



AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



Sakina KARROUM

ETİK FİNANS UYGULAMASI OLARAK İSLAMİ FİNANS VE İSLAMİ ENDEKSLERİN  
PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

İşletme Ana Bilim Dalı  
Doktora Tezi

Antalya, 2023



AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



Sakina KARROUM

ETİK FİNANS UYGULAMASI OLARAK İSLAMİ FİNANS VE İSLAMİ ENDEKSLERİN  
PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

Danışman

Doç. Dr Eda ORUÇ ERDOĞAN

İşletme Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Antalya, 2023

Akdeniz Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Sakina KARROUM'un bu çalışması jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalı  
Doktora Programı tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Feride HAYIRSEVER BAŞTÜRK (İmza)

Üye (Danışmanı) : Doç. Dr Eda ORUÇ ERDOĞAN (İmza)

Üye : Prof. Dr. Mehmet ŞEN (İmza)

Üye : Doç. Dr. Mustafa Koray ÇETİN (İmza)

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Hakan KIRBAŞ (İmza)

Tez Başlığı: Etik Finans Uygulaması Olarak İslami Finans Ve İslami Endekslerin Performans Değerlendirmesi
--

Onay : Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

Tez Savunma Tarihi : 06/02/2023

Mezuniyet Tarihi : 02/03/2023

(İmza)  
Prof. Dr. Engin KARADAĞ  
Müdür

## **AKADEMİK BEYAN**

Doktora Tezi olarak sunduğum “Etik Finans Uygulaması Olarak İslami Finans Ve İslami Endekslerin Performans Değerlendirmesi” adlı bu çalışmanın, akademik kural ve etik değerlere uygun bir biçimde tarafımca yazıldığını, yararlandığım bütün eserlerin kaynakçada gösterildiğini ve çalışma içerisinde bu eserlere atıf yapıldığını belirtir; bunu şerefimle doğrularım.

**Sakina KARROUM**



T.C.  
AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ



28/02/2023

TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU BEYAN BELGESİ

Öğrenci Bilgileri	
Adı-Soyadı	Sakina KARROUM
Öğrenci Numarası	20155213003
Anabilim Dalı	İşletme
Programı	Doktora
Danışman Öğretim Üyesi Bilgileri	
Unvanı, Adı-Soyadı	Doç. Dr Eda ORUÇ ERDOĞAN
Doktora Tez Başlığı	Etik Finans Uygulaması Olarak İslami Finans Ve İslami Endekslerin Performans Değerlendirmesi
Turnitin Bilgileri	
Ödev Numarası	2025158951
Rapor Tarihi	28/02/2023
Benzerlik Oranı	Alıntılar hariç: %8 Alıntılar dahil: %14
<b>SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE,</b>	
<p>Yukarıda bilgileri bulunan öğrenciye ait tez çalışmasının a) Kapak sayfası, b) Giriş, c) Ana Bölümler ve d) Sonuç kısımlarından oluşan toplam 160 sayfalık kısmına ilişkin olarak Turnitin adlı intihal tespit programından Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Çalışması Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Uygulama Esaslarında belirlenen filtrelemeler uygulanarak yukarıdaki detayları verilen ve ekte sunulan rapor alınmıştır.</p> <p>Danışman tarafından uygun olan seçenek işaretlenmelidir:</p> <p>(X) Benzerlik oranları belirlenen limitleri aşmıyor ise:</p> <p>Yukarıda yer alan beyanın ve ekte sunulan Tez Çalışması Orijinallik Raporunun doğruluğunu onaylarım.</p> <p>( ) Benzerlik oranları belirlenen limitleri aşıyor, ancak tez/dönem projesi danışmanı intihal yapılmadığı kanısında ise:</p> <p>Yukarıda yer alan beyanın ve ekte sunulan Tez Çalışması Orijinallik Raporunun doğruluğunu onaylar ve Uygulama Esaslarında öngörülen yüzdeler sınırlarının aşılmasına karşın, aşağıda belirtilen gerekçe ile intihal yapılmadığı kanısında olduğumu beyan ederim.</p>	
<b>Gerekçe:</b>	
<p>Benzerlik taraması yukarıda verilen ölçütlere uygun olarak tarafımca yapılmıştır. İlgili tezin orijinallik raporunun uygun olduğunu beyan ederim.</p>	
<p>Danışman Öğretim Üyesi Unvanı, Adı-Soyadı Doç. Dr Eda ORUÇ ERDOĞAN</p>	
<p>İmza</p>	

## İÇİNDEKİLER

ŞEKİLLER LİSTESİ .....	vii
TABLOLAR LİSTESİ .....	viii
KISALTMALAR LİSTESİ .....	x
ÖZET .....	xi
SUMMARY .....	xii
ÖNSÖZ .....	xiii
GİRİŞ.....	1

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ETİK FİNANS UYGULAMASI OLARAK İSLAMİ FİNANS

1.1. Sosyal Sorumlu Yatırım.....	7
1.1.1. Sosyal Sorumlu Yatırımın (SSY) Tanımı.....	8
1.1.2. Sosyal Sorumlu Yatırımın Amaçları .....	8
1.1.3. Sosyal Sorumlu Yatırım Stratejileri .....	9
1.1.3.1. Aktivist Yatırım.....	9
1.1.3.2. Filtreleme .....	9
1.1.3.3. Komünöter (Topluluk) Yatırımı.....	10
1.1.4. Sosyal Sorumlu Yatırımın Tarihiçesi .....	10
1.2. İslami Finans .....	11
1.2.1. İslami Finans Kavramları, Kaynakları ve Tarihi .....	12
1.2.1.1. Temel Kavramlar.....	12
1.2.1.1.1. İslam Ekonomisinin Tanımı .....	12
1.2.1.1.2. İslami Finansın Tanımı.....	12
1.2.1.1.3. İslami Bankacılığın Tanımı .....	13
1.2.1.2. İslami Finansın Teorik Kaynakları.....	13
1.2.1.2.1. Ana Kaynaklar.....	13
1.2.1.2.2. İkincil Kaynaklar .....	13
1.2.1.3. İslami Finans Tarihi .....	14
1.2.1.3.1. İslami Finansın Ortaya Çıkışı Ve Evrimi .....	14
1.2.1.3.2. Güncel Eğilimler: Rakamlarla İslami Finans .....	18
1.2.1.3.2.1. Potansiyel Pazar büyüklüğü ve büyüme .....	18
1.2.1.3.2.2. Coğrafik Dağılım .....	18
1.2.1.4. Sektör Faaliyeti .....	20
1.2.2. İslami Finansın Prensipleri .....	22

1.2.2.1.	İslami Finansın Yasakları.....	22
1.2.2.1.1.	Faizli İşlemlerin Yasaklanması (Faiz).....	23
1.2.2.1.2.	Belirsizliğin Yasaklanması (Al-Gharar).....	23
1.2.2.1.3.	Spekülasyonun Ayıplanması.....	24
1.2.2.1.4.	İslama Uygun Olmayan Yatırımların Yasaklanması .....	24
1.2.2.2.	İslami Finansın Önerileri.....	25
1.2.2.2.1.	Zarar ve Karların Paylaşılması İlkesi .....	25
1.2.2.2.2.	Maddi ve tanımlanabilir varlıklar ile finansal işlemlerin teyit edilmesi ilkesi ("Varlığa dayalı") .....	26
1.2.3.	İslami Finans Ürünleri .....	26
1.2.3.1.	Kar Zarar Paylaşımı Sistemini İçeren Kitlesele Fonlama Sistemine Dayanan İslami Finans Ürünleri .....	27
1.2.3.1.1.	Müşareke .....	27
1.2.3.1.2.	Mudaraba.....	29
1.2.3.2.	Borç Finansman Yöntemleri .....	30
1.2.3.2.1.	Murabaha.....	30
1.2.3.2.2.	Kar Marjı Ve Faiz Arasındaki Benzerlik .....	31
1.2.3.2.3.	İcar.....	32
1.2.3.2.4.	Selam.....	34
1.2.3.2.5.	İstisnâ .....	35
1.2.3.2.6.	Karz-ı Hasen (Faizsiz Kredi).....	36
1.2.4.	İslami Finansın Gelişimi.....	36
1.2.4.1.	İslami Finans Aktörleri.....	36
1.2.4.1.1.	İslam Kalkınma Bankası (Islamic Development Bank).....	36
1.2.4.1.2.	İslami ve Finansal Kurumlar Muhasebe ve Denetim Kuruluşu (L'Accounting and Auditing Organization for Islamic and financial Institution).....	37
1.2.4.1.3.	İslami ve Finansal Kurumlar Muhasebe ve Denetim Kuruluşu (IFKMDK)'nun Hedefleri .....	37
1.2.4.1.4.	İslami Finansal Hizmetler Kurulu (The Islamic Financial Services Board) .....	37
1.2.4.1.5.	Uluslararası İslami Finansal Piyasalar (International Islamic Financial Market) .....	38
1.2.4.1.6.	İslami Uluslararası Derecelendirme Ajansı (Islamic International Rating Agency) .....	38

1.2.4.1.7. Uluslararası İslam Fıkıh Akademisi (International Islamic Fiqh Academy) .....	39
1.2.4.1.8. Likidite Yönetim Merkezi (Liquidity Management Center).....	39
1.2.4.1.9. Uluslararası İslami Mutabakat ve Tahkim Merkezi (International Islamic Center for Reconciliation and Arbitration) .....	39
1.2.4.1.10. İslami Bankalar ve Finansal Kurumlar Konseyi (Council for Islamic Banks And Financial Institutions ) .....	39
1.2.4.2. Şeriat Kurulu (Chari'a board) .....	40
1.2.4.2.1. Şeriat Kurulu (Chari'a board) Tanımı .....	40
1.2.4.2.2. Fonksiyonları.....	40
1.2.5. İslami Sermaye Piyasası .....	41
1.2.5.1. Sukuk.....	41
1.2.5.1.1. Tanımı .....	41
1.2.5.1.2. Sukuk Ve Geleneksel Tahviller Arasındaki Fark.....	42
1.2.5.1.3. Sukuk Piyasası.....	44
1.2.5.1.4. Sukukların Genel Yapısı .....	45
1.2.5.1.5. Sukukun Farklı Türleri .....	46
1.2.5.2. İslami Fonlar .....	46
1.2.5.2.1. Yatırım Fonları .....	47
1.2.5.2.2. İslami Dini Kurullarla Uyumlu Yatırım Fonları .....	47
1.2.5.2.3. İslami Fonlar Ve Diğer Etik Fonlar.....	48
1.2.5.2.4. İslami Fon Türleri.....	48
1.2.5.2.5. İslami Fonlar Piyasası .....	49
1.2.5.3. İslami Borsa Endeksleri .....	51
1.2.5.3.1. Tanım .....	51
1.2.5.3.2. İslami Borsa Endeksleri: Tarih.....	52
1.2.5.3.3. İslami Borsa Endeksleri: Türü.....	52
1.2.5.3.4. Diğer Endeksler.....	53
1.2.5.3.5. İslami Endeks Pazarı .....	53
1.2.5.4. İslami Filtreleme .....	55
1.2.5.4.1. Ekstra Finansal Filtreleme.....	55
1.2.5.4.2. Finansal Filtreleme .....	56
1.2.5.4.2.1. Borç Oranı.....	56
1.2.5.4.2.2. Likidite Oranı.....	56



1.2.5.4.2.3. Alacaklar Oranı .....	57
1.2.5.4.2.4. “Saf olmayan” geliri arındırma oranı.....	57
1.2.5.5. İslami Bankalar .....	60
1.2.5.5.1. Rakamlarla İslami Banka .....	60
1.2.5.5.2. İslami Bankaların Tanımı Ve Sınıflandırılması .....	60
1.2.5.5.3. İslami Bankaların Geleneksel Bankalara Göre Özellikleri .....	61
1.2.5.5.4. İslami Bankanın Hedefleri .....	62
1.2.5.5.5. Banka Hesapları .....	63
1.2.5.5.5.1. Vadesiz Mevduat Hesapları (Cari Hesap).....	63
1.2.5.5.5.2. Yatırım Hesapları .....	63
1.2.5.5.5.3. Tasarruf Hesapları.....	64
1.2.5.5.6. İslami Bankacılık Riskleri.....	64
1.2.5.5.7. İslami Banka Operasyonlarının Muhasebesi.....	64
1.2.6. Katılım Sigortacılığı (Tekafül) .....	65
1.2.6.1. Katılım Sigortacılığın İlkeleri .....	66
1.2.6.1.1. Kaynakların Ayrı Tutulması.....	66
1.2.6.1.2. Kârın Dağıtılması .....	66
1.2.6.1.3. İslami Kurallara Uygun Aktifler .....	66
1.2.6.1.4. İslami Kurallara Uygunluk Kurulu .....	67
1.2.6.2. Katılım Sigortacılığın Modelleri .....	67
1.2.6.2.1. Wakalah Modeli .....	67
1.2.6.2.2. Ortaklık (Mudarebe) Modeli .....	68
1.2.6.2.3. Hibrit Model.....	69
1.2.6.2.4. Vakıf Modeli (waqf).....	69
1.2.6.3. Katılım Sigortacılığın Ürünleri .....	70
1.2.6.3.1. Genel Tekafül.....	70
1.2.6.3.2. Aile Tekafülü.....	70
1.2.6.4. Katılım Sigorta Ve Geleneksel Sigorta Karşılaştırması.....	70
1.2.6.5. Tekafül Sigorta Piyasası.....	72

## İKİNCİ BÖLÜM

### İSLAMİ ENDEKSLERİN PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

2.1. Geleneksel Ve İslami Endeks Üzerinden Hesaplanan Performans Ölçütleri Karşılaştırmaları.....	74
---	----

2.1.1. Modern Portföy Teorisi, Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli (FVFM): Teorik Çerçeve .....	75
2.1.1.1. Modern Portföy Teorisi .....	75
2.1.1.1.1. Portföy Getirisi Ve Riski .....	75
2.1.1.1.1.1. Beklenen Getiri .....	76
2.1.1.1.1.2. Beklenen Risk .....	76
2.1.1.1.2. Portföy Çeşitlendirmesi .....	76
2.1.1.1.2.1. Korelasyon katsayısı .....	77
2.1.1.1.3. Markowitz'e Göre Verimli Portföy .....	77
2.1.1.2. Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli (FVFM) .....	78
2.1.2. Literatür taraması .....	79
2.1.3. Veri Ve Metodoloji .....	82
2.1.3.1. Veri toplama .....	83
2.1.3.2. Metodoloji .....	84
2.1.3.2.1. Ekonometrik Model .....	84
2.1.3.2.2. Finansal Göstergeler .....	88
2.1.3.2.2.1. Sharpe Oranı .....	89
2.1.3.2.2.2. Treynor Oranı .....	89
2.1.3.2.2.3. Jensen Performans Endeksi .....	89
2.1.3.2.3. Eşlenik Örneklem T-Testi .....	89
2.1.4. Bulgular .....	90
2.1.4.1. Gelişmiş Ülkeler İçin Geleneksel Ve İslami Endeks Üzerinden Hesaplanan Performans Ölçütleri Karşılaştırmaları .....	90
2.1.4.2. Sınır Ülkeler İçin Geleneksel Ve İslami Endeks Üzerinden Hesaplanan Performans Ölçütleri Karşılaştırmaları .....	98
2.1.4.3. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Geleneksel Ve İslami Endeks Üzerinden Hesaplanan Performans Ölçütleri Karşılaştırmaları .....	104
2.2. Makroekonomik Değişkenlerin İslami Ve Geleneksel İndekslere Üzerindeki Etkisi ... .....	112
2.2.1. Literatür taraması .....	113
2.2.1.1. Veri .....	115
2.2.1.2. Metodoloji .....	117
2.2.1.2.1. Araştırma Modeli .....	117
2.2.1.2.2. Veri Analizi .....	117

2.2.2. Bulgular .....	120
2.2.2.1. Betimsel İstatistikler.....	120
2.2.2.2. Birim Etki Testleri.....	123
2.2.2.3. Model Tahminleri.....	123
<b>SONUÇ .....</b>	<b>127</b>
<b>KAYNAKÇA.....</b>	<b>131</b>
<b>Ö Z G E Ç M İ Ş .....</b>	<b>142</b>

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 İslami finans gelişme göstergesi.....	16
Şekil 1.2 Küresel İslami finans piyasası.....	18
Şekil 1.3 Ülkelere göre İslami finans varlıkları.....	19
Şekil 1.4 İslami Finans Gelişme Göstergesi Bölgelere Göre Ortalama Puanları .....	20
Şekil 1.5 İslami fonlarda en iyi ülkeler .....	21
Şekil 1.6 İslami finans varlıklarındaki en önemli ülkeler.....	22
Şekil 1.7 İslami Finansman Araçları .....	26
Şekil 1.8 Müşareke Prensibi .....	28
Şekil 1.9 Mudarebe Prensibi.....	29
Şekil 1.10 Murabaha Prensibi.....	32
Şekil 1.11 İcar Prensibi.....	34
Şekil 1.12 Selam Prensibi.....	34
Şekil 1.13 İstisna Prensibi .....	35
Şekil 1.14 Sukuk yapılandırma şeması.....	45
Şekil 1.15 Konutlara Göre İslami Fon Varlıkları .....	50
Şekil 1.16 Varlık Sınıfına Göre İslami Fon Varlıkları .....	51
Şekil 1.17 On Yıllık Tarihsel Performans .....	55
Şekil 1.18 İslami filtreleme .....	59
Şekil 1.19 Vekâlet modeli .....	68
Şekil 1.20 Mudarebe modeli.....	69
Şekil 1.21 Küresel tekafül brüt katkısı .....	72
Şekil 1.22 Bölgelere Göre Tekafül İşletmeci Sayısı .....	73

## TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1 İslami Finansın Son Gelişmeleri .....	17
Tablo 1.2 Sukuk ve geleneksel yükümlülüklerin karşılaştırılması.....	44
Tablo 1.3 S&P Global 1200 Endeksinin Toplam Getirisi ve S&P Global 1200 Şeriat Endeksi (2017) .....	53
Tablo 1.4 Global Index ve DJM World Index'in Toplam Getirisi (2017).....	54
Tablo 1.5 S&P Global 1200 Endeksinin Toplam Getirisi - S&P Global 1200 Şeriat Endeksi (2018) .....	54
Tablo 1.6 S&P Global BMI Endeksi ile S&P Global BMI Sharī'ah Index'in Toplam Getirileri (2018) .....	54
Tablo 1.7 İslami endekslerin ana aileleri tarafından uygulanan nicel filtreler .....	58
Tablo 1.8 Bilanço yapısı arasındaki fark .....	65
Tablo 1.9 Katılım ve geleneksel sigorta karşılaştırması.....	71
Tablo 2.1 İslami Ve Geleneksel Endeksler .....	83
Tablo 2.2 Gelişmiş Ülkelerde Betimsel İstatistikleri.....	90
Tablo 2.3 Gelişmiş Ülkelerde Paneli İçin CD Yatay Kesit Bağımlılık Testi .....	91
Tablo 2.4 Birim kök testi .....	91
Tablo 2.5 Gelişmiş Ülkeler Paneli İçin CAPM Modeli Bulguları .....	92
Tablo 2.6 Gelişmiş Ülkeler İçin Birimlere Özgü CAPM Modeli Bulguları .....	94
Tablo 2.7 Sharpe oranı değerleri .....	95
Tablo 2.8 Gelişmiş Ülkeler İçin Treynor Oranları .....	96
Tablo 2.9 Gelişmiş Ülkeler İçin Jensen Performans Endeksi Değerleri .....	97
Tablo 2.10 Gelişmiş Ülkeler İçin Eşlenik Örneklem T-Testi Bulguları.....	97
Tablo 2.11 Sınır Ülkeler İçin Değişken Betimsel İstatistikleri .....	98
Tablo 2.12 Sınır Gelişmiş Ülkeler Paneli İçin CD Yatay Kesit Bağımlılık Testi Bulguları ....	99
Tablo 2.13 Sınır Ülkeler İçin Değişken Birim Kök Testi Bulguları .....	99
Tablo 2.14 Sınır Ülkeler Paneli İçin CAPM Modeli Bulguları.....	100
Tablo 2.15 Sınır Ülkeler İçin Birimlere Özgü CAPM Modeli Bulguları .....	102
Tablo 2.16 Sınır Ülkeler İçin Sharpe Oranları .....	102
Tablo 2.17 Sınır Ülkeler İçin Treynor Oranları.....	103
Tablo 2.18 Sınır Ülkeler İçin Jensen Performans Endeksi Değerleri.....	103
Tablo 2.19 Sınır Ülkeler İçin Eşlenik Örneklem T-Testi Bulguları .....	104
Tablo 2.20 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Değişken Betimsel İstatistikleri .....	104

Tablo 2.21 Gelişmekte Olan Ülkeler Paneli İçin CD Yatay Kesit Bağımlılık Testi Bulguları .....	105
Tablo 2.22 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Değişken Birim Kök Testi Bulguları .....	106
Tablo 2.23 Gelişmekte Olan Ülkeler Paneli İçin CAPM Modeli Bulguları.....	106
Tablo 2.24 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Birimlere Özgü CAPM Modeli Bulguları.....	108
Tablo 2.25 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Sharpe Oranları .....	109
Tablo 2.26 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Treynor Oranları .....	110
Tablo 2.27 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Jensen Performans Endeksi Değerleri.....	111
Tablo 2.28 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Eşlenik Örneklem T-Testi Bulguları.....	111
Tablo 2.29 Değişken Tanımları .....	116
Tablo 2.30 Betimsel İstatistikler.....	121
Tablo 2.31 Korelasyon Matrisi .....	122
Tablo 2.32 Bağımsız Değişken VIF Değerleri .....	122
Tablo 2.33 Tüm Ülkeler İçin Breusch-Pagan (1980) Lagrange Çarpan Testi Bulguları .....	123
Tablo 2.34 Model Tahminleri Ve Tanısal İstatistikler .....	124

**KISALTMALAR LİSTESİ**

FVFM	: Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli
IBFKFMO	: İslami Bankalar ve Finansal Kurumlar için Finansal Muhasebe Organizasyonu
IBFKK	: İslami Bankalar ve Finansal Kurumlar Konseyi
IFK	: İslami Finansal Kurumları
IFKMDK	: İslami ve Finansal Kurumlar Muhasebe ve Denetim Kuruluđu
İİÖ	: İslam İşbirliği Örgütü
IKB	: İslam Kalkınma Bankası
İKÖ	: İslam Konferansı Örgütü
IUDA	: İslami Uluslararası Derecelendirme Ajansı
KSS	: Kurumsal Sosyal Sorumluluk
LYM	: Likidite Yönetim Merkezi
SSY	: Sosyal Sorumlu Yatırım
UIFA	: Uluslararası İslam Fıkıh Akademisi
UIFP	: Uluslararası İslami Finansal Piyasalar

## ÖZET

Küresel finansal kriz, ülkeleri şoklara karşı daha güvenli alternatifler bulmak için uluslararası finansal sistemin temellerini sorgulamaya ve kusurlarını araştırmaya zorlamıştır. Geleneksel finans paydaşlarının finansman süreçlerinde şeffaflığın olmaması, daha etik bir sistemi teşvik eden alternatif finansal paradigmaların öne sürülmesini önermiştir. Bu gözlemin ardından uluslararası toplum birkaç yıl önce İslami finansa ilgi duymaya başlamıştır. Bu bağlamda, araştırmanın amacı Geleneksel Endeksler ile İslami Endekslerin performanslarının karşılaştırılmasıdır. Araştırma iki alt amaçtan oluşmaktadır. Birincisi İslami endekslerin ve geleneksel endekslerin performans farklılıklarının belirlenmesi, ikincisi ise, belirlenen makroekonomik değişkenlerin İslami ve geleneksel endeksler üzerindeki etkisinin analizidir. Birinci kısımda gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve sınır ülkeler olmak üzere 3 ayrı panel veri seti üzerinden 40 İslami endeks ve 40 geleneksel endeks arasında çeşitli finansal değerlerin karşılaştırılması hedeflenmektedir (Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen alfa indeksi). Analiz, 2009 ile 2020 yıllarını kapsayan aylık verileri içermektedir. Zaman ile birlikte birim boyutunu da içermesi sebebiyle araştırmada parametre tahminleri için panel veri ekonometrisinden faydalanılmıştır. İkinci kısımda ise İslami ve geleneksel endeksler ile belirlenen makroekonomik göstergeler arasındaki ilişkilerin ayrı ayrı incelenip karşılaştırılması amaçlanmaktadır. Bu amaç kapsamında 2009 ile 2020 dönemine ait yıllık veriler kullanılmıştır. 52 adet ülke için 12 adet yıllık gözlem derlenerek 624 adet gözlem içeren bir panel veri çözümlenmesi yapılmıştır. Sonuçlar, İslami ve geleneksel endekslerin performansı arasında fark olmadığını ve makroekonomik değişkenlerin İslami ve geleneksel endekslerin performansı üzerinde benzer etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu nedenle araştırmanın bulguları, alternatif bir yatırım seçeneği olarak İslami borsanın gelişimini daha fazla desteklemek için yatırımcılara ve karar verici mercilere konuyla ilgili bilgiler sunmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** İslami finans, Geleneksel finans, Etik finans, Finansal performans, Makroekonomik değişkenler.



**SUMMARY**

**ISLAMIC FINANCE AS AN ETHICAL FINANCE PRACTICE AND  
PERFORMANCE EVALUATION OF ISLAMIC INDICES**

The global financial crisis has forced countries to question the foundations of the international financial system and investigate its flaws to find more safe reassuring alternatives to shocks. The lack of transparency in the financing processes of traditional financial stakeholders has suggested the introduction of alternative financial paradigms that promote a more ethical system. Following this observation, the international community started to take an interest in Islamic finance a few years ago. In this context, the aim of the research is to compare the performance of conventional indices and Islamic indices. The research consists of two sub-objectives. The first is to determine the differences in the performance of Islamic indices and conventional indices, and the second is to analyse the effect of macroeconomic variables on Islamic and conventional indices. The first part, aims to compare various of financial values (Sharpe Ratio, Treynor Ratio and Jensen's Alpha Index) between 40 Islamic indices and 40 conventional indices through three separate panel data sets (Developed markets, Emerging markets and Frontier markets). This section includes monthly data from 2009 to 2020. Panel data econometrics is utilised for parameter estimation since it includes both time and unit dimension. The second part aims to examine and compare the relationship between Islamic and conventional indices and macroeconomic indicators separately. This section includes annual data from 2009 to 2020, 12 annual observations are compiled for 52 countries and a panel data analysis is conducted with 624 observations. The results show that there is no difference between the performance of Islamic and conventional indices and that macroeconomic variables have a similar impact on the performance of Islamic and conventional indices. Therefore, the results of the study provide relevant information to investors and policy makers to further support the development of the Islamic stock market as an alternative investment option.

**Keywords:** Islamic finance, Conventional finance, Ethical finance, Financial performance, Macroeconomic variables.

## ÖNSÖZ

Bana yardımcı olan ve bu araştırma çalışmasının gerçekleştirilmesine bir şekilde katkıda bulunan herkese teşekkür ederim.

Öncelikle bu tezin her aşamasında değerli tavsiyeleri ile çok yardımcı olan ve çalışmayı yönetmeyi kabul ettiği için danışmanım Doç.Dr. Eda ORUÇ ERDOĞAN'a hem desteği hem de sabrı, anlayışı ve nezâketi için sonsuz teşekkür ediyorum.

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesinin tüm aşamalarında verdiği öğreti, sürekli desteği, değerli ve ilgili tavsiyeleri için Prof.Dr. Mehmet ŞEN'e de ayrıca teşekkürlerimi sunuyorum. Bu yıllar süresince bana ayırdığı vakit için kendisine teşekkür ediyorum.

Dr. Öğr. Üyesi Hakan KIRBAŞ tez jürimin bir parçası olmayı kabul ettiği için ve bana ayırdığı vakit için kendisine müteşekkirim.

Günlük varlığı, sevgisi ve özverisi ile bu tezin bitmesine yardımcı olan, eşime şükranlarımı sunuyorum. Sabrı, desteği, yardımı, fedakarlıkları ve cömertliği için kendisine çok teşekkür etmek istiyorum.

Ayrıca YTB'nin sağlamış olduğu finansal destek için derin şükranlarımı sunuyorum. Destekleri olmasaydı, bugüne ulaşamazdım. Ek olarak aileme, bugün olduğum kişi olma fırsatı verdikleri için, koşulsuz destekleri ve özellikle güvenleri için en derin teşekkürlerimi ifade etmek istiyorum. Sevgili kardeşlerime de bu çalışmayı tamamlamami sağlayan teşvikleri için teşekkür etmek istiyorum.

Son olarak, bu tezin başarısına yakından veya uzaktan katkıda bulunan herkese en derin şükranlarımı sunuyorum.

**Sakina KARROUM**

**Antalya, 2023**

## GİRİŞ

2007 yılı sonundan itibaren dünya, küresel finans sistemini çöküşün eşiğine getiren ve ekonomik aktivitede sert bir düşüşe neden olan en ciddi finansal ve ekonomik krizini yaşadı. Bu kriz spekülasyonla sürdürülen borç ve kredi ticaretine dayalı sistemin dezavantajlarını gözler önüne serdi. Bu yöntemin ana aleti faiz ve ona doğal olarak eşlik eden faiz oranından başkası değildir. Menkul kıymetleştirme (seküritizasyon) gibi finansal tekniklerle güçlendirilen prim krizi, bunun mükemmel bir örneğidir. Gayrimenkul krizinden bankacılık krizine, finansal bir tsunami gibi yayılan ve eşi görülmemiş bir borsa kriziyle biten çok şidetli bir kriz olmuştur. 1988 Nobel Ekonomi Ödülü sahibi Maurice Allais'in birçok çalışmasında uyardığı gibi, bu sistem bir borç piramidi ve gerçek alandan tamamen kopmuş ex nihilo kredi üzerine inşa edilmiş bir ekonomidir ki, sınırlarını ve zaafiyetlerini açıkça göstermiştir. Bu iktisatçı ve onu takip eden pek çok başka kişi, daha önce şunları ifade etmişlerdir : “ Böyle bir durum göz önüne alındığında, bir sonuç çok önemlidir: ulusal ve uluslararası düzeyde parasal ve finansal sistemin dayandığı temel ilkeleri tamamen yeniden düşünölmelidir. ” Allais (1993: 329).

Bu durumu düzeltmek için para otoriteleri ve hükümetler, bir destek sistemi kurarak mevduat garantisi, hatta borçların ve şüpheli varlıkların geri ödenmesi ve ayrıca ticari bankaların, iflas ve nakit darlığına dönüşme riski taşıyan likidite azlığı sorunlarını engelemek amacıyla, yeniden sermayelendirilmesini taahhüt etmek de dahil üzere bir dizi önlem aldılar (Elmehdi, 2016: 6).

Benzer şekilde borsa düzenleyicileri, açığa satış işlemlerinin yasaklanması gibi acil önlemler almıştır. Amaç elbette spekülasyonları azaltmak ve milyonlarca hanenin mali tasarruflarını ve emekli maaşlarını eriten borsa çöküşünün zararlarını sınırlamaktır.

Devletin mali kurumların ve şirketlerin sermayesine katılması ya da borsa işlemlerini güvence altına almak için alınan önlemler, egemen mali sistemin sınırlarının farkında olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak, Amerikan bankacılık sistemi geniş çapta eleştirildi, gevşek liberalizmle suçlandı ve Amerikan finans kurumları tarafından gerçekleştirilen işlemlerin şeffaflık eksikliği tenkit edildi. Ancak eleştiriler bankacılık sistemiyle sınırlı kalmamış, hatta bazı uzmanlar tüm kapitalist sistemi ahlaksız olarak nitelendirilmiştir (Benhalima, 2018: 2 ).

Subprime finansal krizin ardından, uluslararası finans topluluğu, uluslararası finansal düzeni daha etik temeller üzerinde yeniden inşa etme çabalarını yoğunlaştırdı: kurumsal sorumluluğun düzenlenmesi, bankacılık ve borsa davranışının ahlaki hale getirilmesi ve

finansal mesleklerin deontolojik kurallara yeniden bağlanması. Nihai hedef, daha zor bir ortamda istikrarı ve direnci sağlamaktır. Bu hedeflere, daha fazla sosyal eşitlik ve ekonomik vatandaşlığa dayalı yeni bir sözleşme hedef alınmadan ulaşılamaz (Elmehdi, 2016: 6).

Bu yaklaşım, yalnızca ekonomik faaliyetin içsel değerini incelemenin değil, daha çok bu aşamanın ötesine geçerek bu faaliyetin sonuçlarının (olumlu veya olumsuz) diğer unsurlar üzerinde sahip olabileceği değer belirlenmesi gerektirmektedir. Etiği herhangi bir ekonomik faaliyet için bir ön koşul olarak görüldüğü vakit, maddi olmayan, "az" maddi veya ölçülemez olarak kabul edilen bazı üretim maliyetlerini hafife alma eğilimi olduğu ve bunun nedeni, "değer" kavramıyla bağlantılı akıl yürütmenin yalnızca finansal bir yaklaşımla yapılmasından kaynaklandığı ortaya çıkıyor. Özellikle, değer yaratma süreci içinde, ekonomik olsun (maliyet muhasebesi düzeyinde ortaya çıkan ekonomik maliyetler), sosyal ve toplumsal olsun (personel eğitimi, insan kaynaklarının yönetimi ve şirket değeri üzerinde oluşan değer kayıpları), veya çevresel (çevrenin ve doğal kaynakların bozulmasına neden olan olumsuz dışsallıklar, geri dönüşümle bağlantılı maliyetler veya bunların eksikliği) üretimle ilgili maliyetlerden bahsediyoruz (Firano, 2017: 2).

2009'da Vatikan, bankaların küresel ekonomik kriz zamanlarında müşterileri arasında güveni yeniden tesis etmek için İslami finans modelini taklit etmesi gerektiğini söyledi. Nitekim, resmi Vatikan gazetesi "rasathane", "İslami finansın dayandığı etik ilkelerin bankaları müşterilerine ve tüm finansal hizmetleri karakterize etmesi gereken gerçek ruha yaklaştırdığını belirten" bir makale yayınladı. Yazar Loretta Napoleoni, başka bir makalesinde, "İslami finansın batı finansı için yeni kuralların yeniden şekillendirilmesine katkıda bulunabileceğine inanıyoruz, çünkü esasen sisteme güven krizi olan bir krizle karşı karşıyayız" diye yazıyor. Yazar, makalenin sonunda "Batılı bankaların sukuk adı verilen İslami bono gibi ürünleri teminat olarak kullanabileceğini" söylüyor (Bloomberg.com, Lorenzo Totaro, Mart 2009)<sup>1</sup>.

Dünyayı İslami finansa dönmeye davet edenler arasında Ekonomide Nobel Ödüllü, Joseph Stiglitz de bulunmaktadır. Bir BM basın açıklamasından alınan aşağıdaki alıntının gösterdiği gibi : " Bu bir paradoks, ancak mevcut kriz, ciddiyeti nedeniyle, birkaç ay önce hala akıl almaz olan, sistemik revizyon için önemli umutlar açıyor, dedi Joseph Stiglitz. Ona göre, kriz, neredeyse asırlık Keynesyen ilkelere yeni bir hayat veriyor, bununla açıkça ekonomik temellere dönmeyen hayati ihtiyacını kastediyorsak. Joseph Stiglitz, Komisyonun İslami finansa olan ilgisini bu şekilde tanımış oldu. Her şeyden önce, Malezya'nın o zamanlar Asya ekonomik krizini en iyi ve etik olarak yöneten Güneydoğu Asya ülkesi olduğunu

<sup>1</sup> <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aOsOLE8uiNOg&refer=italy>

söyledi. Sonrasında, görünüşe göre İslami finans, bir finansal sistemin işlemesi için temelinde gerçek likiditeye ihtiyacı olduğunu aklında tutmuş diye latifede bulundu.”<sup>2</sup>

Bu nedenle, gözlemciler, "etik" olarak bilinen bazı sistemlerin finansal krize karşı gösterdiği özellikle güçlü bir direncin, finansal sistemin ahlaklaştırılması yönünde altını çizmişlerdir. Bu durum, özellikle İslami finans için geçerli oldu. İslam gerçekten de, ekonomik olanlar da dahil olmak üzere, insan yaşamının tüm yönlerini kapsayan yol gösterici ilkeler ve bir dizi kural tanımlar. En yaygın olarak Şariat olarak bilinen bu yasalar, Müslümanların işlerinde uygulanması gereken kurucu ve düzenleyici kurallardan oluşur. Müslümanlar tarihleri boyunca şariat ilkelerini takip ederek toplumlarını geliştirmeye çalışmışlardır. İslam'a göre bir ekonomik sistem, mülkiyet haklarının korunmasına, sözleşmelerin kutsallığına vurgu yapılmasına, borsalarda ve piyasalarda adaletin sağlanmasına dayanır ve bu da ahlaki standartlar sayesinde. Risklerin paylaşılmasını ve sosyal adaletin teşvik edilmesini savunuyor. İslami finans sistemi gerçekten de günümüz iş dünyasında anlaşıldığı şekliyle her türlü faizin ödenmesini ve alınmasını içeren faizin yasaklanmasına dayanmaktadır (Benhalima, 2018: 4 ).

Nispeten yeni bir terim olan ve sadece şu son birkaç on yıldır ortaya çıkan İslami Finans terimi; genellikle faizin yasak olduğu basit bir sisteme indirgenir. Bununla birlikte, bu basit açıklama sadece yanlış değil, aynı zamanda kafa karıştırıcıdır. Aslında, bu yasağın en önemli anlamı, tamamen borca dayalı sözleşmelerin kaldırılmasıdır. Şüphesiz bu sistemin en kritik ve ayırt edici özelliği faiz yasağıdır. Ancak, İslami finans sistemi özellikle de risk paylaşımını, yenilikçiliği ve girişimciliği de teşvik eder; esas olarak “gerçekçiliği” vurgular, yani reel sektör ile finans sektörü arasında yakın bir bağı onaylar ve varlığa dayalı finansmanı destekler. Ekonomik adalet ve risk paylaşımı kavramları İslam'ın diğer temel ilkeleriyle birleştirildiğinde, ekonomik kalkınmayı destekleyen kapsayıcı, verimli ve istikrarlı bir finansal sistem ortaya çıkabilir.

İşlemlerinin gerçekçi bir izlenebilirliği sayesinde İslami finans sistemi, güvenlik kartını oynayarak spekülasyon riskleri ile sistemik riskler arasında denge kurabiliyor. İslami finans, ekonomiye ve finansa empoze ettiği ilkelerin temelde ahlaki karakteri sayesinde kendini konumlandırır ve kurallarını koyar (Benhalima, 2018: 16).

İslami finans, çeşitli araştırmalarda kapsamlı bir şekilde tartışılmıştır. Bununla birlikte, hisse senedi piyasası endekslerinin performansına odaklanan ciddi araştırma çalışmaları az sayıda ve farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Bu durum, İslami endekslerin tarihçesinin oldukça kısa bir süreye tekabül etmesi ile açıklanabilir.

<sup>2</sup> <http://www.un.org/press/fr/2009/Conf090326-STIGLITZ.doc.htm>

Rubi Ahmed ve diğeri (2008), Malezya endeksleri üzerinde çalışmış ve iki endeksin (İslami ve geleneksel) performansı arasında hiçbir fark bulamamışlardır. Diğeri araştırmacılar ise, performanslarının bölgelere göre (Hoepner ve diğeri, 2009) farklı piyasa dönemlerinde (düşüş ve yükseliş) (Abdullah ve diğeri, 2002) farklılık gösterdiğini iddia ettiler. Khaled (2004), FTSE İslami ve geleneksel endeks serileri üzerinde çalıştı ve ikisinin benzer getiri ve risk profillerine sahip olduğunu savundu. Hassan ve Girard (2010), Dow Jones endeksinin (İslami ve geleneksel) dizilerini incelemiş ve performanslarının istatistiksel olarak farklı olmadığı sonucuna varmışlardır. Khalid Mehmood ve diğeri (2016), küresel finansal kriz sırasında sekiz ülkenin İslami ve geleneksel endekslerinin performansını ampirik olarak inceledi. Sekiz ülkeden (Japonya, Çin, Malezya, Endonezya, İngiltere, ABD, Kanada ve Türkiye) ve dört coğrafi bölgeden (Asya, Avrupa, Kuzey Amerika ve Dünya) veri aldılar. Sonuçlar, dönem boyunca, geleneksel hisse senedi endekslerinin, yalnızca riske göre ayarlanmış performans ölçütleri ile, İslami endekslerden daha iyi performans gösterdiğini ortaya koydu. Ancak İslami hisse senedi piyasaları, küresel finansal kriz döneminde hem risk ayarlı hem de risksiz performans teknikleri ile emsallerinden daha iyi performans göstermiştir.

Açıksa, mevcut literatür, bu endeks kategorilerinin daha iyi veya daha düşük performans göstermesi konusunda fikir birliğinin olmadığını göstermektedir ve bu durum iki sebepten kaynaklanmaktadır. Bir yandan, modern finans teorisi ile uyumlu olarak, İslami hisse senedi endekslerinin, çeşitlendirme eksikliği nedeniyle geleneksel emsallerinden daha riskli olduğu varsayılabilir (Albaity ve Ahmad 2008). Öte yandan, aynı endeksler, dahil edilen şirketlerin finansal ve finansal dışı tarama kriterlerini başarıyla geçmeleri sayesinde emsallerinden daha karlı olabilir (Atta, 2000; Hussein ve Omran, 2005). Diğeri araştırmalar, İslami hisse senedi endekslerinin yükselişlerde düşüşlerden daha iyi performans gösterdiği sonucuna varmıştır. Nitekim, düşüş dönemlerinde, İslami borsa endeksleri, alkol, tütün veya kumar gibi sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin hariç tutulması nedeniyle, geleneksel emsallerinden daha düşük risk ayarlı getirilere sahip olabilir. “Günah stokları” olarak kabul edilen bu eylemlerin (Hong ve Kacperczyk, 2009) kriz zamanlarında daha dayanıklı olduğu veya “durgunluğa dayanıklı” olduğu bilinmektedir. Ayrıca, İslami hisse senedi piyasası endeksleri genellikle, düşük borca sahip olan ve trend yükselişteyken büyüme potansiyeline sahip olabilen küçük sermayeli şirketlerin hisselerini içerir (Hussein ve Omran 2005). Mevcut performans farklılıkları, yönetim tarzındaki farklılıklara da bağlanabilir (Girard ve Hassan, 2008; Binmahfouz ve Hassan, 2012).

İslami finans yatırımcısı, temel kaygısı portföyünün performansı olmakla beraber, işlemin etik kurallara uygun olmasını da gözetir. Nitekim, ajanların kararları ilk olarak kar beklentisi ve varlıklarda risk derecesinden etkilenir. Bununla birlikte mesele, İslami hisse senedi endekslerinin, geleneksel yatırımlara kıyasla daha verimli olup olmadığıdır.

Bu konuyla ilgili yapılan ampirik çalışmalar, küresel veya sektörel endekslerini farklı frekansların açısından (günlük, haftalık ve aylık) yürütülmüştür. Bu az sayıda yapılan araştırmalar, farklı ve bazen çelişkili sonuçlara yol açtı. Bu bakımdan, İslami hisse senedi endekslerinin performansını incelemek isabetli görünüyor.

Bu araştırma, etik finans araştırmalarına katkıda bulunmayı hedefler. Etik yatırımın finansal performansı konusundaki önceki çalışmaların çelişki sonuçlarından dolayı, İslami endekslerinin performansları hakkında daha önce yapılan çalışmalar düzeyinde tespit ettiğimiz bazı boşlukları göz önünde tutarak, islami endekslerin performanslarını daha geniş ve derin bir şekilde araştıracağız.

Tezimizin ampirik yaklaşımı, iki ana sorunun etrafında dönmektedir:

**S1:** İslami yatırım endekslerinin riskleri ve getirileri ile geleneksel endekslerin getirileri ve risleri arasında bir fark var mı?

**S2:** Makroekonomik değişkenlerin İslami ve geleneksel endeksler getirisi üzerindeki etkileri arasında bir fark var mı?

İki araştırma sorularımıza hakkında sonuç çıkarmak için, iki ana hedefin altında gruplandırılacak olan birkaç araştırma alt hipotezini yanıtlamaya çalışacağız.

**Amaç 1:** İslami endekslerin ve geleneksel endekslerin performansındaki farklılıkları belirlemek:

**H0:** İslami yatırım endeksleri, geleneksel endekslerden önemli ölçüde daha riskli değildir.

**H1:** İslami yatırım endeksleri, geleneksel endekslerden çok daha risklidir.

**H0:** İslami yatırım endekslerinin getirisi geleneksel endekslerden önemli ölçüde daha yüksek değildir.

**H1:** İslami yatırım endekslerinin getirilerlisi geleneksel endekslerden daha yüksektir.

**Amaç 2:** Makroekonomik değişkenlerin İslami ve geleneksel endeksler üzerindeki etkisini analiz etmek

**H<sub>1</sub>:** GDP'nin IEX üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

**H<sub>2</sub>:** REER'in IEX üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

**H<sub>3</sub>:** CPI'in IEX üzerinde Pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

**H<sub>4</sub>:** WTI'nin IEX üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

H<sub>5</sub>: IR'nin IEX üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

H<sub>6</sub>: GDP'nin CEX üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

H<sub>7</sub>: REER'in CEX üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

H<sub>8</sub>: CPI'in CEX üzerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

H<sub>9</sub>: EMP'nin CEX üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

H<sub>10</sub>: IR'nin CEX üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır.

Küresel finansal sektörün güncel bir konu olması ve büyüyen bir pazar ile ilgili olması gerçeğinin ötesinde, tezimizin önemi ayrıca: Müslüman olsun veya olmasın, hisse senedi endekslerine ilgi duyan yatırımcılar, herşeyden önce yatırımlarının performansını sorgularlar. Risk ve kar dengesi analizi, yatırım kararı alma sürecine rehberlik edebilecek bilgiler ortaya koymaktadır. Aynı şekilde, bu durum, farklı coğrafi ve / veya sektörel hisse senedi endekslerine yatırım yaparak portföylerini çeşitlendirmek isteyen portföy yöneticileri için de geçerlidir.

Ampirik düzeyde tezimiz, İslami hisse senedi endekslerinin geniş bir örneğini kapsayan ilk çalışmadır. Nitekim, ilk bölümde, 40 İslami endeks incelenip 40 geleneksel endeksle karşılaştırılacak ve ikinci bölümde 52 İslam endeks incelenip 52 geleneksel endekslerle karşılaştırılacaktır.

Yukarıda belirtilen hedefler göz önünde tutularak, bu tez iki bölümden oluşturulmuştur.

İlk bölüm, portföy yönetiminde etik konusuyla ilgilenmektedir. İki tür etik yatırımın tanıtım ve sosyal olarak sorumlu yatırım ve İslami finansman paylarını ortaya koyarak başlar. Sonra araştırmamızın konusu olan İslami finansı tanıtacağız. İslami finans tarihçesini ve gelişimini ele alacağız. Ardından, İslami finansmanın özelliğini anlamak için, bu " yeni " sistemin prensiplerini, İslami sistem tarafından önerilen farklı ürünleri ve bu finansmanı yöneten finansal kurumları tanıtacağız.

İkinci kısım, araştırma konularının ve varsayımların araştırılması ve ampirik olarak doğrulanmasına ayrılmıştır. İki ampirik çalışma içerir. Genel bir sonuç bölümü ise, bu tezin temel katkılarını, sınırlarını ve araştırma perspektiflerini sunacaktır.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### ETİK FİNANS UYGULAMASI OLARAK İSLAMİ FİNANS

#### 1.1. Sosyal Sorumlu Yatırım

Sosyal sorumlu yatırım destekçileri, eylemlerini meşrulaştırmak için bu uygulamaların kökenini dinlerinin kurucu metinlerinde aramışlardır. Kendimizi tek Tanrılı üç dinle sınırlandırdığımızda, sosyal açıdan sorumlu yaklaşımın Yahudilerin, Hristiyanların ve Müslümanların kutsal metinlerinde açıkça veya zımnen mevcut olduğunu görmekteyiz.

Tarihte Yahudi dini, Yahudilerin birbirlerine faizsiz borç vermelerine ve Yahudi olmayanlara faizli borç vermelerine izin verirken, Hristiyanlık ve İslam yüzyıllardır faiz uygulamasını yasaklamıştır. Hristiyanlar arasında, 15. Yüzyılda, teologların ve din adamlarının faiz oranı için kabul edilebilir bir eşik belirlemeye çalışana kadar bu yasak devam etmiştir. Din adamlarının bu yaklaşımı 16. Yüzyılda uygulamada istisnalara yol açmış ve 17. yüzyıldan itibaren, yasal yolla örgütlenmesine izin verilmiştir. Böylece, zamanın ilahiyatçıları ve din adamları, Yahudilerden faizle borç almak için hizmetlerinden yararlanmaya izin vermişlerdi.

Müslüman topraklarda ise, bazılarının borç vererek olmasa da, faizle borç almaya başlaması 19. yüzyılın ortalarını bulmuştur. Bu nedenle, ilk "etik" SSY (Sosyal Sorumlu Yatırım) fonlarının kökenlerini bu üç büyük tek tanrılı dinin ahlaki geleneğinde bulması tesadüf değildir. Dünyanın parasallaşmasına ve finansallaşmasına eşlik eden din, yatırım fonlarında ilke ve değerlerini yaşatma yolunu bulur. Dini inançlarının yansımaları olan etik boyutları yatırım tercihlerine entegre ederek, etik fonların ilk yatırımcıları bu nedenle ahlaki bir boyutu finansa entegre etmeyi amaçlar (Arjalies, 2011: 2).

Etik finans, "parayı ve onun çoklu yönlerini (tasarruf, yatırım, kredi, hesap yönetimi, vb.) katı ekonomik karlılık açısından değil, etik ve dayanışma temelli hususları da ekleyerek ele almayı amaçlayan finansal uygulamaları kapsamaktadır" (Demoustiez, 2005 :5). Bu finans uygulamaları, "yatırımcıların varlıklarının, karın ötesinde sürdürülebilir kalkınma değerlerini entegre eden şirketlere emanet edilmesini sağlamalarına olanak tanıyan bankacılık ve finansal ürün veya hizmetlerin kamuya sunulmasını" mümkün kılmaktadır.

Etik finans, "finansal işlemlerin (tasarruf, yatırım, kredi, hesap yönetimi, vb.) farklı yönlerini yalnızca ekonomik açıdan değil, aynı zamanda etik ve dayanışma temelli ilkeler açısından da değerlendiren bir yaklaşımdır" (Demoustiez, 2005: 5). Bu finans uygulamaları, "yatırımcının kaynaklarını, kârın ötesinde, sürdürülebilir kalkınma değerlerini entegre eden şirketlere emanet edilmesini sağlayan bankacılık ve finansal hizmetler sunmaktadır". Bu

durum, yaygın olarak sosyal sorumlu yatırım diye adlandırılır. Etik yatırım veya (sosyal) sorumlu finans kavramaları da, bu finansal akımı tanımlamak için çokca kullanılan ifadeler arasında gösterilebilir.

### 1.1.1. Sosyal Sorumlu Yatırımın (SSY) Tanımı

Etik finans literatüründe, mevcutta genel ve herkes tarafından kabul gören bir tanım bulunmamaktadır. Bunun nedeni etik kavramının, kültür, düşünce yapıları ve mekan ve zamana göre farklı değerlendirilmesidir. Bu nedenle, bu tür yatırımların farklı yönlerini kapsamak amacıyla birkaç tamamlayıcı tanım önerilebilir.

Avrupa için sürdürülebilir yatırım forumu tarafından önerilen tanıma göre (EuroSIF, 2008)<sup>3</sup>: "SSY, etik yatırımları, sürdürülebilir yatırımları ve yatırımcıların finansal hedefler ile beraber, sosyal, çevresel ve yönetim şartlarını birleştiren tüm yatırımları kapsayan genel bir terimdir. Novethic'e göre<sup>4</sup>, SSY " finansal dışı kriterlerin çeşitli finansal yönetim modlarına entegrasyonu" anlamına gelir. Bu tanım önerilen (Brito ve diğerleri, 2005), "varlık tahsisat kararında salt finansal olmayan bir yatırım uygulaması" tanımla örtüşmektedir. Diğer bir tanıma göre (Schueth, 2003: 311), SSY "yatırım kararını alırken kişisel ve toplumsal değerlerin entegrasyonu" olarak ifade edilir.

Fransız Finansal Yönetim Birliği ve Sorumlu Yatırım Forumuna göre, SSY "ekonomik performans ve çevresel ve sosyal etkileri uzlaştırma amacıyla sektörü ne olursa olsun sürdürülebilir ekonomiye katkıda bulunan, özel veya kamu şirketlerin yapılan yatırım olup, aktörlerin yönetim şekli ve davranışını etkileyerek, SSY sorumlu bir ekonomiyi teşvik eder ".

### 1.1.2. Sosyal Sorumlu Yatırımın Amaçları

Çok sayıda yazara göre, sosyal sorumlu yatırımın temel amacı, herkesin koşullarını iyileştirmekten ibaret olan insanlığın ortak iyiliğidir. Bunun için SSY, uzun vadede sosyal ve çevresel performansı artırır. Daha açık bir ifade ile, SSY, toplu zenginleştirmeyi, eşitsizliklerin azaltılmasını, insan ve sosyal hakların güçlendirilmesi ve özellikle de ihtiyaç olan yerlerde demokrasiyi güçlendirmeyi teşvik eder (Campeau ve diğerleri, 2011: 36).

Sosyal sorumlu yatırım içerisinde, (Gendron ve Bourque, 2003: 8- 26), üstseviyede, kısa vadeli kar dışındaki hedeflere sahip, etik değerleri ve ilkeleri olan insanlar yer alır; ve sosyal sorumlu yatırım içerisinde temel seviyelere inildiğinde, SSY, genel ilgi kriterleri içeren girişimcilerin ihtiyaçlarını karşılar. Bu nedenle sosyal sorumlu fonlar, yatırımcılar ile

<sup>3</sup> Eurosif (European Sustainable Investment Forum) 2008 versiyonu.

<sup>4</sup> [www.novethic.fr](http://www.novethic.fr). Novetic, bir SSY araştırma merkezi, sürdürülebilir kalkınma konusunda bir medya uzmanı ve bir etik derecelendirme kuruluşudur.

geliştiren projeler arasında bir bağ kurarak, kolektif refaha odaklanırlar. Sonuç olarak, SSY'nin çift hedefi olduğu görülür: piyasa değerlerine uygun getiri elde edilmesi ve topluma olumlu bir sosyal etki sunulmasıdır.

### 1.1.3. Sosyal Sorumlu Yatırım Stratejileri

SSY alanında, üç yatırım prosedürü veya stratejisi tanımlanmaktadır: aktivist yatırım, filtreleme ve komünöter (topluluk) yatırım (Pagès, 2006: 12-14).

#### 1.1.3.1. Aktivist Yatırım

1970'li yıllara damga vuran General Motors'un (1971) aktivist kampanyası, bazı hissedarların sosyal ve çevresel boyutların daha fazla dikkate alınmasına yönelik yeni bir talebinin oluşmasına neden olmuştur. Yönetime karşı bir güç biçimi olarak, "şirketlerin davranışlarını etkilemek ve onları kendi gözlerinde daha sorumlu hale getirmek için hisseye dayalı oy haklarını kullanmak ve öneriler sunmak"tan oluşan hissedar aktivizmi doğmuştur.<sup>5</sup>

Amerika Birleşik Devletleri'nde ve Büyük Britanya'da kendi başına bir SSY şekli olarak kabul edilip, daha çok 1980 ve 1990'lardan itibaren bireysel emeklilik ve emeklilik fonlarını geliştirilmesini sağlayıp güçlenmiştir. Bu hissedar aktivizmi çift hedefe sahiptir. Başlangıçta, bilgi asimetrisini azaltarak yöneticileri daha iyi kontrol etmek için hissedarların gücünü geri kazanmayı amaçlamaktadır ve bu nedenle tek bir paydaşın beklentilerinin güçlendirme aracı olarak görülebilir. Hissedarlar tarafından takip edilen hedefler, daha sonra değer yaratmayı en üst düzeye çıkarma arzusuyla karıştırılabilir. Ancak paydaş aktivizmi ayrıca, daha az resmi çözümlükler veya raporlar yoluyla şirketlerin davranışlarını yönlendirme arzusuyla paydaş teorisindeki yerini de bulur. 2000'li yıllardan itibaren, özellikle doğrudan diyaloglar veya yöneticiler ile iletişim yoluyla yatırımcılar ve yöneticiler arasında daha fazla ortaklıklara tanıklık ediyoruz. Ortaklık ya da karşılıklı etki ilişkisi karşılıklı ilişkisine tercih edilir, ajans teorisi fikrinden ittifak teorisi veya bilişsel teorisini yönelinilir (Arjaliès 2005: 7).

#### 1.1.3.2. Filtreleme

Filtreleme, portföye dahil edilecek (pozitif filtreleme) veya portföyden hariç tutulacak (negatif filtreleme) yatırımları belirleme ilkesine dayanan bir stratejidir (Dussarrat,2014: 16).

Negatif filtreleme, etik olmayan ve ahlaksız görülen belirli faaliyet sektörlerinin hariç tutulmasından ibarettir. Bu nedenle, tütün, alkol, silahlanma veya insan, çocuk ve hayvan

<sup>5</sup> [www.orse.org](http://www.orse.org)

haklarına ters düşen sektörler yatırım dışı bırakılır. 1971'de oluşturulan PAX Fonu da bu tür filtrelemeye dayanmaktadır. Pozitif filtreleme, sürdürülebilir kalkınma kriterlerine, çevreye saygı gösteren faaliyet sektörlerine veya etik ilkelere odaklanmaktadır.

### 1.1.3.3. Komünöter (Topluluk) Yatırımı

Literatürde yer alan son SSY bileşeni, "dayanışma" olarak ifade edilen hareketlerin etrafında dönmektedir (Déjean, 2005). Arjaliès-de la Lande (2007) yanı sıra Sout ve C.Buscot (2009), genel olarak yerel işletmelere veya topluluğa olan yatırımlara odaklanan, tam teşekküllü bir SSY kategorisi olarak tanımlamaktadır. Paylaşım fonları gelirlerini "sosyal veya çevre savunan aktif kuruluşlara veya insani örgütleri " dağıtır. Hedeflenen fonlar veya "dayanışma" fonları, geleneksel finansal kurumların yardımından faydalanmayan yerel projelere kaynak sağlamaktadır. Gendron ve Bourque (2003) amacı "Yerel ekonomilerin ve toplulukların canlandırılması" olan komünöter yatırım ve amacı " yakın çevrede istihdam yaratmak " olan sermaye gelişimi yatırımlarını ayırt ederler (Revelli,2012: 46-47).

Böylece, SSY: Dayanışma yatırımı ve sorumlu yatırım içerisinde iki ana akımı ifade etmektedir. Birincisi, faydalarının bir kısmını dayanışma eylemlerine, ikincisi araştırma, sosyal ve çevresel kriterlerin yerine getirilmesi ile aynı zamanda finansal performansı odaklanarak farklılık oluşturur (Pagès, 2006: 14).

### 1.1.4. Sosyal Sorumlu Yatırımın Tarihçesi

SSY hareketi ilk olarak, 20. yüzyılın ortalarında hissedar aktivizmi hareketine başlanmadan önce, bireysel yatırımcıların dini inançlarından etkilenen "etik" kavramı etrafında inşa edilmiştir. Tarihsel kökeninin gerçekten de 17. yüzyılda, üyelerine Quaker adı verilen "Dostların Dini Topluluğu" hareketinin oluşturulmasıyla kurulduğunu kabul etmek mümkündür. Bu hareket 18. ve 19. yüzyıllar boyunca gelişerek inançlarını köleliğe ve silah satışına karşı mücadeleden alkol tüketimine karşı mücadeleye, kadın haklarının ortaya çıkmasına ve çevrenin korunmasına kadar genişlemiştir. Quaker'ların başlattığı hareketin ardından etik yatırımlar finansal piyasalara yayılmış ve özellikle herkesin erişebileceği yatırım fonları şeklinde kurumsallaşmıştır. "Günah hisse senetleri" olarak adlandırılan belirli türlerin dışlanmasına dayanan ilk etik fonlar bu şekilde ortaya çıkmıştır. Oluşturulan ilk etik fon Pioneer Fonu'dur. Bu fon, gibi etik dışı kabul edilen sektörlerle dayalı tüm hisse senetlerini yatırım kararlarının dışında tutmaktadır (Revelli, 2013: 80).

Kanada'da ilk fon 1986 yılında geliştirilmiştir. Aynı zamanda, yönetim profesyonelleri bu yeni talebe kulak vermeye başlamıştır böylelikle yeni bir endüstri ortaya çıkmıştır. 1982 yılında Boston'daki Franklin Research & Development Corporation tamamen SRI'ya adanmış

ilk fon yönetim şirketi olmuştur. Bu şirketin kurucuları aynı zamanda SRI borsaları ve hizmetleri için ilk forum olan Sosyal Yatırım Forumu'nu da oluşturmuştur. Avrupa'da SRI'nin gelişimi kıtanın kültürel çeşitliliğine uyum sağlamış ve 1980'lerin ortalarında Birleşik Krallık SRI'yı basitleştirilmiş etik yatırım biçimiyle benimsemiştir. İlk etik fon 1984 yılında piyasaya sürülmüştür. Emeklilik fonları ve dini cemaatler Kuzey Avrupa'da SRI'nin gelişiminde önemli bir rol oynamıştır. Son on yılda SRI, Amerikan şirketlerinin istihdam uygulamaları gibi yeni çevresel ve sosyal konuları dikkate alarak kapsamını genişletmiştir. Sosyal Yatırım Fonu tarafından 1995 yılında yapılan bir anket, Güney Afrika seçimlerinden önce bile sosyal yatırımcıların seçimlerini daha çeşitli kriterlere genişletmeye başladıklarını göstermiştir. Onlar için önemli olan artık kendi değerlerine, zaman içinde değişen değerlerine göre yatırım yapmaktır ( Foucault, 2006: 10).

İlk sorumlu endeksler ve kalite sertifikaları ile sosyal açıdan sorumlu yatırım fonları tüm dünyada ortaya çıkmıştır. Bu fonlar, SSY ve süreçlerini tanıtmayı amaçlar. Bu yeni fonların yönetimi, derecelendirme kuruluşlarında uzmanlaşmış analistler ve ekstra finansal danışmanlık hizmetleri sunan şirketler gibi yeni aktörlerin yardımını gerektirmektedir. Bu nedenle, 20. yüzyılın sonu, şirketlerin ekstra finansal performansına ilişkin bilgi iletişiminin doğuşuyla eş anlı yaşanmaktadır. 21. Yüzyıla ise finansal krizler ve piyasada bir düşüş damgasını vurmuştur. SSY fonları, geleneksel fonlara eşit veya bileşimlerindeki sektörel dengesizlik düzeltildiğinde daha iyi performans göstererek, krizin aşılmasına yardımcı olmuşlardır. Kapitalizme olan inancın yitirildiği bu zamanlarda, SSY'nin çok sayıda finans uzmanının dikkatini çektiği ifade edilir. 2002 yılı boyunca, bağışçı sayısındaki genişlemeyle birlikte teklifte bir artış ortaya çıkartmıştır. Avrupa'da bu hareketin gelişimi ile ilgili olarak, ilk etik fon, Ansvar Aktiefond Sverige, 1965'te İsveç'te ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte, Avrupa'nın SSY pazarında gerçekten ivme kazanması 1990'ların başındadır. Sürdürülebilir kalkınma hareketinin ve ilk sürdürülebilir fonların (finansal karlılık ile beraber sosyal ve çevresel performansı birleştiren ilk fonlardır) gelişiminin bir sonucu olduğu görülmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nden farklı olarak, yeni çevreci fonlar özellikle popülerdir (Margot, 2017: 9).

## 1.2. İslami Finans

İslami finans, yaygın olarak "Şeriat" olarak bilinen Kuran yasalarına dayanarak, hukuk ve içtihat ilke ve kurallarına saygı gösteren tüm finansal ve ticari faaliyetleri kapsamaktadır. Bu faaliyetler, usulsüz menfaatin yasaklanması (Faiz), aşırı riskin yasaklanması (al-gharar), spekülasyonun yasaklanması, gerçek varlıklar dayalı olma, kâr ve zarara katılma, sahip

olunmayan malı satma yasağı ve Şeriata göre yasadışı etkinliklerin yasaklanması gibi İslami ilkelere saygı gösteren "helal" ürünlere dayanmaktadır.

İslami finans sistemi esas olarak iki taraf arasındaki sözleşmelere dayanmaktadır, birincisi fon sağlayıcı (banka veya yatırım fonu) ve ikincisi fon kullanıcısı (girişimci veya birey).

## **1.2.1. İslami Finans Kavramları, Kaynakları ve Tarihi**

### **1.2.1.1. Temel Kavramlar**

İslami finansın daha iyi anlamak için, İslam ekonomisi, İslami Finans ve İslami Banka kavramlarını tanımlamak önemlidir.

#### **1.2.1.1.1. İslam Ekonomisinin Tanımı**

İslam ekonomisi, “ekonomik problemleri ve insanın kendisiyle ilgili davranışını İslami bakış açısıyla anlamaya çalışmak için gösterilen sistematik bir çabadır”(Khurshid, 1992: 19). İslam ekonomisi "İslam'ın değerlerine bağlı bir nüfusun ekonomik sorunlarını inceleyen bir sosyal bilim" dir (Mannan, 1986: 18).

#### **1.2.1.1.2. İslami Finansın Tanımı**

İslami finans, ahlak ve sosyal sorumluluk özelliklerine sahip olması nedeniyle finansın ötesine geçen bir ihtiyacı karşılayabildiğinden etik finansın bir parçasıdır (Guéranger, 2009: 9).

İslami finansın daha eksiksiz bir tanımına göre, “İslami finans, araçların, kurumların, piyasaların ve altyapının tasarım ve işletilmesinin Şariat kurallarına ve ilkelerine uygun olan sözleşmelere ve yönetim şartlarına dayandığı küresel finansal sistemin bir bileşenidir " (Sundararajan 2011: 3).

Dolayısıyla, İslami finansı, belirli finansal yapılanma tekniklerini kullanan bir alternatif finans biçimi olarak tanımlayabiliriz. Geleneksel finansla birçok ortak noktası olmakla beraber, aralarında ciddi farklılıkları vardır. Bununla birlikte finansal performans açısından aynı hedefleri takip eder. Bu nedenle, "şariat" terimi ile belirlenen İslami yasalara saygı gösterirken mal ve hizmetlerin finansmanını mümkün kılan finansal ve yasal teknikler kümesidir. İzin verilmiş ürün veya ilkelere genel olarak "helal" denilirken ve yasaklananlara "Haram" diye nitelendirilir.

### 1.2.1.1.3. İslami Bankacılığın Tanımı

İslam bankası, "ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmak için Şeriat'a göre yatırım yapmak üzere para toplayan parasal ve finansal bir kurum" olarak tanımlanmaktadır. Daha geniş bir perspektiften bakıldığında, İslami bankacılık "şeriat öğretileriyle uyumlu olan ve uygulamaları İslam ekonomisinin gelişmesinin yararına olan bankacılık sistemi ve faaliyetleri" anlamına gelir".

İslam ekonomisi, İslami finans ve İslami bankacılığın tanımından, bunların birbiriyle ilişkili olduğunu görüyoruz. Gerçekten de İslami finans reel ekonomiye dayalı çeşitli bankacılık hizmetleri ve enstrümanları sunmaktadır ve hedefi Şeriat'ın öğretilerini uygun olarak etik ve sosyal çerçevede ikincisinin geliştirilmesidir.

### 1.2.1.2. İslami Finansın Teorik Kaynakları

İslami finans İslam hukukunun kaynaklarına dayanmaktadır. Geleneksel olarak, İslam hukukunun kaynakları iki bölüme ayrılır: ana kaynaklar ve ikincil kaynaklar (Jouaber-Snoussi 2012:5).

#### 1.2.1.2.1. Ana Kaynaklar

- Kur'an: Şeriatın ana ve baskın kaynağıdır. Kuran'ı oluşturan bölümler ve ayetler, ister genel ister ekonomik olsun, bütün Müslümanların uyması gereken kural ve ilkeleri ortaya koymaktadır (Jouaber-Snoussi 2012: 6).
- Sünnet: Peygamberin aktardığı tüm öğretileri, sözleri ve eylemleri bir araya getiren bir ilimdir. Sünnet, Kur'an tarafından ele alınmayan konuları kapsadığı için Şeriatın bir kaynağı olarak Kabul edilir (Alioui, 2012: 6).

#### 1.2.1.2.2. İkincil Kaynaklar

- İcma: teknik olarak Müslüman hukukçuların hukuk açısından fikir birliğine varmasını ifade eder. Uygulamada İcma, Kur'an veya Sünnet'te bir davaya hükmedecek hiçbir şey yoksa kanıt görevi görür (Smith, 2009: 1).
- İctihad: Özellikle Kur'an'da ya da Sünnet'te bahsedilmeyen ya da ele alınmayan hususlarda, yasal çözümü çıkartabilmek için Müçtehitlerin uyguladığı "akıl yürütme çabası" ya da yorumunu ifade eden bir terimdir.
- Kıyas (karşılaştırmalı muhakeme): Bu muhakeme, dini metinlerde bahsedilmeyen hukuki bir konu söz konusu olduğunda kullanılır. Bu konu hükmü belli olan benzer bir konu ile karşılaştırılır. Karşılaştırma, illetin ortak bir nedenine dayanmaktadır ve aynı illete sahip olan bu iki duruma aynı hüküm uygulanır. Bu kurallar bir şekilde

inanınların çatışmalar veya sosyo-kültürel veya ekonomik sorunlar sırasında nasıl davranacaklarını bilmelerini sağlayan bir rehberdir (Bouthır,2016:6).

### **1.2.1.3. İslami Finans Tarihi**

#### **1.2.1.3.1. İslami Finansın Ortaya Çıkışı Ve Evrimi**

İslami finans endüstrisi son 30 yılda güçlü bir şekilde büyümüştür. Bununla birlikte, kökeni çok eskidir, 7. yüzyılda İslam'ın doğuşuna kadar uzanır. Ancak bugün İslami Finans olarak bilinen İslami finans kavramı, İslam'ın ilk günlerinde mevcut değildir (Patel ve diğerleri, 2001: 19).

İlk aşamada, Peygamber döneminde, finansal uygulamalar kutsal metinlere dayanmaktadır. Daha sonraları, ilk asırların hukukçuların çabalarıyla daha resmi ve düzenli hale gelmiştir.

Modern İslami finans sektörü ise 1960'larda, büyük ölçüde geleneksel Batı ekonomisine alternatifler düşünen Müslüman iktisatçıların çabaları sayesinde ortaya çıkmıştır. İslami finans hızla gelişmektedir ve genel yatırımcıların yanı sıra büyüyen Müslüman nüfusuna hizmet etmek için gelişmeye devam etmektedir.

İlk İslami banka 1963'te Mısır'da kurulmuştur. Küçük Mit Ghamra kasabasında Ahmed Al Naggar tarafından, fonları tarım projelerini finanse etmek amacıyla tasarlanan bir tasarruf bankası olarak kurulan bankadan edilen bu deneyim genellikle İslami finans sisteminin başlangıç noktası olarak sunulmaktadır (Martens,2001: 482). Bu girişim, 1969'da birkaç İslami kuruluşun yaratılmasına ilham vermiştir. İkinci deneyim ise, Birleşik İslami bir fon olan Tabung Haji'nin oluşturulmasıyla Malezya'da doğdu. Bu fon, Şeriat'a uyumlu bir tasarruf ve yatırım sistemi ile Mekke'ye giden hacılara mali yardım sağlamaktadır. Halen İslam'ın ilkelerine göre ihtiyaç sahibi olanlara bankacılık hizmeti sağlayarak Malezya'nın kalkınmasında çok önemli bir rol oynamaktadır.

1970'lerin petrol krizi sırasında, yükselen petrol fiyatları Arap ülkelerindeki yatırımcıları büyük oranda para yatırmaya itmiştir. Bu fon akışı ile karşı karşıya kalan İslam hukuku (Şeriat) ile uyumlu bankalar yaratmaya ihtiyaç duyulmuştur. Körfez ülkelerinde ilk İslami bankacılık prosedürlerini şekillendirmek için ilahiyatçıları, hukukçuları, ekonomistleri ve bankacıları bir araya getiren çok sayıda sempozyum düzenlendi. 1969'da Cidde'de (Suudi Arabistan) İslam İşbirliği Örgütü'nün doğması, büyük İslami finans kurumlarının gelişiminin hızlanmasına büyük katkıda bulundu. Böylece, 1973 yılında İslam İşbirliği Örgütü İslam Kalkınma Bankası'nı kurmaya karar verir. Bu banka Cidde merkezlidir, tahmini sermayesi 2,277 milyon dolar olup 56 üye ülkeden oluşmaktadır. Ana misyonu İslami finansman teknikleriyle kalkınma yardımıyla (yoksulluğun azaltılması, altyapı ve sosyal projelerin



finansmanı) bulunmaktadır<sup>6</sup>. Daha sonra, 1975 yılında, ilk evrensel sivil İslam bankası olan Dubai İslam Bankası doğdu. Aynı dönemde, benzer İslami bankaların sayısı hızla arttı: 1977'de Kuveyt Finans Evi ve Mısır'daki Bank Faysal, 1978'de Ürdün'deki İslam bankası ve Bahreyn'deki İslam bankası....Bu bankaların kurulmasındaki amaç, dünya genelinde İslami finansal standartlar ve ilkelerin koordinasyonu idi. 1979'da Pakistan, finansal sisteminin kademeli olarak İslamlaştırılması sürecine giren ilk devletti. Bugün Pakistan'daki tüm bankalar İslami bankadır. Pakistan'dan sonra, İran 1983'te aynı yolu takip ederek İslami devrimden yararlanıp bir kerede topraklarında bulunan tüm bankaları İslami banka haline getirdi. Bu iki ülkeyi 1984 yılında Sudan izledi (Ibrahima,1994: 5).

Seminer ve konferanslar düzenlemeye başlayan araştırma merkezlerinin çoğalmasıyla 1980'lerden itibaren artan bir ilgi gerçekleşecektir. Bu dönemde ilk akademik dergiler gelişti. Uluslararası bankalarını vuran borç krizi, İslami finans sisteminin direncini ortaya koyup ününü yükseltti (Beauge ve Chatelus, 1990). Bu dönemden itibaren, İslami finans kendi başına bir sistem olarak dünya çapında tanınmış ve geleneksel finansal dünyasında yavaş yavaş yayılmıştır (Erragraguy,2015: 190).

Mart 1981'de, İslami bankacılık hizmetleri (mevduat, kredi, fon ve portföy yönetimi vb.) sağlayan "Dar Al Maal Al Islami" adlı Müslüman yatırımcılar derneği kuruldu. Dünyada çok güçlü bir grup haline geldi, 1983 yılında 3 bankanın (Massraf, Faysal, Al Islami) kurulmasıyla Afrika'da kurulmasını gerçekleştirdi. Daha sonra dünyada birçok finansal kurum kuruldu. Bunlar arasında şunu da belirtmek gerekir ki: Müslüman olmayan bir ülkede kurulan ilk uluslararası banka 1980'de Lüksemburg'da kurulan uluslararası İslami yatırım ve kalkınma bankası olmuştur.

1990'larda İslami Perakende Bankacılığı genişledi ve İslami finansal aracısızlığın doğuşu, borç ekonomisinden finansal piyasa ekonomisine geçiş gerçekleşti. Bu yıllarda İslami finans kurumları gittikçe daha yapılandırılmış hale geldi ve çalışma kuralları geliştirildi. Böylece aynı dönemde yeni pazarlara açılma ve ilk yatırım fonlarının geliştirilmesi sağlandı. İlk Dow Jones ve FTSE İslami borsa endeksleri 1990'ların sonlarında piyasaya sürüldü ve amacı Şeriat yasasına uyarak sofistike finansal araçları çoğaltmak olan İslami finans mühendisliğinin gelişmesine eşlik etti. Bu hareketi desteklemek için, İslami Finansal Kurumları (IFK) daha da yapılandırmak üzere Bahreyn Krallığı'na dayanan bir yapı olan İslami Finansal Kurumların Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (IFKMDO) çalışma kurallarını geliştirdi ve uyumlu hale getirdi. Bu kurum 1991 yılında İslam Kalkınma Bankası tarafından İslami finans piyasalarının uygulamasına uygun muhasebe standartlarının yanı sıra yönetim ve etik kurallar oluşturmak için kurulmuştur. İslami finans aktörleri tarafından

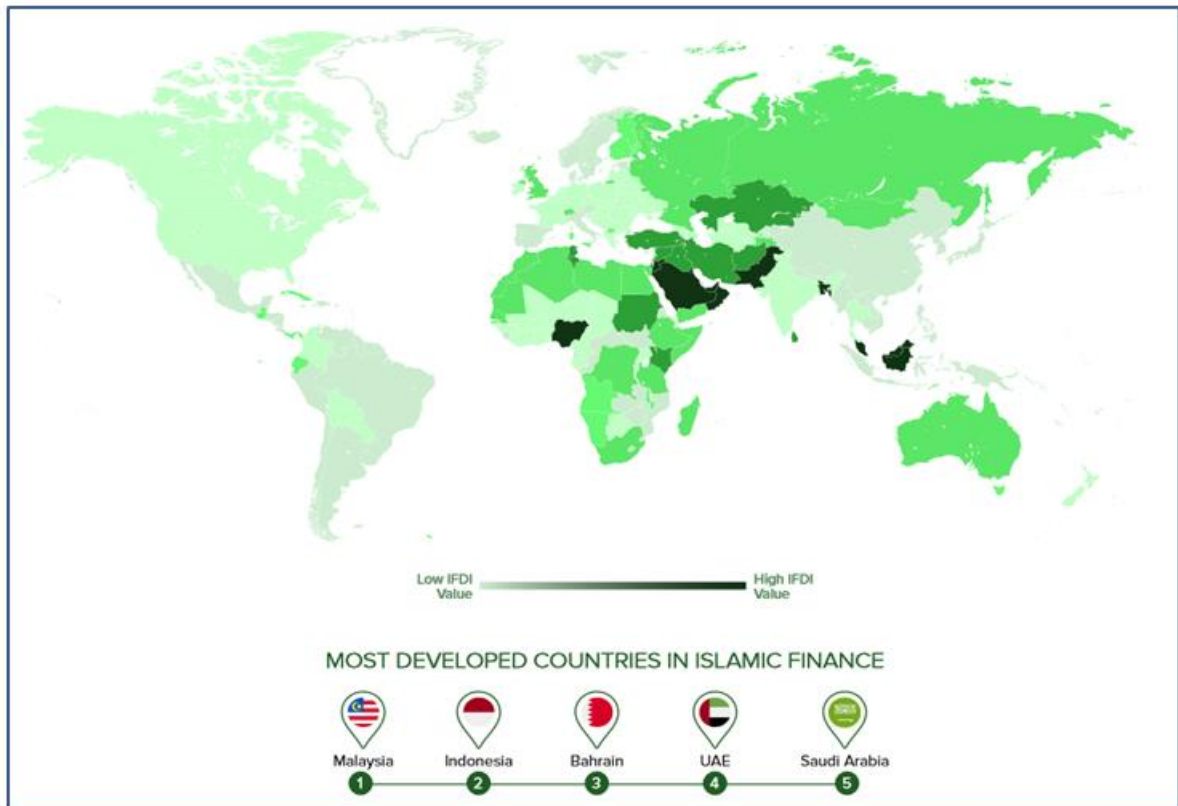
---

<sup>6</sup> www.isdb.org

kuralların standardizasyonu konusunda itici bir rol oynadığı kabul edilmektedir (Dhafer, 2010: 23-24).

2000'li yıllarda İslami finans, küresel bir konu haline gelerek Müslüman dünyasının coğrafi sınırlarının ötesine geçti. Bu dönemde birçok banka ve finans kurumu (Citigroup, HSBC gibi,...), dünya çapında İslami finansörler olarak adlandırılan ürün ve hizmetler sunmaktadır. 2002'de İslami Finansal Hizmetler Konseyi'nin (IFSB: Islamic Financial Services Board) İslami finansın uluslararası finansa entegrasyonunu kolaylaştırma amacıyla ortaya çıktı. Kuala Lumpur'da (Malezya) açılan bu kuruluş, uluslararası standartları şeriat ilkelerine uyarlamaktadır. Böylece İslami finans kurumları için ihtiyati kurallar belirlemektedir. IFHK, 37 düzenleyici ve denetleyici otoritenin yanı sıra 29 ülke, Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası, Uluslararası Yerleşimler Bankası, İslam Kalkınma Bankası, Asya Kalkınma Bankası ve 108 pazar aracısı dahil 150 üyeye sahiptir.

İslami finansın uluslararasılaşmasıyla birlikte Batı ülkelerinde birkaç İslami banka ortaya çıkmıştır. 2004 yılında kurulan Britanya İslam Bankası, ilk batı İslam bankasıdır. Bunu diğer bankalar izlemiş, birkaç İslam bankası ülkede şubeler açmıştır. Bugün Birleşik Krallık, Batı'da İslami finansın gelişiminde liderdir.



Şekil 1.1 İslami finans gelişme göstergesi

**Kaynak:** Islamic Finance Development Indicator, 2020: 9

2007 yılında, İslami finans piyasası 1 trilyon dolara ulaştı ve 60'tan fazla ülkede 450'den fazla finans kuruluşun büyüme oranı % 12 ile % 15 arasında değişti. Sukuk (İslami yükümlülük) ve tekafül sözleşmesi (sigorta) gibi yeni İslami finansal ürünler ortaya çıktı. Sukuk en hızlı büyüyen İslami finansal üründür. 2011 yılında, % 20'si egemen olan sukuklar değeri 85 milyar ABD doları civarında olduğu tahmin ediliyor. En yüksek tutar Malezya'da bulunmaktadır.

2008 yılında International Financial Services London'un (IFSL) raporuna göre, Şariat uyumlu varlıkların 2007'de kaydedilen 758 milyar \$ 'a kıyasla % 25 artışla 951 milyar \$ olduğu tahmin ediliyor. 2011 yılında varlıklarda 1 trilyon \$ a yakın olduğu tahmin edilmektedir, Şariat uyumlu işlemlerde yükseliş eğilimini teyit etmiştir.

2011 yılında " The Banker " incelemesine göre, İslami finans kurumlarının sayısı 435 olup, buna İslami ürünler sunan iştirakleri ile 191 geleneksel kurum eklenmiştir. 2011 yılında İslami bankaların varlıkları, geleneksel bankaların varlıklarından %50 daha fazla büyüyerek 1300 milyar doları aşmıştır. 2013 yılında Thomson Reuters tarafından sunulan İslami Finans Gelişim Raporu, İslami finans kurumlarının sayısının 1.000 kurumu aştığı ve toplamda 1.3 trilyon doları aşan bir varlığa tekabül ettiğinin altını çizmiştir.

**Tablo 1.1 İslami Finansın Son Gelişmeleri**

<b>Birleşik Krallık</b>	2010: İngiltere'de İslami finansmanı ve kurumsal sukuk ihracını desteklemek amacıyla Hazine tarafından 2000 Yılında çıkarılan Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası doğrultusunda 2010 Genelgesi çıkarıldı.
	2012: İngiltere Hükümeti, Londra'nın İslami finans için Batı merkezi statüsünü güvence altına almak amacıyla bir İslami Finans Görev Gücü başlattı.
	2013: Londra, İngiltere Başbakanı'nın 2014 yılında bir Sukuk ihraç etme ve Londra'yı küresel İslami finans merkezi haline getirme planlarını açıkladığı Dünya İslam Ekonomik Forumu'na ev sahipliği yaptı.
<b>Fransa</b>	2009: Fransız Medeni Kanununun tröst oluşumuna ilişkin 2011 yılı madde değişikliği, Fransa dışında sukuk ihraç edilmesine izin verilmesi yönünde önemli bir adım olarak yorumlandı.
	2010: Tutarsızlıkların giderilmesi amacıyla Sukuk, İcar, istisna ve murabaha'yı kapsayan vergi düzenlemelerinin revize edilmesi.
<b>Lüksemburg</b>	2010: Lüksemburg Vergi Dairesi, murabaha ve sukuk işlemlerinin vergi muamelesini netleştirmek ve geleneksel ürünlerle aynı vergi muamelesinden faydalanmalarını sağlamak için bir genelge yayınladı.
	2011: Lüksemburg'un FSDK (Finans Sektörü Denetleme Komisyonu)'si, Şariata uyumlu yatırım fonları için özel bir mevzuat gerekmediğini açıklayan bir not yayınladı, çünkü Lüksemburg'un yürürlükteki kanunu hiçbir engel içermemektedir.
<b>Almanya</b>	2012: Alman bankacılık düzenleyicisi Frankfurt'ta farklı İslami finans ürünlerinin vergi muamelesinin tartışıldığı bir İslami finans konferansına ev sahipliği yaptı.
<b>Hong Kong</b>	2014: Hong Kong ilk İslam tahvil ihracında 1 milyar dolar topladı.
<b>Rusya</b>	2016: İlk İslam Bankası olan, Ortaklık Bankacılığı Merkezi'ni açtı.

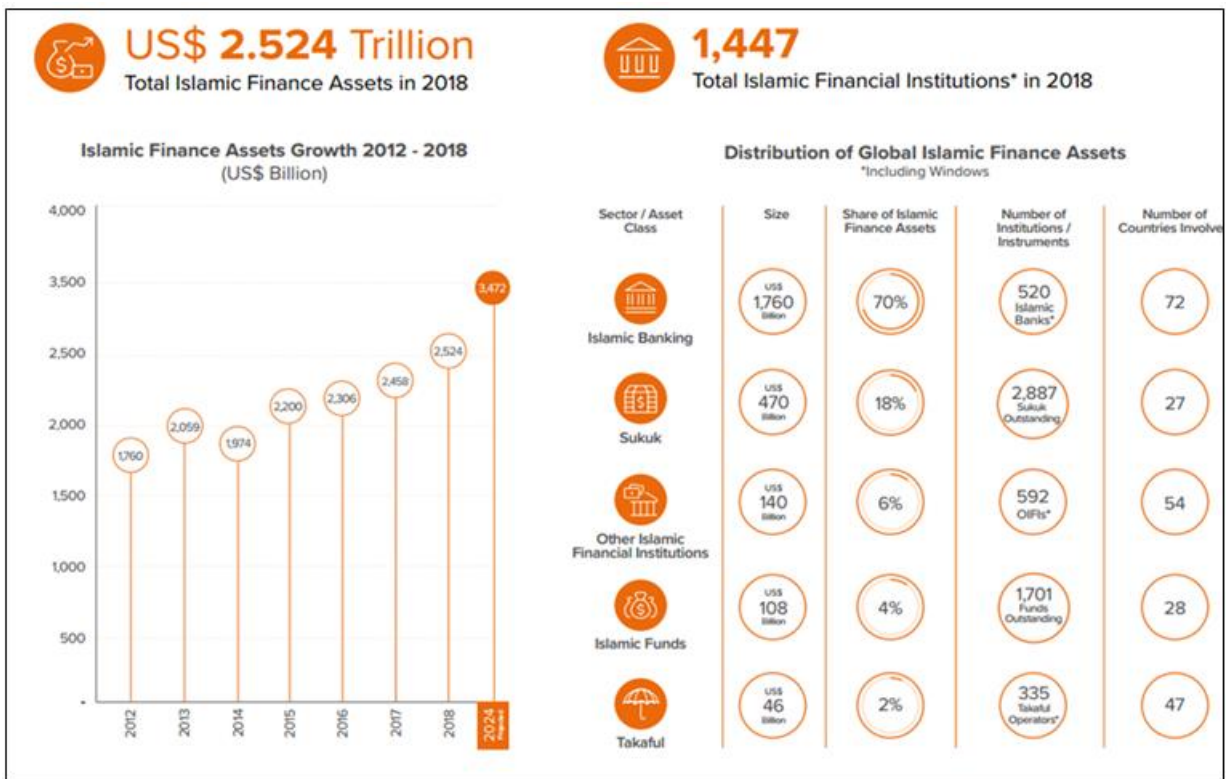
**Kaynak:** Zamir Iqbal, PhD. Introduction to Islamic Finance & Banking. World Bank. Istanbul, Turkey March 2, 2017

### 1.2.1.3.2. Güncel Eğilimler: Rakamlarla İslami Finans

#### 1.2.1.3.2.1. Potansiyel Pazar büyüklüğü ve büyüme

Bu sektör, finans sektöründe en hızlı büyüyen ve en dinamik alanlardan biri olacak şekilde son yirmi yılda çok hızlı büyümüştür. 2019 İslami Finans Gelişme Raporu'na göre, İslami finans sektörünün varlıkları % 3 artışla, 2017'de 2,4 trilyon dolardan 2018'de 2,5 trilyon dolara ulaştı.

İslami finans endüstrisinin her bir bölümünün performansını ve ekosisteminin gelişimini göz önünde bulundurarak, finansal bilgi ajansı Thomson Reuters, son raporunda, 2024 yılına kadar sektörün bileşik yıllık büyüme oranının (CAGR) 2018'e göre % 5,5'e tekabül eden 3.5 trilyon varlık potansiyelini ulaşacağını tahmin etmektedir.

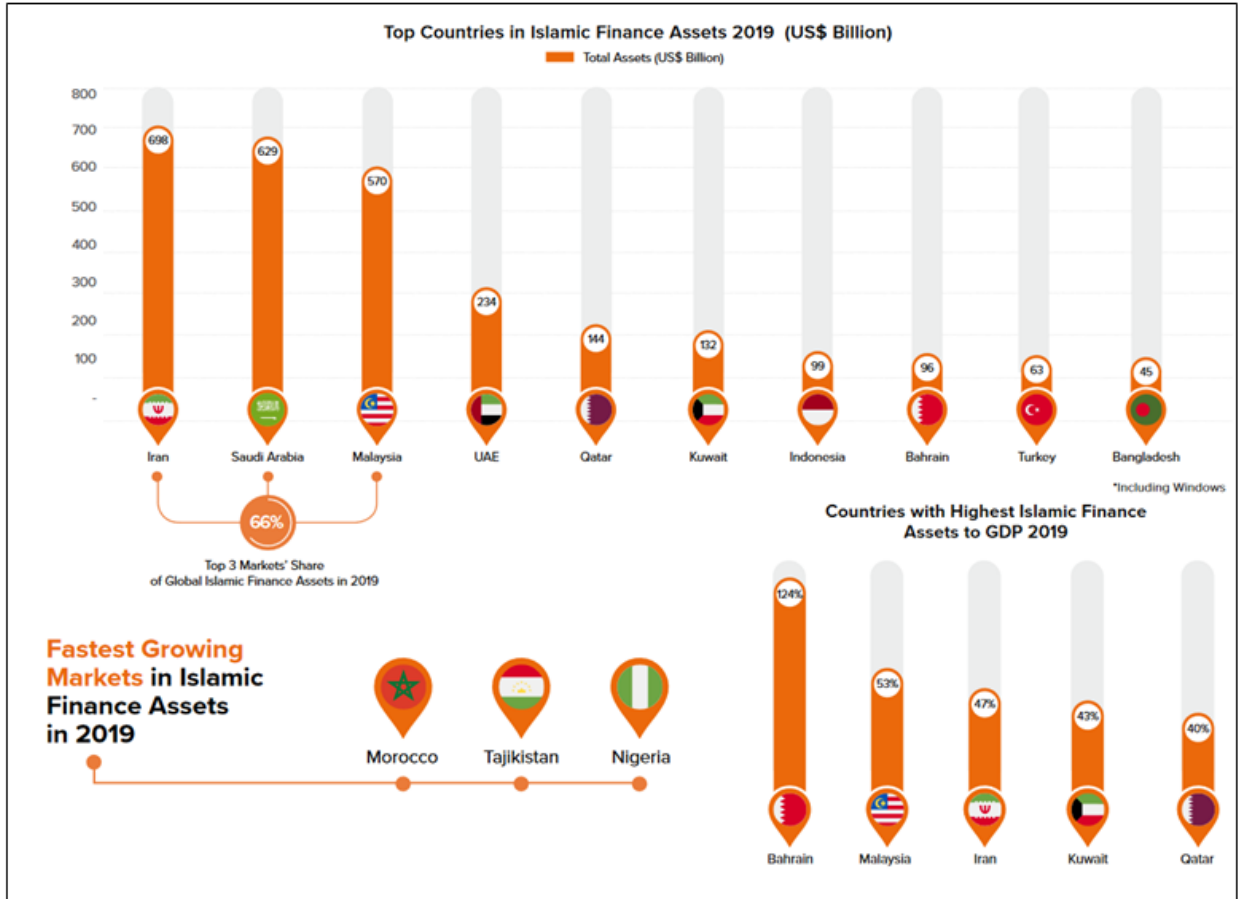


Şekil 1.2 Küresel İslami finans piyasası

Kaynak: Islamic Finance Development Report 2019, 24

#### 1.2.1.3.2.2. Coğrafik Dağılım

Ortadoğu ve Güneydoğu Asya İslami finans pazarına hâkim durumdadır. İslami finans varlıkları açısından, İran 698 milyar dolar, Suudi Arabistan 629 milyar dolarlık varlık ile en büyük pazardır ve onu Malezya (570) milyar dolar) ve UAE (234 milyar dolar) takip etmektedir.

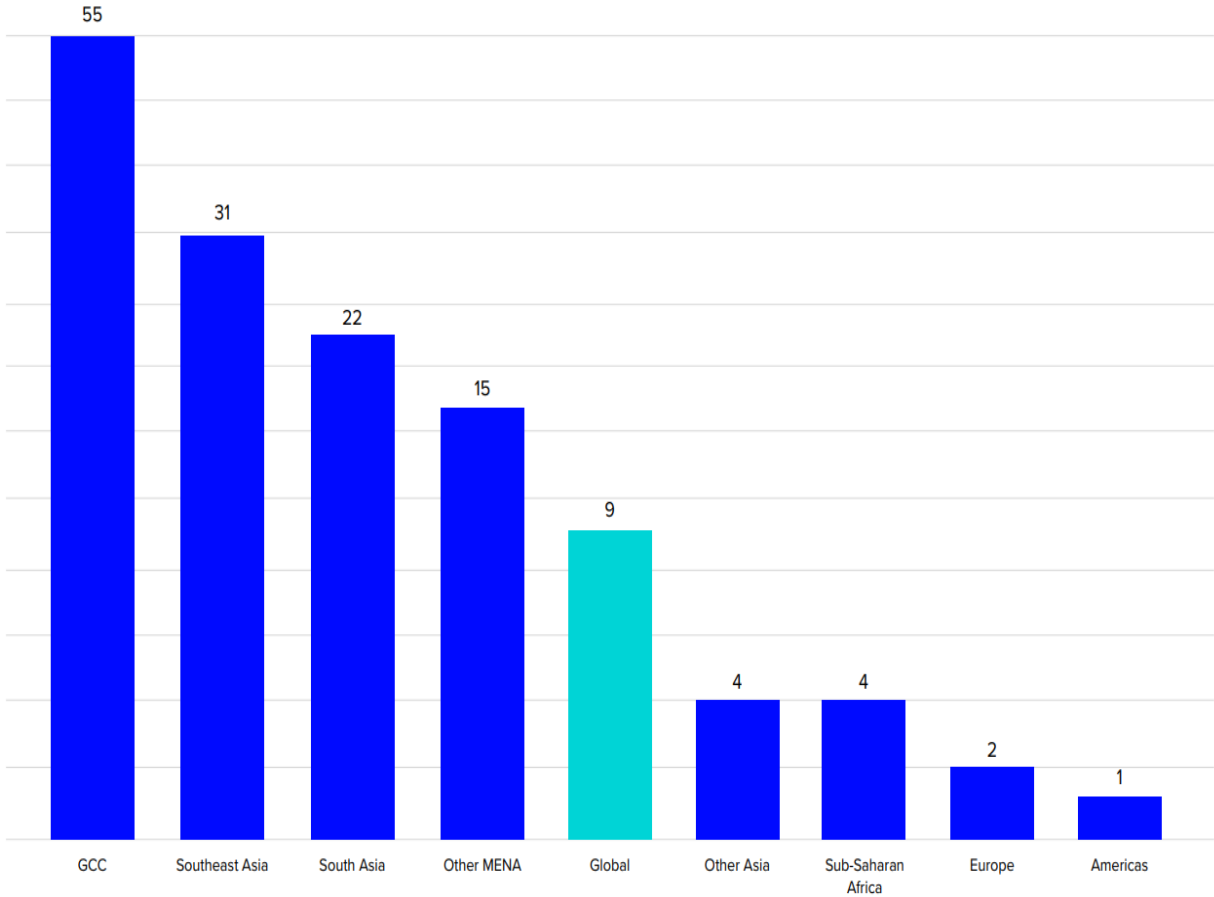


Şekil 1.3 Ülkelere göre İslami finans varlıkları

**Kaynak:** Islamic Finance Development Report 2020, 23

İslam dünyası dışında, İslami pazar en çok İsviçre, İngiltere, Hong Kong ve ABD'de gelişmektedir. Bununla birlikte, İslami finans, tarihi sınırlarının ötesinde yeni bölgelere taşınmaktadır. Batı ülkelerindeki müşteri tabanı sadece Müslümanlar ile sınırlı değildir; diğer müşteriler İslami kaynağın etik temelinden etkilenebilmektedir. İslami finansın geliştiği diğer pazarlar:

- ✓ Orta Doğu ve Afrika'da Mısır, Ürdün, Kenya, Fas, Nijerya, Güney Afrika, Sudan ve Türkiye gibi diğer ülkeler.
- ✓ Brunei, Çin, Endonezya ve Singapur gibi diğer Asya ülkeleri.
- ✓ Avustralya ve Lüksemburg gibi İslami finans merkezleri olarak gelişmekte olan gelişmiş ülkeler. Fransa, Almanya, İngiltere ve ABD'nin her biri 5 milyona kadar yerli Müslüman nüfusa sahiptir; Rusya, 16.5m ile Avrupa'nın en büyüğüdür. İslami finans varlıkları hala başta GCC ülkelerinde olmakla birlikte, özellikle Hong Kong, Lüksemburg, Güney Afrika ve Birleşik Krallık'ta sukuk ihraçları olmak üzere sektöre katılım sektörün daha da büyümesi ve gelişmesi için önemlidir.



**Şekil 1.4 İslami Finans Gelişme Göstergesi Bölgelere Göre Ortalama Puanları**

**Kaynak:** Islamic Finance Development Report, 2022: 13)

#### 1.2.1.4. Sektör Faaliyeti

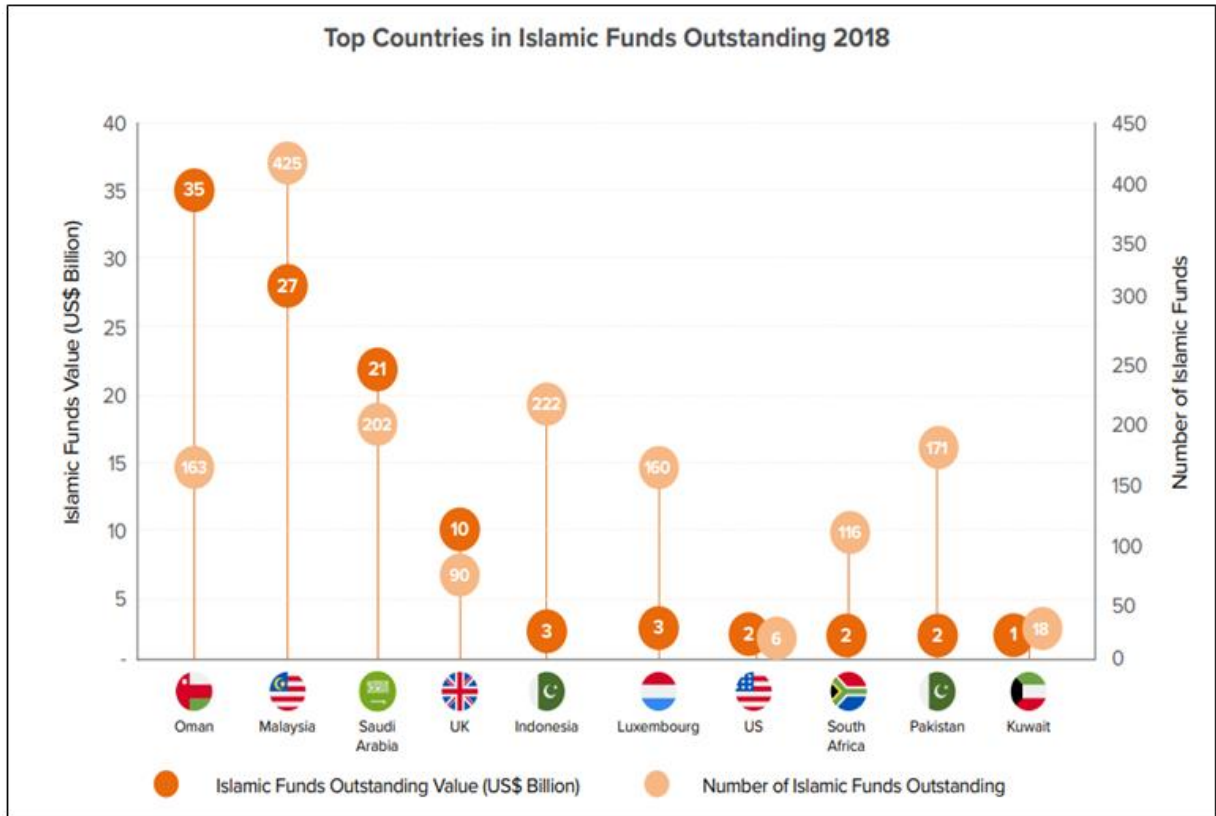
İslami finans çok çeşitli hizmetleri kapsamaktadır: Bankacılık hizmetleri, sukuk, yatırım fonları, tekaful ve diğer İslami finans kurumları.

Toplam sektörün % 70'ine sahip olan İslami bankacılık sektörünün sahip olduğu varlıklar % 2 oranında artarak 2018'de 1.76 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır.

İslami sermaye piyasalarında (Sukuk) işlem gören varlıklar, 2018'de % 10 artarak 470 milyar ABD dolarına veya sektörün toplam varlıklarının % 18'ine ulaşarak daha önemli bir büyüme kaydetmiştir. Sukuk, İslami finans endüstrisine en fazla katkı sağlayan araçlar arasında ikinci sıradadır. 2018 ve 2019'da vakıf, blockchain tabanlı sukuk ve altın gibi yenilikçi sukuk formları ve yapıları ortaya çıkmıştır. Bu yapılar Malezya'da 2017 yılında başlatılan ve o zamandan beri yeni pazarlara genişleyen yeşil sukuktur.

Gayrimenkul veya finans teknolojisi de dahil olmak üzere diğer finansman faaliyetlerini içeren diğer İslami finans kurumlarının segmenti, 2018 yılında % 2 oranında azalmış ve sektörün toplam varlıklarının % 6'sını temsil ederek 140 milyar ABD dolarına düşmüştür.

Aynı zamanda, İslami yatırım fonlarının varlıkları 2017'de 120 milyar dolara veya İslami finans'ın toplam varlıklarının % 4'üne kıyasla % 10 azalarak 108 milyar dolara ulaşmıştır. Bunlar, yatırım fonları, emeklilik fonları, sigorta fonları ve Şeriat uyumlu ETF'leri içerir. Bu esas olarak 2018'de Asya hisse senetlerinin düşük performansının yanı sıra ılımlı küresel ekonomik koşulların sonucudur. Malezya ve Endonezya en büyük iki İslami fon piyasasıdır ve hisse senedi piyasaları 2018'de zarar etmiştir.



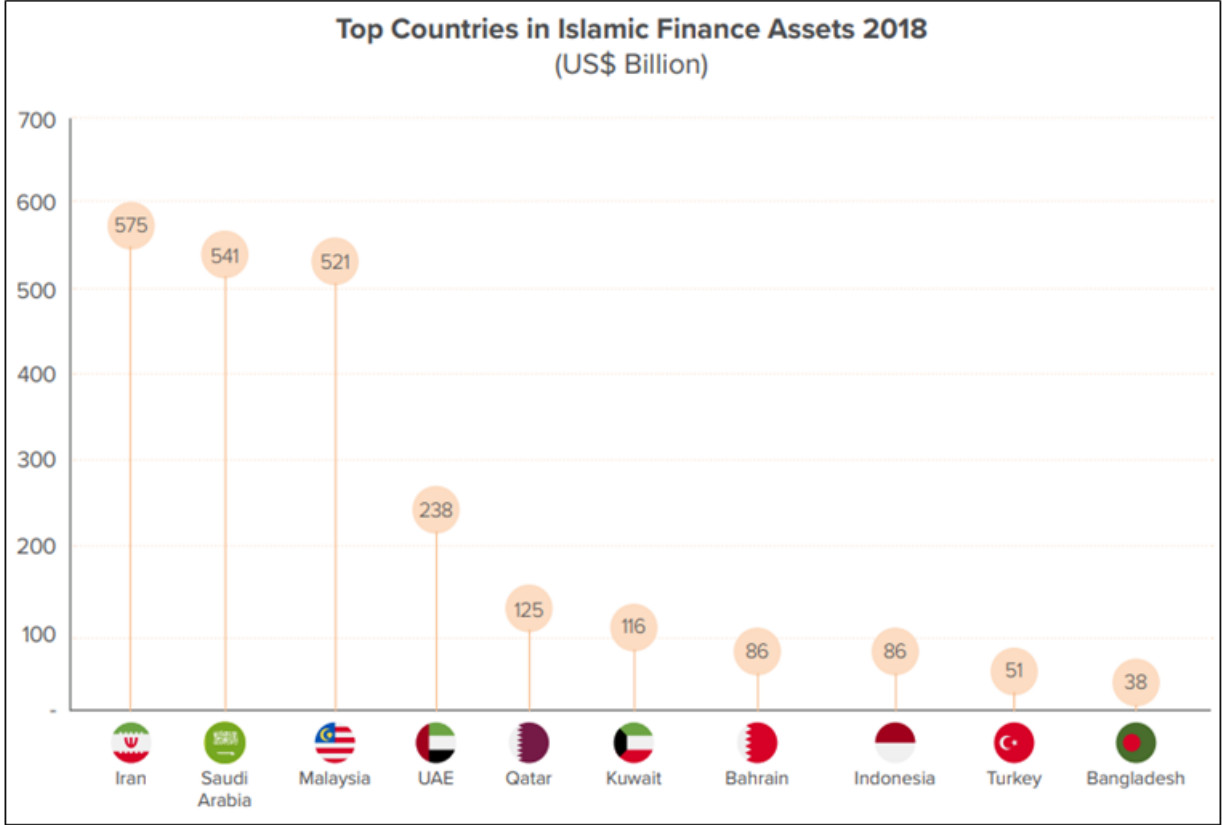
**Şekil 1.5 İslami fonlarda en iyi ülkeler**

**Kaynak:** Islamic Finance Development Report 2019, 45

Tekafül sigorta ile ilgili varlıklar, 2018'de % 1 artmış, hacimleri 46 milyar dolar veya toplam sanayi varlıklarının % 2'sine tekabül etmektedir.

2018'deki genel büyümede önceki yıllara kıyasla yavaşlamaya rağmen, bu üç ana sanayi pazarının her birinde yavaşlamalara bağlanabilir: 2018'de küresel İslami finans varlıklarının % 65'ini oluşturan İran, Suudi Arabistan ve Malezya 500 milyar doları aşan İslami finans varlıklarına sahiptir. Diğer bazı İslami finans piyasalarında önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Toplam küresel varlıklara 2.52 trilyon dolar katkıda bulunan 61 ülkeden üçü Fas, Etiyopya ve Kıbrıs yeniydi. Bu ülkelerin her biri, Fas'ta Umnia Bank ve Kıbrıs'ta Güven

Bankası gibi yeni oluşturulan İslami bankalar tarafından tutulan varlıklar oluşturmuştur. Her ikisi de 2017'de açıldı. Fas ayrıca ilk egemen sukuk'u Ekim 2018'de ihraç etmiştir. 2018'de Fas, Kıbrıs ve Etiyopya en hızlı büyüyen pazarlardan bazılarıydı.



Şekil 1.6 İslami finans varlıklarındaki en önemli ülkeler

**Kaynak:** Islamic Finance Development Report 2019, 25

### 1.2.2. İslami Finansın Prensipleri

İslami yaklaşımı geleneksel finanstan ayıran şey, sermaye ve emeğe verilen farklı değerdir. Basit bir borç veren-borçlu ilişkisi yerine, İslami finansal sistemi borç veren ile işletme sahibi arasında daha adil bir risk paylaşımına dayanmaktadır. Bu uygulama, İslami finansal modelin dayandığı beş temele bağlıdır: Faiz yasağı, Aşırı belirsizlik (gerçek ürüne dayalı olmayan) ve spekülasyon yasağı, meşru sektörlere yatırım zorunluluğu, kâr ve zararları paylaşma yükümlülüğü ve son olarak yatırımları reel ekonomide mevcut olan hakiki varlıklarla destekleme ilkesi.

#### 1.2.2.1. İslami Finansın Yasakları

İslami finans yasakları dört adettir. Bunlar: faiz, belirsizlik (al-gharar), kumar ve haram yatırım (gayri meşru yatırım).



### 1.2.2.1.1. Faizli İşlemlerin Yasaklanması (Faiz)

İslami finansın en önemli ilkelerinden biri faiz yasağıdır. Bu "Faiz" tam anlamıyla "bir şeyi artırmak ve büyütme" anlamına gelen "Raba" Arapça fiilinden gelmektedir (El-Gamal, 2010: 77).

Faiz ayrıca "borçlunun kredi verilen paranın kullanımını karşılığında alacaklıya ödediği tutar" <sup>7</sup>olarak da tanımlanmaktadır. Bununla birlikte, Faiz'in tanımına atıfta bulunursak, karşılıksız herhangi bir zenginleşmeyi ve daha kesin olarak herhangi bir "aynı cinsten, aynı neviden ve aynı etkin sebeple yönetilen iki veya daha fazla malın değişimi sırasında yasadışı kar veya kazanç sırasındaki karşılıklı faydaların değerindeki dengesizlikten kaynaklanan kazancı yasakladığı için çok daha geniş bir faaliyet alanını kapsadığını görüyoruz"(Guéranger,2009: 34).

İslam'daki faiz yasağı çok açık ve kesindir. Dört İslami yasal kaynak tarafından doğrulanmıştır: Kuran, Sünnet, kıyas ve icma. Bu konuda hiç şüphe yoktur.

Faiz konusu, İslam hukukunun eşitlikçi bir sözleşme yapma arzusunu temsil eder. Para gelir getirici olmamalıdır ve bu perspektiften, Peygamber Hz. Muhammed'in, alacaklının zenginleşmesini önlemek ve borç alanın fakirleşmesini önlemek için her türlü faiz biçimini (yüksek veya düşük) sıkı bir şekilde yasaklamış olması bundandır.

Sonuç olarak, İslam parayı, sadece zamanın geçmesi nedeniyle kendi başına gelir üretebilecek başka bir mal olarak kabul etmez. Başka bir deyişle, paranın sadece borç olarak verilmesiyle bir gelir elde edilemez. Ancak, borç veren, finanse ettiği mal veya faaliyetlerden elde edilen gelir yoluyla kredi için dolaylı ücret alabilir. Ücretlendirme, yalnızca borç verenin finanse ettiği varlık ya da sermaye ve emek birliğinin oluşturduğu gelir ile mümkündür. Bu şartlar sözleşmeyi yapan taraflar arasında eşitlik ve adalet ilkesi ile uyumludur. Bu sebeple bu şartlarda oluşturan kredi herhangi bir projenin ekonomik potansiyeline ve hatta sosyal ve etik etkilerine daha fazla odaklanır.

### 1.2.2.1.2. Belirsizliğin Yasaklanması (Al-Gharar)

Faizden sonra belirsizlik İslami finansta gözlenen ikinci büyük yasağı oluşturur. Belirsiz ve riskli doğası şans oyunlarına benzeyen olası eşyaların rastgele satışı"olarak tanımlanabilir. Ayrıca bu belirsizlik, "değiştirilen ve / veya kendi içinde tehlikeli ve belirsiz bir karakter sunan mallardan biri düzeyinde herhangi bir önemli belirsizlik" olarak tanımlanabilir.

---

<sup>7</sup> Larousse 2018'nin Tanımı

Geleneksel finanstaki yazışmalar, Futures, Swap veya Subprimes gibi diğer daha karmaşık finansal ürünlerin uygulanması konusunda açık bir belirsizlik ile karakterize edilen ürünlere veya vadeli işlemlere atıfta bulunur.

Şeriat anlamında ticari işlemler herhangi bir belirsizlik, anlamda müphemlik ve muğlaklık olmadan gerçekleştirilmelidir. Bir işlemin geleceği her durumda önceden tespit edilemesede, ticari işlemler sırasında önceden belirlenmiş eksiksizliği ve kesinliği teşvik etmek ve bilinmeyen tüm noktaların önceden belirleyerek düzeltilmesi şiddetle tavsiye edilir. Uygulamada, bir sözleşmenin süresi veya bir malın fiyatı önceden belirlenmelidir, ancak karları veya zararları öngörülemeyen bir proje söz konusu olduğunda zorunluluk karların (veya zararların) dağıtımını önceden düzeltmektir. Bu ilke, sözleşme şartlarını önceden sabitlemek için mümkün olduğunca çabalanmasını ön görür.

Sonuç olarak Gharar, İslami ilkeler içinde, tespiti Riba kadar kolay olmayan önemli ve temel bir yasaktır. Ne tür bir Gharar ile uğraştığımızı belirlemek için çoğu zaman vaka analizi gerekir. Gharar'ın en açık biçiminin şans oyunları ile ilgili olduğu görülmektedir.

#### **1.2.2.1.3. Spekülasyonun Ayıplanması**

Kumar kavramı, başkalarının aleyhine haksız zenginleşmeye neden olabilecek ve sözleşme taraflarının rastgele bir olaya bağlı olduğu herhangi bir sözleşme şeklini belirleyen şans oyunu kavramı ile bağlantılıdır.

Şeriat yasası, sonucu rastgele bir olaya bağlı olan herhangi bir sözleşmeyi yasaklar ve bu nedenle Müslüman hukukçular tüm ön koşulların belirlenmesi fikrini teşvik eder. Bu nedenle, her sözleşme, kararın verildiği gün açıkça tanımlanmış olan (nesne, fiyat, yürütme süreleri ve sözleşme taraflarının kimliği gibi) tüm temel terimlere sahip olmalıdır.

Bu ilke, Belirsizlik ve Kumar unsurlarını içeren spekülasyon, türev ürünler ve geleneksel sigorta sözleşmeleri gibi geleneksel finans uygulamalarının eleştirilerini desteklemeye hizmet eder. İslami finans ilkelerine uymak isteyen yatırımcılara, geleneksel türev piyasasına erişimi engeller. Gerçekten de, İslami finansın mevcut krizin nedenlerinden biri olan toksik türevlere kısmen bağışık olmasına izin veren şey budur.

#### **1.2.2.1.4. İslama Uygun Olmayan Yatırımların Yasaklanması**

İslami finans etik ve sorumlu finanstır. Bu, etik olmayan tüm faaliyetlerin ve ürünlerin finanse edilmesini yasaklar. Bu ürünler, tütün endüstrileri, şans oyunları, alkol, pornografi, silahlanma veya domuz eti tüketimi ve ilgili finansal ürünlerdir.

İslam hukukun amacı "tüm insanların refahını, inançlarının, varlıklarının, akıllarının, gelecek nesilleri ve zenginliklerinin korunmasına dayanan refahı teşvik etmektedir.

Pratikte, “sosyal açıdan sorumlu bir duruşun” etkileri üzerine odaklanmış Kurumsal Sosyal Sorumluluk (KSS) kavramı, şirketlerin refahını etik ve ahlaki yönergeler açısından ilişkilendiren İslami Finans yaklaşımından tamamen farklıdır. Böylece "Şeriat'ın amaçlarına ulaşmak, sosyo-ekonomik süreçler ve çevresel öncelikler arasında dinamik etkileşimler gerektirir. Şeriat, böylece bugün sürdürülebilir kalkınma dediğimiz şeye katılan bir dizi direktif önerir. Daha spesifik olarak Şeriat aynı zamanda bir kurumsal sosyal sorumluluk modeli de sunar. Kuran ve Sünnet'ten gelen ahlaki ve etik ilkeler daha kalıcı ve mutlaktır, bu nedenle İslami bakış açısıyla sosyal sorumluluk sahibi olmak için başarılı olmak isteyen toplumlar için daha etkin direktifler oluştururlar”.

Bundan dolayıdır ki İslami Finans Kurumları ahlaki ve dini otorite oluşturmuşlardır, böylece yapılacak yatırımların İslami Finans ilkelerine uygunluğu garanti edilmiştir. Sonuç olarak, İslama uygun olmayan bir faaliyete ilişkin herhangi bir yatırım, Müslüman bakış açısına göre yasaklanmıştır. Şeriat Kurulu, kendisini finansal işlemleri filtrelemek ve İslami Finansman faydalanıcıları tarafından yukarıda belirtilen kural ve ilkelere uyulmasını sağlar.

### **1.2.2.2. İslami Finansın Önerileri**

#### **1.2.2.2.1. Zarar ve Karların Paylaşılması İlkesi**

İslami finans zarar ve kârların Paylaşılmasına dayanmaktadır, İslami finans genellikle “katılımcı” olarak görünmektedir, bu sistem bir sözleşme imzalanırken her katılımın gelecekteki karlara göre değil, bir orana göre önceden tanımlanmasını gerektirir. Daha somut olarak, bir yatırımcı, fonlarını dayanak varlığın performansına göre karlarını paylaşacağı bir girişimciye emanet edilmeli, ayrıca ihmal veya ağır ihmal nedeniyle değilse girişimciyle olası herhangi bir zararı paylaşmalıdır. Dolayısıyla, bu finansman yöntemi geleneksel Bankaların uyguladığı bildiği yöntemlerden farklıdır. Bu bankalar, fonların tahsis edileceği projenin alaka düzeyine göre değil, başvuru sahibinin fon ödeme yükümlülüğüne odaklanır. Buna göre geleneksel bankalar fon başvurusu sahibinin, sözleşmede belirtilen faiz ve anaparasını iade edeceği garantisini verdikten sonra, finansmanın verildiği projenin sonucuna odaklanmaz dolayısıyla projenin sonucunun bankanın faiz geliri üzerinde bir etkisi yoktur.

İslam Bankası, geleneksel Banka'dan daha fazla riske maruz kalmaktadır. Gerçekten de, proje karlı değilse bankalara ödeme yapılmayacaktır, başka bir deyişle, parasının bir kısmını veya tamamını kaybetme riskiyle karşı karşıyadır. Bu nedenle finanse edilecek projenin karlılığını incelerken ciddi olmalıdır.

Bu ilke yatırımcı ile girişimci arasında tamamen yeni bir ilişki kurar. Bu, operasyonun başarısı olan ortak bir hedefle ortaklık ilişkisi olarak ortaya çıkmaktadır. Yatırımcı hem finansal hem de girişimsel bir işlemde yer alan bir Girişim Sermayesi gibi görünmektedir.

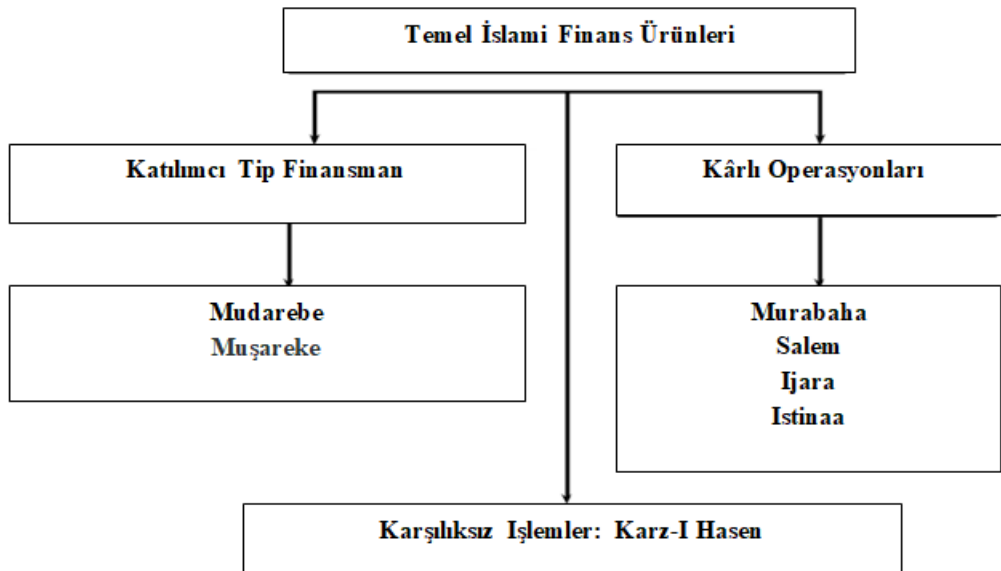
#### 1.2.2.2. Maddi ve tanımlanabilir varlıklar ile finansal işlemlerin teyit edilmesi ilkesi ("Varlığa dayalı")

"Varlığa Dayalı" veya maddi bir varlığa dayalı olma şartı, İslami finansı istikrar ve risk kontrolü açısından faydalı bir finans yapı olarak görünmektedir. Gerçekten de, herhangi bir finansal işlem, Şeriata göre geçerli olabilmesi için maddi, gerçek ve her şeyden önce elde tutulan bir varlık tarafından desteklenmelidir. İstikrar ve risk kontrolünü güçlendirmenin yanı sıra, bu ilke İslami finans için ekonomik faaliyetler yaratarak reel ekonominin gelişimine sağlayan bir yaklaşımdır. "Varlığa Dayalı Olma" finansal alanın gerçek alanla bağlantısının kesilmesi sorunları hakkında yatırımcıları özellikle güvence altına alır.

#### 1.2.3. İslami Finans Ürünleri

Finansman ürünleri aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir:

- ✓ Kitle fonlamasına dayalı ürünler,
- ✓ Ticari işlemler olarak adlandırılan kar ve zarar paylaşımına dayanmayan ürünler,
- ✓ Karşılıksız işlemler.



Şekil 1.7 İslami Finansman Araçları

Kaynak: Causse-Broquet, 2012: 50

### 1.2.3.1. Kar Zarar Paylaşımı Sistemini İçeren Kitlesele Fonlama Sistemine Dayanan İslami Finans Ürünleri

#### 1.2.3.1.1. Müşareke

"Müşareke" tam anlamıyla paylaşım anlamına gelen Arapça kökenli bir kelimedir. İş ve ticaret bağlamında bu, tüm ortakların kar veya zararlarını paylaştığı bir ortak girişim anlamına gelir. Kökleri İslam'ın ilk günlerine dayanmaktadır. Zengin tüccar bir girişimci ile bir operasyonu finanse eder ve kar ve zararlarını ortağıyla eşit olarak paylaşırlardı (Al-Suwailem,2004: 61-62) . Bir şirketin, projenin veya operasyonun sermayesindeki iki (veya daha fazla) taraf arasında, mutabık kalınan oranlarda sonuçların (kayıplar veya kârlar) dağıtılmasına konu olan bir ortaklığa tekabül eder.

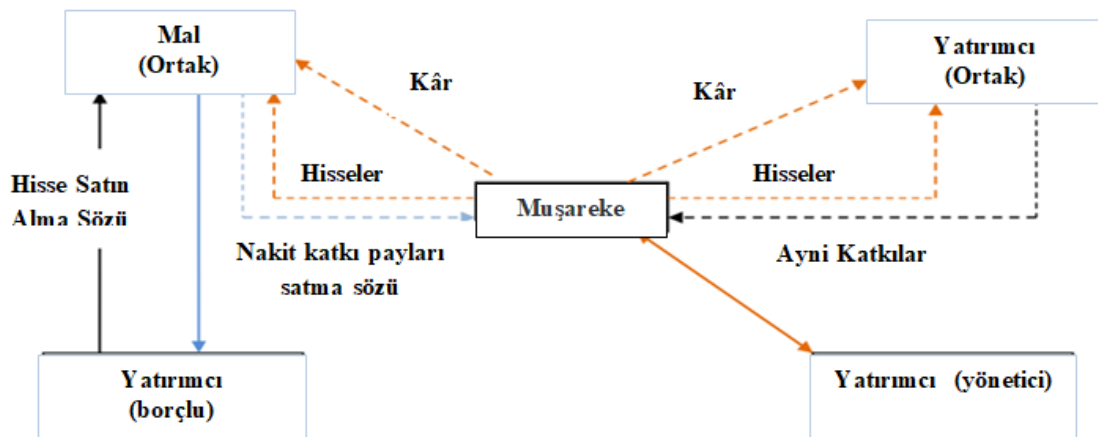
Müşareke, finanse edilen operasyonun yarattığı risklerin eşit bir şekilde paylaşılmasına dayanmaktadır (Jouini ve Pastré, 2009: 35) . Bu operasyon müşterinin ahlakına, güven ilişkisine ve proje veya operasyonun karlılığına dayanır (Meliani,2010: 23). Sadeliği, esnekliği ve katılımcı niteliği nedeniyle, bu ürün banka ve diğer finansal ortaklar için avantajlara sahiptir. Banka için bu formül, kaynaklarının dini kurallara sıkı sıkıya bağlı olarak uzun ve orta vadeli yatırım fırsatları sunmaktadır. Ortaklar için ilk avantaj, projeyi yönetmede sahip oldukları bağımsızlık ve özerklidir. Gerçekten de, uzmanlıklarını ve bilgilerini projenin yönetimine getirirken, bankacı projenin gerçekleştirilmesine müdahale etmek zorunda kalmayacaklardır (Hourani,2004: 4). Bu finansman yöntemini çok cazip bir süreç haline getirerek risk paylaşımı prensibini sağlar, çünkü operasyonun risklerini taşıyan tek kişi onlar olmayacaktır. Bankanın geliri, zamanın geçişinden kaynaklanan sabit bir faiz oranı olmaktan uzak, operasyonun başarışım geliri ve tarafların katkıları ile bağlantılı değişken bir oran olacaktır (Masmoudi,2010: 1). Daha da iyisi, bir açık olması durumunda, bankacı herhangi bir ücret talep edemeyecektir, ancak katkısıyla orantılı olarak bu açığın kapatılmasına katkıda bulunmalıdır (Boualem, 1996: 15). Ayrıca, tüm ortakların projenin gerçekleştirilmesi konusunda denetim hakkı vardır. Ancak, söz konusu proje ile ilgili bilgi ve beceri sahibi olmayan bankacıyı ayırt etmeliyiz. İkincisi, ortağının kendisine sağladığı bilgi raporlarından ve bu nedenle bu tür fonlamaya olan güvenin önemi ve rolünden memnun olacaktır. Ortaklar, projenin iyi gittiğinden veya önceden belirlenmiş kurallara uyulmadığından şüphe duymaya başlar başlamaz istedikleri zaman projeden çekilebilirler. Genel olarak, banka projenin gerçekleştirilmesine sadece sorunsuz çalışmasını sağlamak için müdahale eder, ortağı profesyonel deneyimi ve kanıtlanmış yetkinliği nedeniyle daha iyi kontrole sahiptir.

Bu finansman tekniğinde, ortaklar paydaştır ve kazanç ve kayıpların eşit paylaşımını üstlenirler. Katılımcı fonlama tekniği, alacaklı-borçlu modeline değil, bir ortağın modeline dayanarak, dolayısıyla kitle fonlaması olarak nitelendirilir ( Lasserre, 2009: 15).

Tek bir müşareke modeli yoktur, bu çeşitlilik bu ürünün ilgisini ve önemini işaret eder ve incelenmeyi hak eder. Müşareke birçok şekilde olabilir. Bununla birlikte, önceden oluşturulmuş birkaç türü vardır:

**Kesin Müşareke:** Banka, projenin finansmanına süresiz olarak katılmakta olup ortak sahip olma kapasitesindeki kârdan payını düzenli olarak almaktadır. Banka için bu, istikrarlı kaynaklarının (özkaynak, tahsis edilmiş ve etkilenmemiş özkaynaklar vb.) uzun veya orta vadeli kullanımınıdır. Banka'nın katkısı ayrıca, halihazırda var olan şirketlerde hisse edinme, sermayelerini artırmaya veya yeni şirketlerin sermaye oluşumuna katkıda bulunma şeklinde olabilir (satın alma veya abonelik payları). Bu tür müşareke, geleneksel bankacılık uygulamalarında, bankaların şirketlerin oluşumuna yardımcı olmak veya mevcut şirketlerin kontrolünü kazanmak için yaptıkları istikrarlı yatırımlara karşılık gelir.

**Azalan Oranlı Müşareke:** Bankanın katılımının sabit bir dönem için olmasıdır. Gerçekten de bu durumda banka kademeli olarak geri çekilmek amacıyla projeye yatırım yapar. Uygulamada ve bu finansman yöntemi çerçevesinde, girişimci bankayı, ikincisinin yatırdığı sermaye için değil, aynı zamanda, banka tamamen geri çekilinceye kadar, proje tarafından sermaye payına kadar düzenli olarak elde edilen kârlar için geri ödemektedir.

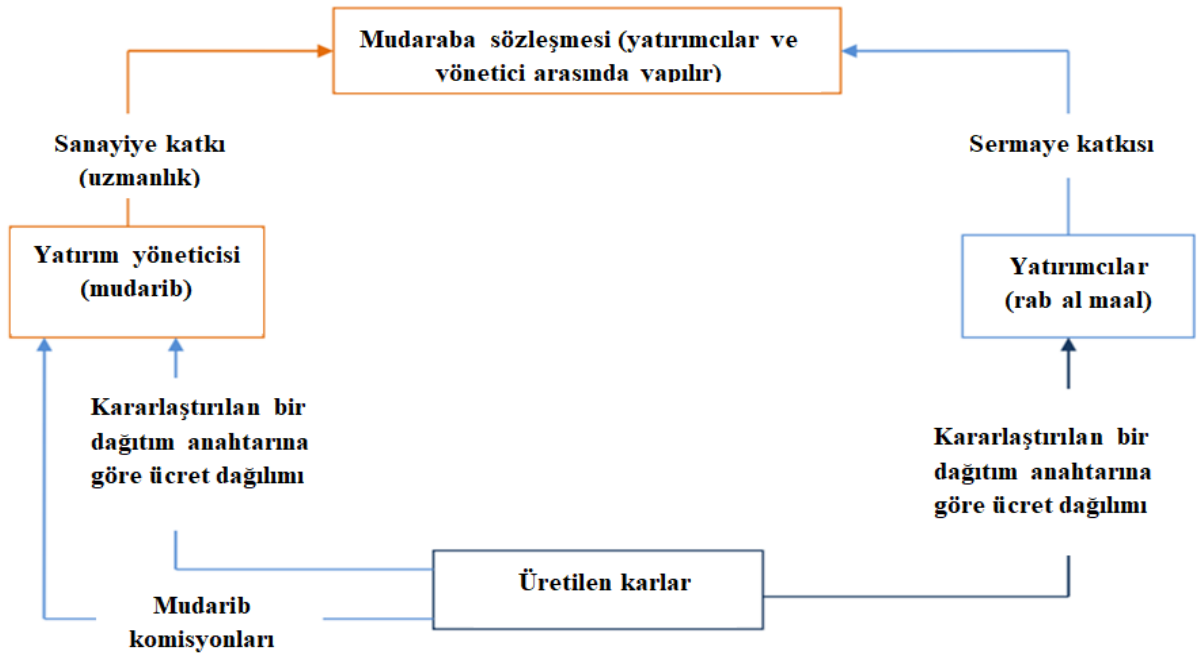


Şekil 1.8 Müşareke Prensibi

Kaynak: SMITH Herbert, 2009: 14

### 1.2.3.1.2. Mudaraba

Bu formül özel sermayeye benzetilebilir. Sermayenin sahibi (mal sahibi) ile mudarip adı verilen girişimci arasındaki bir sözleşmedir. Kâr, sözleşme imzalanırken tanımlanan orana göre iki taraf arasında bölünür. Bu finansal yapıda, işletmeyi yönetme sorumluluğu tamamen girişimciye aittir. Kâr, sözleşme imzalanırken tanımlanan orana göre iki taraf arasında bölünür. Kâr durumunda, mudaribe, çalışmaları ve uzmanlığı, sermaye sahibine, sermaye katkısı için kar ödenir. Paylaşılan kâr, sermaye sahibi için sermayenin geri ödenmesi ve mudarip için yönetim maliyetlerinin düşülmesinden sonra kalan net kârdır. Zarar, daha sonra her iki taraf tarafından karşılanır, çünkü mudarip, kayıp durumunda gerçekte ücret almaz. Bu yüzden biri emeğinin meyvesini, yönetim maliyetlerini ve diğeri ortaya koyduğu fonlarını kaybeder.



Şekil 1.9 Mudarebe Prensibi

Kaynak: SMITH Herbert,2009: 13

İlk bakışta, Mudarebe, Müşareke'ninkine çok benzeyen bir sözleşme gibi görünmektedir, ancak bu iki sözleşme türü, onları açıkça ayırt eden çok spesifik özelliklere sahiptir. İlk fark, projenin yönetiminde belirgindir. Mudarebe'de sadece girişimci proje yönetimiyle ilgilenir. Bu zorunluluktan, ücretini kaybetmesine neden olan bir kayıp durumunda sorumluluğunu doğurur. Bankacının katılımı, müşareke'yi aktif bir katılım tekniği ve yönetimin tek bir tarafa emanet edildiği mudarebe için pasif bir katılım tekniği olarak nitelendirmeyi mümkün kılar. Bu fark, bankacılığın müşareke tarafından finanse edildiği

sürece, iktidarı olmasına rağmen, projeyi denetleme veya etmeme hakkını saklı tutar, çünkü bu alanda genellikle uzman olan ortağına güvenir. Bu da bizi bu pasif katılım finansmanı tekniğini nitelememize götürüyor. İkinci ayırım, kar ve zarar paylaşım mekanizması ile uzlaştırma sırasında ortaya çıkar. Aslında, tüm bu operasyonlarda, aktörlerin aradığı amaç, projelerin yarattığı kar ve zararları, diğer bir deyişle katılımcı bir ücretlendirme yönteminin oluşturulması ve dini standartlara uygun olarak paylaşılmasıdır. Mudarebe'da kârlar, yatırımcı sermayesini ve tahakkuk eden maliyetleri geri çektikten sonra ortaklar arasında paylaşılır. Ayrıca, kayıplar tamamen yatırımcı tarafından karşılanmaktadır. Bu kayıp paylaşımıyla, adil olmak zorunda değildir, çünkü proje başarısız olursa girişimci ücretini kaybeder.

### **1.2.3.2. Borç Finansman Yöntemleri**

#### **1.2.3.2.1. Murabaha**

Murabaha kelimesi, İslam fıkıhına göre satışın artan bir fiyatla yapılması sonucunda elde edilen kar anlamına gelen ribh kelimesinden türetilmiştir (Muhammadayn, 1996: 126). Murabaha şu şekilde tanımlanabilir: "Satıcının satın alma maliyetini ve karını beyan ettiği bir satış işlemidir. Bir satıcı ile bir alıcı arasındaki bir satış sözleşmesinde; satıcı, alıcıya belirli bir malı maliyet artı alıcı tarafından onaylanan bir kâr marjı ile satmaktadır. Satıcı, müşteriye satın alma maliyeti ve kâr marjı hakkında bilgilendirmekle yükümlüdür .

Bu aslında kâr marjına sahip bir satış sözleşmesidir, banka müşterinin emriyle bir mal satın alır ve ona maliyet ve "ticari marj" adı verilen bir prim karşılığında geri satar. Bu sözleşme en çok İslami finansta yaygındır. Bankaların faaliyetlerinin % 50'unu temsil etmektedir. Çoğu İslami banka ve finans kurumu Murabaha'yı İslami bir finansman yöntemi olarak kullanmaktadır ve finansman faaliyetlerinin çoğu bu ürüne dayanmaktadır.

Murabaha, orijinal İslam çağrışımında oldukça basit bir satıştır. Onu diğer satış türlerinden ayıran tek özelliği, satıcının alıcıya ürün maliyetinin ne olduğunu ve ne kadar kazanç sağlayacağını açıkça söylemesidir. Bu açık bir satış olan "Murabaha" teriminin gerçek anlamıdır. Bir kâr elde ederse, alıcı maliyet fiyatı ve uygulanan marj hakkında bilgilendirilmelidir. Ancak, bu tür satışlar, ertelenmiş ödeme yöntemi gibi birkaç seçenek eklenerek İslami bankalar ve finans kuruluşları tarafından kullanılmaktadır. Ancak bu operasyonun geçerliliği Şeriat çerçevesinde kabul edilebilir kılmak için tam olarak uyulması gereken belirli koşullara bağlıdır ve bunları geleneksel bankaların ürünlerinden ayıran bu koşullardır. Bu enstrüman bu nedenle müşterinin faiz ödemesine başvurmadan bir mülkün satın alımını kredi yoluyla finanse etmesine izin verir. Ancak, işlemin belirli koşulları olmak durumundadır:



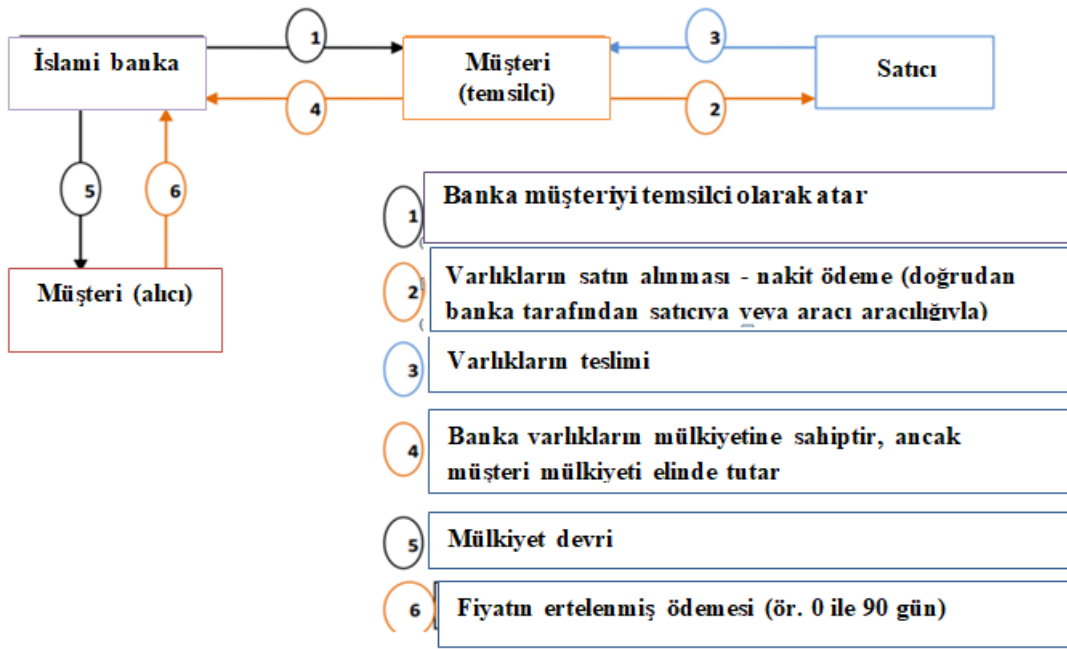
- ✓ Marjla satış ancak "banka, alıcıya teslim etmeden önce mülkü kaybetme riski taşıyorsa ve alıcının temerrüde düşmesi durumunda mülkü geri alma yükümlülüğü" mevcut olduğunda yasaldır (El-Gamal, 2011: 97-98). Bu nedenle, banka mülk satılmadan ve müşteriye teslim edilmeden önce mülkün sahibi olmalı, kâr marjı bu hazırlık aşamasındaki gecikme ve ilgili risklere göre belirlenmelidir, bu da geri dönüşün tamamen kesin olmadığı anlamına gelir. Murabaha, müşteriye geri alma vaadine dayanır ancak, müşterinin fikrini değiştirdiği ve artık varlığı istemediği durumda, banka, örneğin, satın alınmış olan ve sahibi olduğu varlığı başka bir tarafa nasıl satacağını bilmemesi gibi riskleri yürütmek durumundadır. Yine de bankanın müşteriden ciddiyet sözü isteyebileceğini göreceğiz.
- ✓ Çoğu mekanizma gibi, sözleşme konusu mülk de açıkça tanımlanmalı ve satış sırasında mevcut olmalıdır. Buna ek olarak, sözleşmenin geçerli olması için sözleşme imzalanmadan önce satın alma fiyatı banka tarafından açıklanmalıdır (Obaidullah, 2005: 68).

Bu sözleşmenin kredili satış ile benzerliği vardır. Kapitalist sistemin birçok savunucusu, "ticari marj" yerine "faiz" kelimesinin ikame edilmesi dışında, bu iki işlem arasında hiçbir fark olmadığını savunmaktadırlar. Ancak, murabaha sözleşmesinde bir ücretlendirme yöntemi oluşturan kâr marjının faize benzetilip benzetilemeyeceği sorulmalıdır. Başka bir deyişle, faiz ile kâr marjı arasında bir fark var mıdır?

#### **1.2.3.2.2. Kar Marjı Ve Faiz Arasındaki Benzerlik**

Murabaha'nın çok önemli bir kullanımı olmasına rağmen, kâr marjının yasallığı Müslüman ve Müslüman olmayan uzmanlar arasında tartışılmaktadır. Gerçekten de, bazı uzmanlar kâr marjının gerçekte faiz olduğunu ve Murabaha'nın geleneksel bir kredi faizine benzediğini kabul etmektedirler. Nitekim, İslami kurumlar faiz oranını referans olarak kullandıklarında bunun daha çarpıcı olduğu belirtilmelidir. Ancak bu, Murabaha sözleşmesinin Şeriat'a uyumlu olmadığı anlamına gelmez. Kuşkusuz, kârın belirlenmesi için faiz oranının kullanılması arzu edilemez, ancak Murabaha'nın doğrulanması için en önemli koşulun, tüm unsurları ve koşulları ile gerçek bir satış olduğu unutulmamalıdır. Faiz oranı bir ölçüt olarak kullanılıyorsa, işlemin kendisi faiz içermez. Kâr marjının yasallığı konusunda şüphelerini ifade eden uzmanlar, bir Murabaha sözleşmesinde ödeme ertelendiğinde, bu kar marjının süreyle bağlantılı olduğunu ve bu nedenle bir şekilde gizli bir faiz türü olan riba al nasi'a olduğunu düşünmektedir. Buna ek olarak, geleneksel kredide olduğu gibi burada da getiri önceden bilinir ve sabitlenir.

Ancak, geleneksel faizli krediler ile önemli bir fark, Murabaha'nın ertelenmiş ödeme ile amacının bir mülk edinilmesini kolaylaştırmak ve bir satışa dayanmasıdır, bu nedenle maddi bir varlığa karşılık para değişimidir ve zaman dilimine dayanan para alışverişi değildir (Hussain ve diğerleri, 2016:8 ). Ayrıca, kâr marjının miktarı zamanla değişmez. Bu, banka müşteriye ödeme için ek süre (ikinci durumda olduğu gibi) teklif ederse, para için yapılamayacağı ve fiyatın değiştirilemeyeceği anlamına gelir, aynı durum erken geri ödeme için de geçerlidir. Bu nedenle kâr marjı önceden sabitlenir ve verilen ödeme süresi boyunca değişmez (faizli kredi ile burada farklılaşır). Bununla birlikte, böyle bir ürünün hasılatının faizle alınan bir ürünün hasılatıyla kolayca karşılaştırılabileceği söylenebilir.



Şekil 1.10 Murabaha Prensibi

Kaynak: SMITH Herbert, 2009: 6

### 1.2.3.2.3. İcar

Bankanın satın aldığı bir mülkü müşteriye kiraya verdiği sözleşmedir. Müşteri, sözleşmenin sonunda mülkü satın alma seçeneğinden yararlanabilir. Bu sözleşme, üç taraf içerdiği için finansal kiralama sözleşmesine çok yakındır: banka, mülkün kiracısı ve mülkün tedarikçisi. Bununla birlikte, her ne kadar ince da olsa icar sözleşmesi ve finansal kiralama arasında farklılıkları bulunmaktadır:

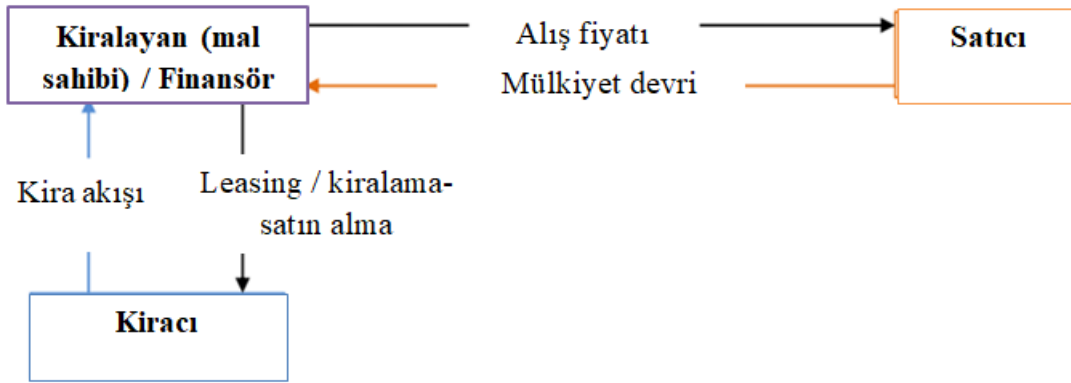
- ✓ Finansal kiralamada, geç ödeme cezalandırılır (son vade sürelerinin yüzdesi olarak). İcar sözleşmesinde durum böyle değildir, çünkü ceza şeriat tarafından yasaklanan bir faiz oranına benzetilebilir.

- ✓ Finansal kiralamada ödemeleri yeniden planlamak mümkündür, öte yandan bir İcar sözleşmesinde, yeni bir sözleşme olmadığı sürece sözleşmede değişiklik yapılamaz.
- ✓ İcar sözleşmesinde ödemeler yalnızca müşteri bu mülke sahip olduğunda yapılacaktır. Buna karşılık, finansal kiralamada, kiraya veren taraf söz konusu mülkü satın aldığı andan itibaren kiracı ödemeleri yapmaya başlar.
- ✓ Finansal kiralamada, varlığın imhası veya kaybı riski kiraya veren veya müşteri tarafından karşılanır (genellikle müşteri olur). İcar sözleşmesinde, müşterinin ihmal durumu dışında mülkün sorumluluğunu kiraya verene aittir. Finansal kiralama sözleşmesinde, mülkün kaybolması durumunda ödemelerin sürdürülmesi bile kabul edilir. Bu durum islam ahlakına aykırıdır; gerçekten de sözleşme varlıklarla bağlantılıdır ve bu varlıkların ortadan kaybolması sözleşmenin hükümsüzlüğüne yol açar.

İcar, İslami finans kurumları tarafından, mülkün sahipliğini korurken belirli bir süre için müşterilere kiralanabilecek mülk edinmelerini sağlayan bir araçtır (Usmani, 2002: 109). İcar'ın maddi olmayan mallarla (para ve alacaklar gibi) veya gelecekteki mallarla, hatta bozulabilen veya kullanımla biten mallarla (gıda ürünleri, tankerler gibi) ilgili olmadığı açıklığa kavuşturulmalıdır. İcar sözleşmesi imzalanırken kiranın fiyatı ve süresi iyi tanımlanmalıdır (Moaté,2011: 89-90).

İslami finans kurumlarının üç tip İcar sözleşmesi kullanma seçeneği vardır, bunlar taksitle satın alma, finansal kiralama ve işletme kiralarıdır:

- ✓ İcar Ve İktina: bu sözleşmeyi imzalarken, kiracı kiralanın varlığı kiralama süresi içinde veya sonunda satın almayı kabul eder. Kira ödemelerinin toplam tutarı varlığın satış fiyatından düşülecektir;
- ✓ Finansal Kiralama (icar temvil): Bu sözleşme ile kiraya veren (İslami Finans Kurumu), orta veya uzun vadede ve belirli dönemsel ödemeler için müşterisine (kiracı) kiralamak üzere bir mülk edinir. Kiralama süresi boyunca varlığın mülkiyetini korur ve bu varlıkla ilgili masraflar (sigorta, bakım, vergi vb.) kiracı tarafından karşılanır; sözleşmenin sonunda, kiracı için varlığı satın alma seçeneği mümkündür;
- ✓ İşletme kiralaması (İcarı Teşgiliye): bu, sözleşmenin sonunda varlığı satın alma sözünü içermeyen bir kiralamadır. Varlığın mülkiyeti, sözleşmenin sonunda aynı zamanda onunla ilgili masraflardan da sorumlu olan kiraya verene geri döner. Kiracı sözleşmeyi istediği zaman iyi tanımlanmış bildirim ile feshedebilir.



Şekil 1.11 Icar Prensibi

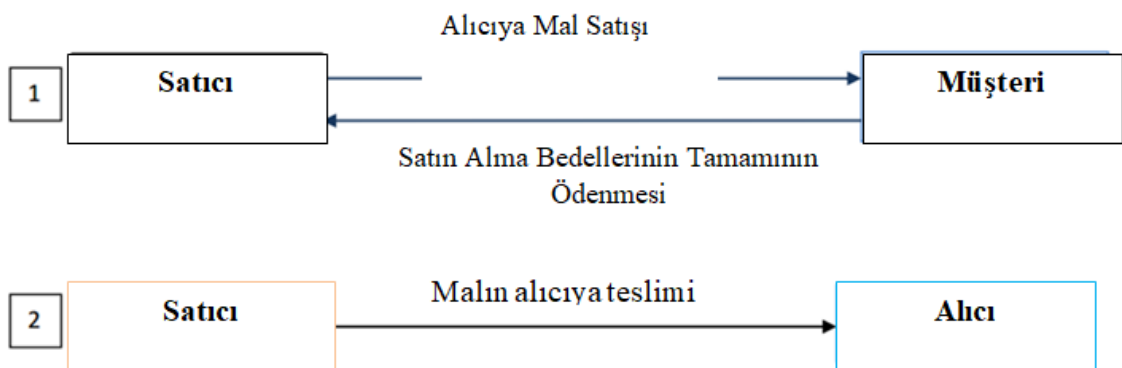
Kaynak: SMITH Herbert,2009: 8

#### 1.2.3.2.4. Selam

Selam akdi, imzalama sırasında bedelin peşin ödendiği, teslimatın ileri bir tarihte yapılacağı bir sözleşmedir. Teslimat belirlenmiş bir tarihte yapılır. Bu, dağıtım sektörüne ek olarak tarım, el sanatları, ithalat / ihracat gibi bazı operasyonları kolaylaştırmak içindir.

Böylece, malların ertelenmiş teslimatı ile yapılan satış sözleşmesi olarak tanımlanabilir. Murabaha'dan farklı olarak, banka müşterisinin emriyle edinilen malların kredisini sağlarken satıcı olarak değil, bir alıcı olarak, kendisine zaman içinde teslim edilecek bir malın nakit ödemelerini yapar ya da satıcı (bankanın müşterisi) tarafından atanan bir acente olarak bu mallar için ödemeleri yapar. Böylece, mallar daha sonra teslim edilir, bedel peşinen ödenir. Bu, müşterinin nakit sahibi olmasını sağlar. Şeriat'e uymak için mallar, zaman, fiyat ve teslimat yeri sözleşmede belirtilmelidir.

Gerçekten de, Şeriat kuralları, ilke olarak, sözleşme imzalandığı sırada var olmayan herhangi bir ticari işlemi yasaklar (bi'a al ma'adoum). Hadiste "Sahip olmadığımız şeyleri satmayın" buyrulmuştur (Sünen-i Tirmizi). Bununla birlikte, bazı iş uygulamaları, bu koşulu karşılamasa da, insanların yaşamlarındaki gereklilikleri göz önüne alındığında tolere edilir.



Şekil 1.12 Selam Prensibi

Kaynak: SMITH Herbert,2009: 12

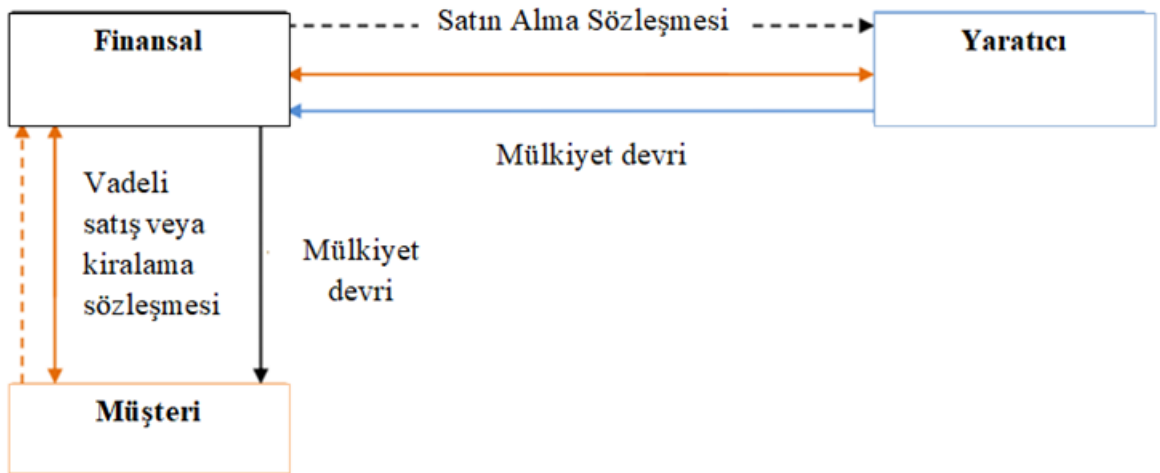
### 1.2.3.2.5. İstisnâ

Kelimenin tam anlamıyla, "İstisna" imalat talebidir. İstisna sözleşmesi, "imal edilecek veya daha sonra yapılacak malların satın alınması için iki taraf arasında tanımlanmış bir fiyatla kararlaştırdıkları bir programa göre ödemesinin yapıldığı bir sözleşme olarak tanımlanabilir. - İstisna sözleşmesinin konusu olan mal genelde sözleşme imzalandığında mevcut olmamakla birlikte, imalatından sonra teslim edilecektir" (Zarqa, 1997: 68) Bu nedenle İstisna, Müşterinin "yani" Nihai Alıcı" veya "Müstasni"nin üretim sürecinden geçen ürünü edinmek istemektedir. "Satıcı" veya "Proje Yöneticisi" olarak Banka yani "Sani" hammaddeleri satın almayı ve üretilecek malların ürün özellikleri önceden tanımlanmış bir açıklamaya göre sabit bir fiyata ve sözleşmede kararlaştırılan şartlara göre teslim etmeyi taahhüt eder.

Uygulamada, bu teknikle finansman için, İslami Bankalar, müşteri veya Nihai Alıcı tarafından istenen ürünün gerçekleştirilmesi için imalat işinin sahadaki bir üreticiye (alt yüklenici) taşeronlaştırıldığı paralel İstisna sözleşmeleri ile faaliyet göstermektedir. Bu durumda, bankanın çift ünvanı vardır:

- ✓ Sani: İşin yürütülmesi ve Müşteriyle (Müstasni) ilişkisinin yürütülmesi;
- ✓ Müstasni: Taşeron (Sani) ile olan ilişkilerinde istenen mal özelliklerini aktarmak;

Bu finansman yönteminin amacı, bir spesifikasyona göre oldukça uzun bir üretim süreci gerektiren proje ve malları finanse etmektir. Bunun yanı sıra farklı ödeme yöntemleri ile ödeme kolaylığı da sağlar. Bu ürünün Şeriat yasalarına uyması için, Satıcının şartnamelere uygun olarak mal üretme taahhüdüne ek olarak projenin faaliyeti veya sözleşmeye konu ürünün niteliği yasal olmalıdır.



Şekil 1.13 İstisna Prensibi

Kaynak: SMITH Herbert, 2009: 11

### 1.2.3.2.6. Karz-ı Hasen (Faizsiz Kredi)

Şeriat kuralları kredileri değil faizi yasaklar. İslam'da yetki verilen tek kredi türü Karz-ı Hasen'dir. Bu finansman şekli çok az kullanılmaktadır ve “sadık” müşterilerin finansal zorluklarının üstesinden gelmelerine yardımcı olmak için insani veya hayır amaçlı olarak uygulanmaktadır. Bu kredi sosyal, eğitimsel, dini veya ekonomik alanlarla ilgili projelerin finansmanı için verilebilir. Geri ödeme koşulları ile ilgili olarak, kredi verildiğinde borç veren ile borçlu arasında işlem görürler. Banka bu nedenle borçluyu idari maliyetleri karşılayan hizmet masrafları için faturalandırmaktadır. Borçlu bir şirket ise, bu kredi bu şirkette bir özkaynak yatırımına dönüştürülebilir.

## 1.2.4. İslami Finansın Gelişimi

### 1.2.4.1. İslami Finans Aktörleri

İslami finans düzenleyicileri endüstrinin kendisi kadar hızlı büyümüş değil. Son yıllarda, muhasebe, kurumsal yönetim, sermaye yeterliliği ve risk yönetimi standartları açısından İslami finansal düzenleme uygulamalarını standartlaştırmak için birçok çaba gösterilmiştir. Yerel düzeyde, İslami finans kurumları kendi ülkelerinin düzenleyici ve denetleyici otoritesi tarafından düzenlenir ve denetlenir.

#### 1.2.4.1.1. İslam Kalkınma Bankası (Islamic Development Bank)

İslam Kalkınma Bankası (IKB) uluslararası bir finans kuruluşudur ve bu finansal sistemi dünya sahnesinde temsil etmektedir. İslam Kalkınma Bankası, 1976 yılında İslam Konferansı Örgütü (İKÖ) maliye bakanlarının etkisi ve istekleri altında kuruldu (Broquet, 2009: 165). Birleşmiş Milletler'den sonra ikinci uluslararası kuruluştur. Bu kurum Suudi Arabistan başkentinde düzenlenen dışişleri bakanları konferansı ile kuruldu. Ana Katılımcıları Suudi Arabistan (% 24.56); Kuveyt (% 12.23); Libya (% 9.85); İran (% 8.62); Mısır (8.52); Türkiye (% 7.7), Birleşik Arap Emirlikleri (6.97) dir. İslam Kalkınma Bankası'nın misyonu, ulusal İslami bankaların denetleyicisine ek olarak, Şeriat yasalarına göre üye ülkelerin ve Müslüman toplulukların sosyo-ekonomik kalkınmasının savunulmasında öncü olmaktır. Böylece, islam hukuku kurallarına uygun olarak kredi ve hibe vermektedir. Bu finansman biçimleri ve bu krediler, yoksulluğun azaltılması ve bilim, teknoloji, ekonomi ve finansın insani gelişiminin desteklenmesi politikasının bir parçasıdır. Bankalar veya İslami yapılar kurarak üye ülkeler arasındaki işbirliğini güçlendirir. İslam Kalkınma Bankası'nın bu sosyal misyonu bizi şaşırtmıyor çünkü yasal bir sistem olmanın yanı sıra, inananların hayatının tüm yönlerini de kapsayan bir dindir (Obeid, 1996: 3). Bu husus, tüm finans faaliyetlerini yöneten bu finansmanın sosyal ve etik temellerini haklı çıkarmaktadır.

#### **1.2.4.1.2. İslami ve Finansal Kurumlar Muhasebe ve Denetim Kuruluşu (L'Accounting and Auditing Organization for Islamic and financial Institution (AAOIFI))**

İslami ve Finansal Kurumlar Muhasebe ve Denetim Kuruluşu (IFKFMDK, 26 Şubat 1990'da Bahreyn'de "İslami Bankalar ve Finansal Kurumlar için Finansal Muhasebe Organizasyonu (IBFKFMO)" adı altında kuruldu. Daha sonra " İslami ve Finansal Kurumlar Muhasebe ve Denetim Kuruluşu (IFKMDK)" adını aldı. Bağımsız, kar amacı gütmeyen bir kuruluştur. İslami finans kurumları için muhasebe, denetim, yönetim ve Şeriat standartlarından sorumludur. Bağımsız bir uluslararası kuruluş olarak IFKMDK, merkez bankaları, İslami finans kurumları ve dünyadaki İslam endüstrisi uluslararası organizasyonundaki diğer katılımcılar dahil olmak üzere kurumsal üyeler (40 ülkeden 200 üye) tarafından desteklenmektedir.

#### **1.2.4.1.3. İslami ve Finansal Kurumlar Muhasebe ve Denetim Kuruluşu (IFKMDK)'nun Hedefleri**

IFKMDK, İslami finansın muhasebe standartlarını uyumlu hale getirmeyi, hatta birleştirmeyi amaçlamaktadır. Kuruluş, denetim, kurumsal yönetim, muhasebe, davranış kuralları ve Şeriat ilkelerine uyum gibi farklı alanlarda standartlar geliştirir ve yayınlar. Kurumun metinlerine göre görevleri şu şekildedir: "İslami Finansal Kurumlar için ilgili standartları geliştirmek. Eğitim, seminerler, periyodik bültenlerin yayınlanması ve son olarak uygulamalı araştırmaların yürütülmesi ve uygulanması yoluyla İslami Finansal Kurumlara muhasebe ve denetim standartlarını yaymak. İslami Finansal Kurumlar (İFK) için muhasebe ve denetim standartlarını hazırlamak ve yorumlamak. İslami Finansal Kurumlar için denetim muhasebe standartlarını incelemek ve değiştirmek".

#### **1.2.4.1.4. İslami Finansal Hizmetler Kurulu (The Islamic Financial Services Board)**

Kuala Lumpur'da (Malezya) faaliyet göstermektedir ve resmi olarak 03 Kasım 2002'de açılmıştır ve faaliyetine 10 Mart 2003 tarihinde başlamıştır. İslami finansal hizmetler endüstrisinin gücünü ve istikrarını sağlamak olan uluslararası bir standardizasyon, düzenleyici ve denetleyici kurum olarak faaliyet göstermektedir; İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFHK) üyeleri Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası, Uluslararası Hesaplaşma Bankası, İslam Kalkınma Bankası yanı sıra 49 düzenleyici ve denetleyici otorite ve 138 aktörden oluşmaktadır. IFHK 'nin amaçları üç ana grupta sınıflandırılabilir:

- İhtiyati ve düzenleyici bakış açısı
- Tüm farklı gruplar arasında koordinasyon ve uyum

- Eğitim ve araştırma.

#### **1.2.4.1.5. Uluslararası İslami Finansal Piyasalar (International Islamic Financial Market)**

Uluslararası İslami Finansal Piyasalar, Bahreyn, Brunei, Endonezya, Malezya, Sudan, Birleşik Arap Emirlikleri, Pakistan ve İslam Kalkınma Bankası'ndan merkez bankalarının ve para kuruluşlarının ortak çabalarıyla kurulan kar amacı gütmeyen uluslararası kuruluş Suudi Arabistan merkezli. 13 Kasım 2001 tarihinde yapılan anlaşma ile kurulmuş ve merkezi Bahreyn Krallığı olan 1 Nisan 2002'de faaliyete başlamıştır. Uluslararası İslami Finansal Piyasalar (UIFP) 'nin temel amacı şeriat kural ve ilkelerine dayalı bir uluslararası finans piyasası oluşturmak, geliştirmek, teşvik etmek ve düzenlemektir. UIFP beş alanı desteklemek için çalışır:

- ✓ Düzenleme alanında, UIFP, İslami finans piyasasının aktörlerini, endüstrinin sermaye ve para piyasası segmentinde düzenleyiciler ile aralarında bağlantılar kurarak ortak bir anlayış getirmeye çalışır.
- ✓ Şeriatın Kabul görmesini sağlamak.
- ✓ Tüm üyelere birincil ve ikincil piyasa önerileri, yönergeler ve en iyi uygulamaları sunmak.
- ✓ Üyeleri için maliyeti düşürmeye ve işlem başlıklarını iyileştirmeye yardımcı olacak birleştirilmiş dokümantasyon çerçeveleri ve ürün geliştirme sağlamak.
- ✓ Konferanslar ve yayınlar gibi çeşitli faaliyetlerle bilgi paylaşımını teşvik etmek ve kolaylaştırmak.

#### **1.2.4.1.6. İslami Uluslararası Derecelendirme Ajansı (Islamic International Rating Agency)**

Merkezi Manama, Bahreyn Krallığı ve Temmuz 2005'te kuruldu. Sermaye piyasalarına ve İslam ülkelerindeki bankacılık sektörüne tüm sermaye enstrümanlarını içeren derecelendirmeler sağlar. Ayrıca, bu pazarlardaki analitik uzmanlık düzeyini artırmayı amaçlamaktadır. İslami Uluslararası Derecelendirme Ajansı (IUDA), çok taraflı kalkınma kurumları, önde gelen bankalar, diğer finansal kurumlar ve derecelendirme kuruluşları tarafından desteklenmektedir ve tamamen bağımsız bir kurul ve derecelendirme komitesine sahiptir.



#### **1.2.4.1.7. Uluslararası İslam Fıkıh Akademisi (International Islamic Fiqh Academy)**

Cidde merkezli UIFA, İslam Konferansı Örgütü üyesi Müslüman hukukçuları bir araya getiren bir Şeriat Kuruludur. Rolü ekonomi, finans ve bankacılık konularında ortak görüş ve duruş ortaya çıkarma hedefiyle yasal görüşleri incelemek ve formüle etmektir. Ekonomik veya mali konulara çok yönelen üyeler, işlemlerin incelenmesine özellikle dikkat ediyorlar. Bu nedenle, birçok İslami finans kurumunun Şeriat Kurulları, çalışma kurallarına uymak için Uluslararası İslam Fıkıh Akademisi (IIAF) 'a yaklaşmaktadır.

#### **1.2.4.1.8. Likidite Yönetim Merkezi (Liquidity Management Center)**

2002 yılında yine Bahreyn'de kurulan Likidite Yönetim Merkezi (LYM), Basra Körfezi'ndeki en büyük üç İslam bankası arasındaki işbirliğinin bir sonucudur: Bahreyn İslam Bankası, Dubai İslam Bankası ve Kuveyt Finans Evi. İlk amacı bankalararası para piyasasının kurulmasıydı.

O zamandan beri, sadece İslam kurumlarına likiditelerini daha iyi yönetmeleri için araçlar vermekle kalmadı, aynı zamanda kısa vadeli hazine işlemleri yapmalarına izin verecek ikincil bir pazarın hatlarını çizmeye çalışıyor. Şeriat kanununa uymakla yükümlüdür.

#### **1.2.4.1.9. Uluslararası İslami Mutabakat ve Tahkim Merkezi (International Islamic Center for Reconciliation and Arbitration)**

2005 yılından bu yana Dubai'de kurulmuş olup, ulusal, bölgesel veya uluslararası farklı İslami finans kurumları arasında ortaya çıkabilecek anlaşmazlıklara hükmedebileceğini iddia eder ve arabulucu rol oynamaktadır.

#### **1.2.4.1.10. İslami Bankalar ve Finansal Kurumlar Konseyi (Council for Islamic Banks And Financial Institutions )**

Manama (Bahreyn) merkezli kar amacı gütmeyen kuruluş, 2001 yılında kurulan İslami Bankalar ve Finansal Kurumlar Konseyi (IBFKK), finansal ve ekonomik bilgi toplayarak ve bu kurumların personelini eğiterek İslami Finansal Kurumlar arasında bir koordinasyon kuruluşudur. IBFKK 'nin amaçları:

- ✓ İslami finans kurumlarının tanıtımı, ilgili kavramların, kuralların ve hükümlerin yayılması ve İslami finans endüstrisinin geliştirilmesi ve tanıtımı.
- ✓ İslami bankalar ve İslami finans kurum ve kuruluşlarına ilişkin bilgi sağlanması.
- ✓ Sektörün zorluklarını aşarak üyelerin çıkarlarını desteklemek.
- ✓ Ortak çıkarların yetkili makamlar, özellikle düzenleyici makamlar önünde temsili.

### 1.2.4.2. Şeriat Kurulu (Chari'a board)

#### 1.2.4.2.1. Şeriat Kurulu (Chari'a board) Tanımı

İslami finans kurumları ve İslami ürünler sunan geleneksel bankaların yaygın olarak "Şeriat kurulu" olarak adlandırılan bir uyum komitesi vardır, bu komite İslam'ın uzmanları olmakla birlikte, aynı zamanda bankacılık ve finans uzmanlarıdır. Görevleri, İslami finans kurumu tarafından sağlanan her bir finans ürününü, modelini ve hizmetini onaylamaktır. Ayrıca tüm işlemlerin kesinlikle Şeriat ilkelerine uygun olduğunu garanti eder (Abdul-Rahman, 2010: 115).

#### 1.2.4.2.2. Fonksiyonları

Şeriat Kurulunun çeşitli fonksiyonları vardır:

- ✓ İslami finans kavramlarını doğru uygulamalarını sağlayıp teşvik etmek ve uyumlaştırmak. Kurul proaktif olmalı ve tüm İslami finans kurumlarını denetlemelidir.
- ✓ Şeriate uyumlu enstrümanların geliştirilmesini teşvik etmek.
- ✓ İslami bir finans kurumu veya uyumlu Şeriat denetim komitesi tarafından yapılan talepleri incelemek.
- ✓ IFKMDK tarafından oluşturulan muhasebe, denetim ve etik kurallara ilişkin standartları doğru bir şekilde gözden geçirmek.
- ✓ Belirli ürünlerde değişiklik yapıldığında, finans kurumu başkanlarıyla görüşme şartlarına uygun dini görüşler (Fetva) yayınlamak.
- ✓ Bir ürünün kullanımında ortaya çıkan koşullara uyulmaması durumunda gerekli önlemleri almak.
- ✓ Gelirin yasadışı faaliyetlerden elde edilen bölümünü çıkararak geliri temizlemek ve Şeriat yatırımlarına uyumlu hale getirmek ve ayrılan bu kısmı ikinci bir şekilde yardım maksatlı kullanılmasını sağlamak.
- ✓ Finansal kurumlar tarafından yürütülen operasyonların Şeriate uyum karakterini doğrulamak için yıllık raporlar hazırlamak.

Tüm hukuk uzmanları İslami finansın temel ilkeleri üzerinde hemfikir olsa da, bazı Şeriat Kurulları arasında bazı görüşler ve ileri yorumlar farklı olabilir. Bu, İslami finansal ürünlerin veya prosedürlerin uyumlaştırılmasını önler. Gerçekten de, finansal kuruma göre, bazıları dini ilkelere sıkı sıkıya bağlı kalmayı gerektirirken (örnek: Körfez ülkeleri), diğerleri piyasa gereksinimlerine daha açıktır ve Şeriat ilkelerine bağlılıkları daha hafiftir (örnek: Malezya).

Bu nedenle Malezya gibi ülkelerde Merkez Bankası finansal ürünlerin uygunluğuna karar veren bir merkezi Şariat Kurulu oluşturmuştur. Paralel olarak, her kurum kendi Şariat Kuruluna sahip olabilir, ancak her şeyden önce bu merkezi Şariat Kurulunun belirlediği standartlara uymalıdır. Körfez ülkelerinde, uzmanların çoğunun aynı anda birkaç Şariat Kurulunda bulunmaları ve dolayısıyla çeşitli finansal kurumlar aracılığıyla uyumlu fetvalar düzenlemeleri ile tutarlılık sağlanmaktadır.

## **1.2.5. İslami Sermaye Piyasası**

### **1.2.5.1. Sukuk**

#### **1.2.5.1.1. Tanımı**

Arapça menşei, tekili “sak” kelimesinden türemiş olan sukuk'u İslami Finansal Kurumlar Muhasebe ve Denetim Kuruluşu (IFKMDK) şu şekilde tanımlamaktadır:

“Yatırım Sukukları, maddi varlıkların, intifa hakkı ve hizmetlerin mülkiyeti veya özel yatırım faaliyetlerinin (veya sahipliğinin) bölünmemiş paylarını temsil eden eşit değerli sertifikalardır. Ancak bu, Sukuk'un değerinin alınmasından, aboneliğin kapatılmasından ve Sukuk'un ihraç edilmesi amacıyla alınan fonların istihdam edilmesinden sonra geçerlidir ”.

İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB, 2009: 106), sukuk'i şu şekilde tanımlar: "Maddi duran varlıklarda oransal bölünmemiş mülkiyet hakkını veya esas olarak maddi duran varlık havuzunu veya ticari bir işletmeyi temsil eden sertifikalardır. Bu varlıklar şariatın kural ve ilkelerine uygun belirli bir proje veya yatırım faaliyetlerinde bulunabilir. ”

Daha basit olarak, Sukuk, dayanak varlığın sahiplerine sahipliğini sağlayan varlık destekli menkul kıymetlerdir. Fonlar, önceden kararlaştırılmış bir kar paylaşım oranına sahip olan ihraç edenler tarafından yatırılır ve böylece anlaşma boyunca faiz esaslı işlemlerden kaçınılır. İşlemi gerçekleştirmek için benimsenen operasyonel metodolojiye bağlı olarak çeşitli Sukuk kategorileri vardır. Yaygın olarak kullanılan bir Sukuk yapısı, İcar Sukuku'dur. Bu Sukuk yapıları ya dayanak varlığın performansına ya da o varlığa ilişkin sözleşmeye bağlı bir düzenlemeye dayanır. Sukuk sertifikalarının verilmesinden sonra dayanak varlığın mülkiyeti Sukuk alıcılarına devredilir. Sukuk ihraç edenler daha sonra finansman düzenlemesi süresince sahiplerine kira ödemeleri yaparlar.

Ödeme profilini veya hesaplama yöntemini, kâr elde etmeyi sağlayacak şekilde uyarlama esnekliği vardır. Son olarak, bir satın alma taahhüdü ile varlığın mülkiyeti de geri aktarılabilir. Sukuk ile ilgili şariate uyumlu bir menkul kıymet olması için birkaç önemli husus vardır. İlk olarak, sözleşmenin dayanak varlıklarının mülkiyeti Sukuk sahiplerine devredilmelidir. Sukuk ihraç edildikten sonra ihraç eden varlıklara sahip olmaya devam

edemez. İkinci olarak, Sukuk herhangi bir yükümlülüğü olmayan varlıkları temsil etmelidir. Bu, dayanak varlıkların alacakları veya borçları temsil edemeyeceği anlamına gelir. Ayrıca, ihraç edenin kazancının beklenen getirilerin altında kalması durumunda, Sukuk sahiplerine kredi teklif edilmesine izin verilmez. Son olarak, ihraç tarihinde, ihraç edenin dayanak varlıkları nominal fiyattan geri almasına izin veren bir teşebbüs olamaz. Kabul edilebilir geri alım yöntemi piyasa değerinde bir geri alım yöntemidir.

Bu finansal araç, etik ilkelere ilişkin olarak bir maddi duran varlıkta veya bir maddi duran varlığın intifa edilmesinde ortak mülkiyet hakkını temsil etmektedir. Bununla birlikte, bazı insanlar sukuk'u klasik tahvillerle karıştırmaktadır, ancak bunun borcun ödenmesinin kuponla yapıldığı klasik bir tahvil olmadığı unutulmamalıdır. Gerçekten de, Sukuk'larda, kupon dayandığı varlığın performansı ile bağlantılıdır. Bu nedenle, teoride, sahibinin ücreti zaman içinde değişebilir ve dayandığı varlık sıfır veya negatif performans elde ederse bu ücret sıfır olabilir. Sukuk hamilleri, katılımları ile orantılı bir hakka sahiptir, bu da İslami finans içinde ücret yöntemini yöneten kar ve zarar paylaşımı ilkesini uygulamalarına izin verir.

Dolayısıyla Sukuk, İslam'da yasak olan geleneksel yükümlülükler (borç senetlerine) bir alternatiftir. Bunlar, İslam dini hukuku uyarınca zorunlu olarak yasal olan ve önceden sabit bir vadeye sahip olan maddi bir varlık tarafından desteklenen finansal sertifikalardır. İhraç edenin (herhangi bir mülkiyet hakkı vermeyen yükümlülüğün aksine) varlıkları üzerinde mülkiyet hakkı vermektedirler. Bir Sak'ın sahibi, dayandığı faaliyetin veya maddi duran varlığın getirisine doğrudan bağlı bir kâr / ücret (sabit bir faiz değil) payı alır.

#### **1.2.5.1.2. Sukuk Ve Geleneksel Tahviller Arasındaki Fark**

Finansal bir ürün olan "Sukuk", kitlesel fonlama tahvillerinde en önemli finansman araçlarından biri olarak ortaya çıkarken, geleneksel tahviller için alternatif bir çözüm sunmaktadır.

Esas olarak kredilere dayalı geleneksel tahviller, ihraç eden tarafından borcun varlığının kanıtı olarak tahvil sahiplerine verilir (Khan ve diğerler, 2014:3). Bu nedenle, yatırımcıların nominal bir oranda ve vade sonunda nominal değerinde hesaplanan periyodik kupon (faiz) ödemesi alacakları borç araçları olarak yapılandırılırlar (Dusuki ve diğerleri, 2010:2). Şirket'in, ortak girişimin veya projenin mülkiyeti tahvil sahibine verilmez, bu borçlanma senetleri toplam borcun sadece bir kısmını temsil eder (Alam ve diğerler, 2013: 28). Doğası gereği likittirler, çünkü sahiplerinin likiditeye ihtiyaç duymaları halinde ikincil piyasalarda kolayca işlem görebilirler ve bunlara bağlı riskler ihraç edenin kredi riskine yoğunlaşır (Nazar ve diğerler, 2011: 137-138).

Geleneksel tahviller, faiz içermeleri ve borç ticaretinin yasaklanması nedeniyle kitle fonlamasında yasaklanmıştır. Bu nedenle, dayanak varlık olarak para (borç) varken "sukuk" söz konusu borca ilişkin maddi bir varlık bulunmamaktadır.

Sukuk, getirisi garanti ve nakit akışı olan borç enstrümanları değildir ( Taoual, 2016), her zaman gerçek varlıklara dayanarak, sahiplerine dayandığı varlıklar üzerinde mülkiyet hakkı ve / veya sukuk varlıkları tarafından üretilen gelir payları verilmektedir ( Thomas ve diğerleri, 2005), ve kârın yüzdesi olarak hesaplama yapılır. Önceden belirlenmiş bir teslim tarihine sahip olan ve yatırımın ücretini ödemek için bir varlık tarafından desteklenen sukuk, sahiplerinin sabit bir faiz değil kardan pay almasını sağlayacak şekilde yapılandırılmıştır (Ben Terdeyet, 2007: 11).

Bir sak'ı Şariat açısından kabul edilebilir kılan şey, toprak, bina veya ekipman gibi gayrimenkullerle desteklenmesidir ve bu nedenle sukuk satın alındığında ve satıldığında, alıcı ve satıcı dolaylı olarak sadece kıymetli evrak değil gerçek varlığı değiş tokuş ederler. Sukuklar prensip olarak ikincil piyasada satılıp alınabilirler (Usmani, 2001:6), bu ikincil piyasalar ihraç edenler ve yatırımcılar arasında finansal ilişkiler yaratırken, borçlanma araçları borç yaratan kredi sözleşmelerine dayanmaktadır (Al-bashır, 2008: 9).

İki finansal araç arasındaki bazı benzerlikler kısaca aşağıdaki gibi açıklanabilir (Sairally ve diğerleri, 2017):

- ✓ Her ikisi de şirketlerin, devletlerin, devlet kurumlarının ve finans kuruluşlarının temel finansman ihtiyaçlarını finanse etmek için kullanılan sermaye piyasası araçlarıdır.
- ✓ İki finansal araçta, yatırımcılara düzenli getiri sağlayacak ve sermayeyi vade sonunda geri ödeyecek şekilde yapılandırılabilir;
- ✓ Genel olarak, iki finansal araç da ikincil piyasalarda alınıp satılabilir ve bu nedenle kendi özgür iradeleriyle yatırımcılar arasında kolayca transfer edilebilir;
- ✓ Hem borsada listelenen derecelendirme kuruluşları tarafından derecelendirilebilir hem ulusal ve uluslararası farklı para birimlerinde düzenlenebilir. Bununla birlikte, sukuk ve klasik tahviller arasındaki temel farklar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

**Tablo 1.2 Sukuk ve geleneksel yükümlülüklerin karşılaştırılması**

SUKUK	TAHVİLLER
Bir sukuk ihracında menkul kıymete dönüştürülen dayanak varlıklar Şeriat hukuku uyarınca yasal olmalıdır.	Tahvil, kendi yargı alanında yasal olduğu sürece, hemen hemen her türlü faaliyeti finanse etmek için çıkarılabilir.
Sukuk sahipleri dayanak varlıkların gider ve risklerine bağlıdır.	Tahvil sahipleri ihraç edenin dayanak varlıkları üzerindeki gider ve risklerden etkilenmez.
Sukuk'da klasik "alacaklı / borçlu" ilişkisi yoktur, ancak sukuk sahipleri menkul kıymetler ile ilişkili risklere maruz kalmaktadır.	Bir tahvilde, ihraç eden ile tahvili alan arasındaki ilişki, faiz ödemesi (riba) olan bir alacaklı ve borçlu (para kredisi) ile neredeyse aynıdır.
Ne sermaye ne de getiri sözleşmeyle garanti edilemez.	Sermaye ve getiri sözleşmeyle garantilidir.
Sukuk, mevcut ve/ veya iyi tanımlanmış varlıklardaki payları temsil eder.	Tahviller ihraç edenin borçlu olduğu saf borçları temsil eder.
Bir sukuk satışı genellikle bir varlığın payının satışını temsil eder.	Bir tahvilin satışı esasen bir borcun satışındır. Bir borcun güvenliğini temsil eder.

Bu yüzden sukuku klasik tahvillerle karıştırmamalı, kuponu (faizi) borcun karşılığı olan klasik bir tahvil olmadığını gözardı etmemek gerekir. Aslında, Sukuk söz konusu olduğunda kupon, dayanak varlığın performansı ile bağlantılıdır. Bu nedenle, teorik olarak, hamilin ücreti zaman içinde değişebilir ve varlığın sıfır veya olumsuz bir performans sergilemesi durumunda karı sıfırlanabilir. Sukuk sahipleri, sahip oldukları paylarla orantılı bir hak sahibidirler. İslami finans içinde ücretlendirme şeklini yöneten kar ve zarar paylaşımı ilkesini uygulamalarına izin veren katılımdır.

### 1.2.5.1.3. Sukuk Piyasası

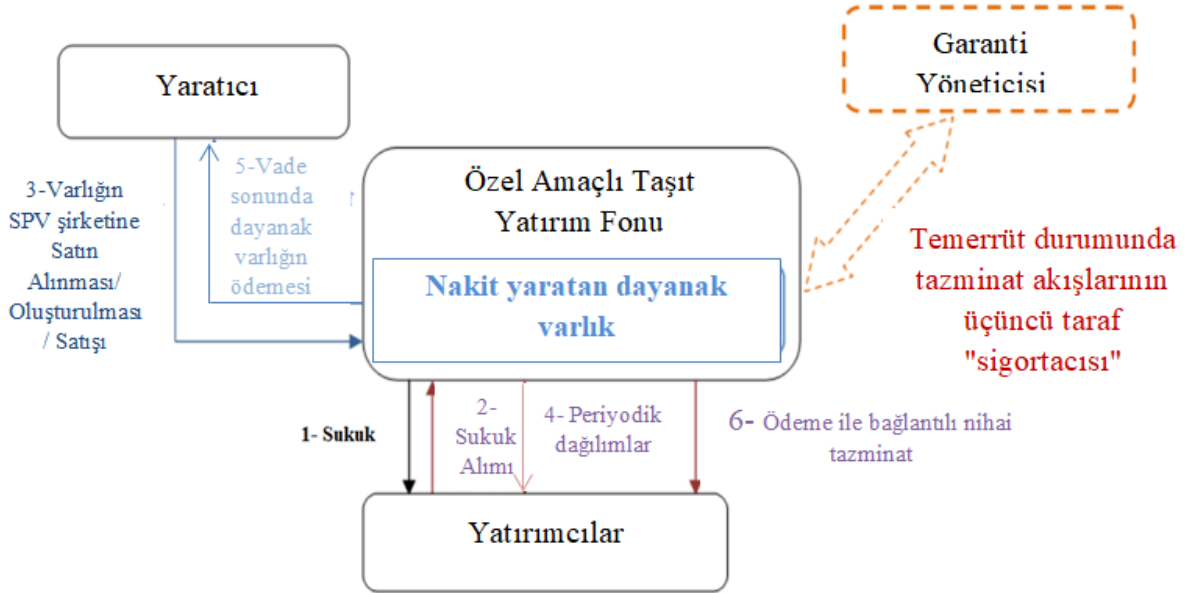
Sukuk piyasası son yıllarda en hızlı büyüyen İslami finans sektörüdür. İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB, 2017) raporuna göre, küresel İslami bankacılık varlıkları 2016 yılında 1,5 Trilyon ABD Dolarına ulaşmıştır. Sukuk'un pazar payının % 17 olduğunu tahmin edilmektedir. IFSB verileri aynı zamanda yeni Sukuk ihraçlarının 2016 yılında % 16,3 artışla 74,8 milyar ABD dolarına yükseldiğini göstermektedir. Malezya, 2016 yılında toplam pazarın % 46,4'lük payını oluşturan en büyük Sukuk piyasasıdır. Suudi Arabistan, BAE ve Katar'ın pazar payları sırasıyla % 17.4 , %10.5 ve % 5.9'dur. İslam İşbirliği Örgütü'ne (İİT) üye olmayan ve şu anda olağanüstü Sukuk sahibi olan sekiz ülke vardır. Bu ülkeler Fransa, Almanya, Lüksemburg, Birleşik Krallık, Singapur, Hong Kong, Güney Afrika ve ABD'dir.

Bu nedenle Sukuk pazarı halen gelişmekte olan bir pazardır. Zulkhibri'ye (2015) göre, bu pazarın küresel olarak gelişmesi için üstesinden gelinmesi gereken birçok zorluk vardır. Gelişimini engelleyen temel olarak Sukuk programı ile bağlantılı ihraç kısıtlamaların çok fazla olması ve bunun potansiyel yatırımcıları caydırmasıdır. Gelişimlerini hızlandırmak için,

ikincil bir pazarın kurulması ve Sukuk ile bağlantılı çeşitli yapıların uyumlaştırılması, zorunlu olarak takip edilmesi gereken iki hedefdir.

#### 1.2.5.1.4. Sukukların Genel Yapısı

Sukuk'lar genellikle aşağıdaki gibi yapılandırılır:



Şekil 1.14 Sukuk yapılandırma şeması

**Kaynak:** Rapport Groupe Al-Khawarizmi, 2012:7

- 1- Düzenleyen bir SPV yapısı oluşturur ve dayanak varlıkları kendisine satar;
- 2- SPV<sup>8</sup>, fon toplamak için sukuk ihraç eder;
- 3- SPV, kaynaktan varlık satın alımını finanse etmek için sukuk sertifikalarının verilmesinden fon toplar;
- 4- Varlıklardan elde edilen gelirler / kârlar yatırımcılara dağıtılır;
- 5- Kaynak sahibi, sukuk sona erdiğinde ve itfa ürünü sertifikayı kullanmak için kullanıldığında, dayanak varlıkları satın alır;
- 6- SPV, vade sonunda varlığı doğuran kişiye satacak ve Sukuk sahiplerine bu satışla geri ödeme yapacaktır. (Bu satışın amacı, meselenin anaparasını ödemek için derhal likiditeye sahip olmaktır).

<sup>8</sup> SPV: sukuk sahiplerine ihraç edilecek sertifikalara karşı varlıkları elinde bulunduran bağımsız bir kuruluşu temsil eder, ticari bir şirket, tröst, ortaklık veya tüzel kişiliği olmayan bir kuruluş şeklinde olabilir.

### 1.2.5.1.5. Sukukun Farklı Türleri

IFKMDK 'ye göre, yaklaşık on beş tip sukuk vardır. Uygulamada, en yaygın olanlar şunlardır:

- ✓ Murabaha Sukukları: Bir murabaha sözleşmesi kapsamında mal alımını finanse etmek için verilen eşit değerli sertifikalardır. Edinilen mallar sukuk sahiplerinin malı haline gelir.
- ✓ Selam Sukukları: Bunlar "Selam" operasyonunun ilk sermayesini geri almak için verilen eşit değerli sertifikalardır. Sonra, sözleşme konusu "Selam" mal nesnesi Sukuk sahiplerinin mülkiyetindedir.
- ✓ İstisna Sukukları: Bunlar, sukuk alan kişilerin malı haline gelen bir malın üretimini finanse etmek için verilen eşit değerli sertifikalardır.
- ✓ İcar Sukukları: Kiralanan varlığın sahibi tarafından verilen eşit değer sertifikasıdır. Aboneliği takiben mülkiyet Sukuk sahiplerine devredilir. Ayrıca, yeniden kiralamak istediği bir mülkün sahibi tarafından yapılan bir program olabilir.
- ✓ Müşareke Sukukları: Ortaklardan birini veya yönetim için bir üçüncü tarafı belirleyerek müşareke ilkelerine göre yönetilen proje veya faaliyetleri temsil eden hisse senetleridir. Ortak girişime benzer şekilde, sermaye katkısı daha önce tanımlanan yüzdelerle yapılır.
- ✓ Mudarebe Sukukları: Mudaraba ilkelerine göre yönetilen proje veya faaliyetleri temsil eden hisse senetleridir. Mudarip, herhangi bir sermaye katkısı olmadan projenin yönetimi için tasarlanmıştır. Aboneler (sertifika sahipleri) Mudarebe'nin varlıklarına sahiptirler.
- ✓ Mudaraba Sukukları: Mudaraba ilkelerine göre yönetilen proje veya faaliyetleri temsil eden hisse senetleridir. Mudarib, projenin sermaye katkısı olmadan yönetimi için belirlenmiştir. Aboneler (sertifika sahipleri) Mudaraba'nın varlıklarına sahiptir.
- ✓ Vekalet Sukukları: Sukuk sahiplerinin Vekalet (emir altında yönetim) verdikleri kişilerin yönetimi temelinde yönetilen proje veya faaliyetleri temsil eden eşit değerlere sahip menkul kıymetlerdir.

### 1.2.5.2. İslami Fonlar

İslami fonlar özel yatırım fonlarıdır, “geleneksel” yatırım fonlarından farklı olarak dini bir boyuta sahiptirler. Bu dini boyut, klasik finansal kriterlere ek olarak, Müslüman dini kurallarına dayanan finansal dışı yatırım kriterlerinin uygulanmasıyla ifade edilmektedir.



### 1.2.5.2.1. Yatırım Fonları

İslami yatırım fonları, İslami Finansal Kurumların Muhasebe ve Denetim Kuruluşu (IFKMDK) tarafından bu şekilde tanımlanmıştır: "fonlar, bunları kuran kurumlardan finansal olarak bağımsız olan yatırım araçlarıdır. Fonlar, payların eşit katılımı şeklindedir / hissedarlar / varlık sahipleri ve kâr veya zarar hakkına sahiptir. Fonlar mudarebe veya vekalet (acente sözleşmesi) uyarınca yönetilmektedir ". Aynı zamanda "yatırımcılardan birim veya yatırım araçları şeklinde fon toplayan İslami finans kuruluşlarından biri olarak, bunları uygun İslami yatırım formlarında kullanmak üzere uzmanlara ve varlık yönetimi uzmanlarına emanet etmek ve sonuçları kurulan anlaşmalara uygun olarak paylaşılacaktır. İslami Yatırım fonlar İslami düzenlemeleri olduğu gibi İslami kanunlara aykırı olmayan kanunlara, kararnamelere ve hükümet düzenlemelerine tabidir" (Sohail, 2006: 6).

İslam Yatırım fonlarının yönetimi üç tür sözleşmeye göre gerçekleştirilir: mudarebe, müşareke veya vekalet. Böylece, yönetim şirketi statüsüne göre, yani fonlardan elde edilen kârın bir payı olarak gelir elde edecektir (fonun yönetimi bir mudarebe veya müşareke temelinde gerçekleştirilmişse ve mudarip olarak hareket eden yönetici veya müşarik / hissedar ise) veya sabit bir ücret sistemi aracılığıyla gelir elde edecektir (fonun yönetimi vekalet bazında ve vekil olarak hareket eden yönetici ise). Bununla birlikte, bazı durumlarda, bu iki yöntemin bir kombinasyonu kullanılır, böylece yönetici, temel bir yıllık ücret artı bir performans ücreti alır.

### 1.2.5.2.2. İslami Dini Kurullarla Uyumlu Yatırım Fonları

İslami fonlar mezhepsel fonlardır. Yerleşimlerinin dini yönelimi ile karakterizedirler. Nitekim, hem fonun yapılandırılması ve yönetimi hem de varlıklarını oluşturan menkul kıymetlerin seçimi, portföylerindeki işlemler ve fonun gelirinin yeniden dağıtılması, İslam iç hukukunda kararlaştırılan dini kurallarına dayanmaktadır. Özgünlükleri yapıları ve yatırım hedefleri aracılığıyla görülebilir. Bu nedenle İslami yaklaşım, fonun yatırım portföyünü oluşturan varlıkları seçerken, çoğunlukla dini bir otoritenin kontrolü altında olan seçim taraması (İslami tarama) uygulanmasını gerektirir (dini uyum komitesi- şariat kurulu). Örneğin, bir İslami sermaye fonu söz konusu olduğunda, yatırım portföyü için uygun sermaye menkul kıymetlerinin seçimi yalnızca geleneksel finansal mantığa (getiri, riskler, çeşitlendirme vb.) dayalı değildir. Aynı zamanda İslam'a özgü değerlere dayalı finansal dışı kriterler temelinde yapılır. Teorik olarak, sadece İslami hukuk uzmanlarının önceden tanımlanmış kriterleri karşılayan şirketler tarafından ihraç edilen hisse senetlerinin özsermaye

fonu portföyünü oluşturma yetkisi vardır. Bu nedenle İslami fonlar mantıksal olarak İslami finans gereksinimlerini karşılar.

#### **1.2.5.2.3. İslami Fonlar Ve Diğer Etik Fonlar**

İslami fonlar, İslam'ın iç hukukunun ilkelerine saygı gösteren yatırım fonlarıdır. Bu anlamda inanç temelli fonlar kategorisine aittirler. Bu nedenle, aynı zamanda etik fonlardır. Finansal olmayan kriterleri birleştirerek, SSY fonları ve sosyal girişimcilik fonları kategorisine yakındırlar. Ayrıca, gelirlerinin bir kısmını hayır kurumlarına bağışlayarak, fon paylaşma veya hayırsever fonlar olarak da nitelendirilebilirler (Sohail, 2006: 6).

İslami ve etik fonlar arasındaki bazı benzerliklere rağmen, iki fon özellikle iki temelde farklıdır: tarama yöntemleri ve gelirin saflaştırılması. Etik fonlar gibi, tarama süreci de İslami fonların portföyüne sadece Şeriate uyumlu menkul kıymetlerin dahil edilmesini sağlamak için bir menkul kıymetler filtreleme mekanizması olarak yürütülmektedir.

Tarama sürecinin birincil sorumluluğu İslami fonlar Şeriat danışma kuruluna aittir. Üyeleri İslami Şeriat bilginlerinden oluşan kurul, Şeriat kurallarının oluşturulması, şirketin kabul edilebilirlik durumuna karar vermesi ve portföydeki tüm şirketlerin sürekli değişen iş operasyonlarına veya faaliyetlerine yanıt olarak İslami fon portföyünde inceleme ve izlemenin yapılması dahil Şeriate uyumluluk ile ilgili tüm konularda fon yöneticilerine tavsiyelerde bulunmaktan sorumludur.

Etik fonlar belirli etik değerlere dayalı olarak yaratılırken, İslami fonlar dini ilkelere dayalı olarak yaratılır ve dolayısıyla daha katı koşullara sahip olmaya açıktır. Örneğin, Şeriat ilkelerinin benimsenmesi sadece menkul kıymet seçim süreciyle sınırlı değildir, aynı zamanda İslami fonların faaliyetlerinin tüm yönleri, fonların oluşturulmasından başlayarak kârın (veya zararın) (veya ortak) yatırımcılar ve İslami fon yöneticileri arasında dağıtılmasına kadar da Şeriat kurallarına uymalıdır. İslami fonların bu gibi farklı özellikleri, fonları özellikle yatırım yaparken dini inançlarını uygulamaya çalışan dindar yatırımcılar için cazip hale getirmek için yeterlidir. Şah'ın (2008: 15) İslami fon yaratmanın asıl amacının “yatırım kararı İslami Şeriatın verdiği rehberliğine dayanan yatırımcıları çekmek” iddiası ile aynı doğrultudadır. Dini ve etik hedefler arasındaki benzerlikler, İslami fonları etik odaklı yatırımcılar için eşit derecede çekici kılmaktadır.

#### **1.2.5.2.4. İslami Fon Türleri**

İslami yatırım fonlarının farklı kategorileri arasında aşağıdaki kategorileri listeleyebiliriz:

- ✓ Özkaynak Fonları: Finansal piyasalarda listelenen ve Şeriate uyumlu olduğu kabul edilen hisseli yatırım fonları.
- ✓ Para piyasası fonları: bunlar kısa vadede yatırım yapan ve uzmanlaşmış yatırım faaliyetlerini (bankalararası piyasa) finanse eden fonlardır;
- ✓ Karma varlıklar Fonları: bu fonlar aynı cüzdan içinde çeşitli varlık sınıfları sunar;
- ✓ Gayrimenkul Fonları: Sabit gelir getiren mülklerle ilgilenen ve önemli bir yatırım gerektiren gayrimenkul fonlarıdır.
- ✓ Emtia Fonları: Hammaddeler üzerine gerçek risk alınarak karakterize edilen fonlardır.
- ✓ Özel Sermaye Fonları: Şeriate göre borsaya kote olmayan şirketlerle ilgilenen ve önemli büyüme potansiyeli olan fonlardır.
- ✓ Tahvil Fonları: kurumsal veya bağımsız olsun, sadece sukuk hedefleyen yatırımları temsil ederler.
- ✓ Finansal Kiralama Fonları: Çeşitli kiralama varlıkları sunan fonlardır

Bu farklı İslami yatırım fonu kategorileri arasındaki ortak nokta, kârlarının doğrudan gerçekleştirdikleri kar ve zararlara bağlı olması ve fona katılan farklı yatırımcılar arasında paylaşılacağıdır.

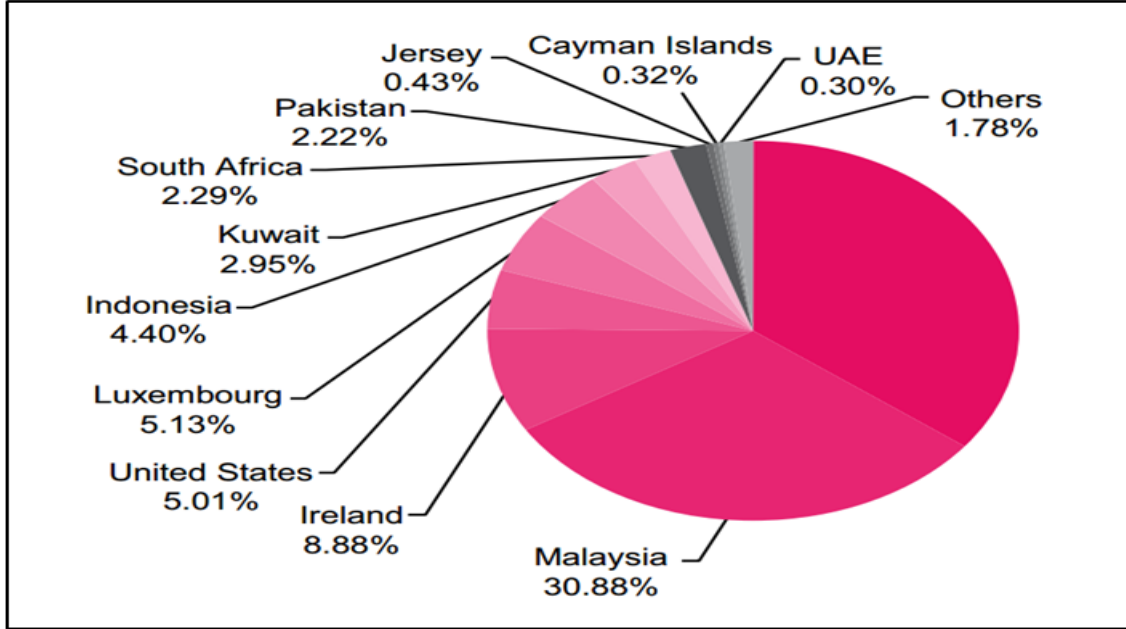
#### **1.2.5.2.5. İslami Fonlar Piyasası**

Kurulan ilk İslami fon 1968'de Dana Al-Aiman adıyla oluşturulan bir Malezya fonudur. Bu fon erken oluşturulmasına rağmen, 1990'lara kadar İslami fonlar gerçekten gelişmedi. 1996'da 29 fonda yaklaşık 800 milyon dolar bulunmaktaydı (Jouaber, 2012: 128). Bu gelişme 2007 yılında da devam ettiği unutulmamalıdır ki 153 Şeriate Uyumlu yatırım fonu yaratılmış, bu da bir önceki yıla göre % 50'den fazla artmış göstermektedir.

O zamandan bu yana, İslami fonlar piyasası, kolektif yönetim için küresel pazara kıyasla, yönetim altındaki fon ve varlıkların sayısı bakımından niş bir pazar olarak kalmıştır, yine de hacim açısından büyük ölçüde çeşitlenmiş ve çoğalmıştır. 2018 yılında, İslami fonların yönetimi altındaki toplam aktifler (AU. M.) yaklaşık 67,4 milyar dolara ulaştı ve bir önceki yıla göre % 1.0 arttı. Fon sayısı da % 11 arttı. Böylece, 2018'de dünya çapında yaklaşık 1.292 İslami fon kaydedildi.

İslami kolektif yönetim pazarı esas olarak Orta Doğu ülkeleri arasında ve özellikle de toplam AUM'nin yaklaşık % 66'sını temsil eden Malezya ve Suudi Arabistan arasında dağılmaktadır. Suudi Arabistan toplam AuM İslami fonlarının % 34'ünü elinde tutan en büyük ev sahibi olmaya devam etmekle birlikte, payı son üç yılda azalmaya devam etmiştir [2017: %

37; 2016: % 38; 2015: % 40], hacim olarak ikinci ülke olan Malezya, 2018'de toplam AuM'nin yaklaşık % 32'sine ulaşmıştır [2017: % 31.7 ; 2016: % 29; 2015: % 28] (Şekil 1.15).

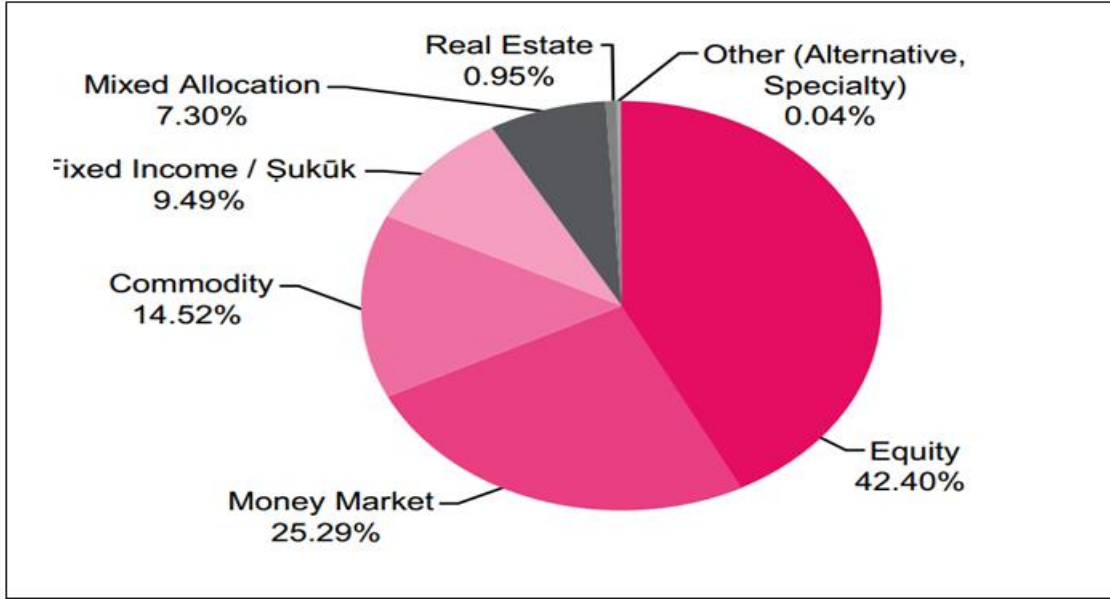


Şekil 1.15 Konutlara Göre İslami Fon Varlıkları

**Kaynak:** Islamic Financial Services Board, 2019: 24

Geri kalan toplamın, varlıkların % 16,3'ünün (veya 11,9 milyar AU \$) Avrupa'da bulunduğu belirtmelidir (2012'de bu varlıkların sadece % 11,8'i Avrupa idi). Jersey, Lüksemburg ve İrlanda, pazarın çoğunu paylaşmaktadır. Jersey böylece yaklaşık otuz İslami fonu (1.286 milyon dolar A.U.M.) bünyesinde bulundurmaktadır. İrlanda pazarında yaklaşık elli fon da kayıtlıdır (1,742 milyon ABD doları). Fransa'da ise dört İslami fon mevcuttur. Birleşik Krallık'ta sadece bir tane vardır.

Küresel İslami fonların varlık sınıfına göre yapısını incelerken (Grafik 2), üç ana varlık sınıfı görülmektedir: özkaynak, para piyasası ve emtialardır. Fonların çoğunluğu 28,6 milyar ABD Doları artışla özkaynağa odaklanmıştır % 42 [2017: % 42, 27,8 milyar ABD Doları]. Para piyasasına dayalı fonların hacmi hafifçe % 25'e düşerek toplam 17.03 milyar ABD Doları AUM [2017: % 26, 17,3 milyar ABD Doları]; emtia temelli fonlar toplam İslami fonların % 15'ine yükselmiş ve 9,8 milyar ABD Doları tutarında AuM oluşturmaktadır [2017: % 14, 9,5 milyar ABD doları]. İslami fonlar için diğer önemli varlık sınıfları arasında sabit gelir / sukuk fonları (6,4 milyar dolar) ve karma tahsis fonları (4,9 milyar dolar) bulunmaktadır.



Şekil 1.16 Varlık Sınıfına Göre İslami Fon Varlıkları

Kaynak: Islamic Financial Services Board, 2019: 25

### 1.2.5.3. İslami Borsa Endeksleri

#### 1.2.5.3.1. Tanım

Borsa endeksi, bir piyasanın performansını belirlemek için önemli bir göstergedir. Borsa endeksleri yatırımcıların özkaynak portföylerini yönetmelerini sağlar. Borsa endeksi, ekonominin eğilimi ve genel gelişimi ve en büyük şirketlerin eğilimi hakkında bilgi sağlar. Endeksi oluşturan menkul değerlerin ortalaması alınarak veya piyasa değerindeki her bir menkul kıymetin değeri dikkate alınarak hesaplanır.

Borsa endeksleri "bir finans merkezinin veya bir finans piyasasının bir bölümünün performansını ölçer", yani yatırılan belirli bir sermaye miktarının ortalama bir getiri (performans endeksi) ile ilişkili olarak bir finansal yatırımdan kar veya kazanç elde etme kabiliyetini gösterir.

Etik yatırımcıların ortak hedefleri, değerleri ve inançları ile uyumlu yatırım fırsatları bulma arzudur. Tıpkı sosyal sorumluluk sahibi yatırımlara yönelik borsa endekslerinin ortaya çıkmasına ve çoğalmasına tanık olduğumuz gibi performans arayışı, dini değerlere göre belirlenen bir yatırım politikası ile çelişmez. İslami yatırım alanında da benzer bir fenomeni gözlemliyoruz. İslami endeksler, İslami fonların performansını ve dolayısıyla kar oranlarını, eşdeğer bir yatırım evrenini kapsayan endekslerle karşılaştırmayı mümkün kılar.

### 1.2.5.3.2. İslami Borsa Endeksleri: Tarih

Büyüyen Müslüman yatırımcıların talebini karşılamak için, büyük geleneksel derecelendirme kuruluşları için İslami borsa endeksleri oluşturulmuştur.

İlk borsa endeksi Dar al-Mal al-Islami (DMI 150), Nisan 1998'de "Faisal Finance" tarafından oluşturuldu. Böylece "Sosyal Bilinçli Müslüman Endeksi" (SAMI) 1998'de bir Amerikan bankası Clein Mans & Shrine tarafından başlatıldı. Şeriat'a uyumlu yatırımın mümkün olduğu en önemli 500 şirketin eylemlerini izlemek için kullanılır.

Daha sonra Şubat 1999'da Amerika Birleşik Devletleri'nde Dow Jones İslami Pazar Endeksi başlatıldı ve aynı yılın Ekim ayında FTSE tarafından başlatılan Küresel İslami Endeks Serisi gibi başka endeksler de yaratıldı. Bu son iki endeks, tüm uyumlu sektörleri hedefleyen ve uluslararası coğrafi kapsamı sağlayan küresel endekslerdi. O zamandan beri, geleneksel endekslerin ana sağlayıcıları büyük bir Şeriat endeksleri paneli oluşturdu. Bu endeksler şu anda dünyadaki çeşitli coğrafi bölgeleri kapsamakta ve aynı zamanda tüm yasal faaliyet sektörlerini kapsamaktadır.

### 1.2.5.3.3. İslami Borsa Endeksleri: Türü

- ✓ Dow Jones İslami Pazar Endeksi veya DJIMI: Şubat 1999'da başlatılan DJIMI, dünya çapında 66 ülkede İslami finans kriterlerini karşılayan şirketlerin evrimini yansıtmaktadır. DJIMI ailesi, coğrafi bölgelere ve faaliyet sektörlerine göre dağıtılan 90'dan fazla endeksi bir araya getirir.
- ✓ Finansal Time Menkul Kıymetler Borsası Şeriat veya FTSE Şeriat: FTSE ve danışmanlık şirketi Yasaar arasındaki ortak girişim operasyonundan oluşturulan bu seri, DIFX Şeriat endeksleri, SGX 100 ve FTSE Bursa Malezya endeksini (FTSE 2010) içermektedir.
- ✓ Standard and Poor's Şeriat veya S&P Şeriat: Standard & Poor'un ajansı, 2006 yılında kriterlerinin İslami versiyonu ve diğer yeni endeksleri başlattı.
- ✓ MSCI Küresel İslam Endeksi: (2007) 'de, MSCI (Morgan Stanley Capital International) ilk yeni İslami endeks ailesini, faaliyetleri Şeriat'a uygun olan MSCI Küresel İslam Endeksini başlattı. Yani İslami MSCI endeksi jenerik MSCI'den türetilmiştir. Altısı Golf İşbirliği Konseyi ülkelerine ait olmak üzere 76 ülkenin performansını yansıtmaktadır.
- ✓ Stoxx: Arap Baharı boyunca, Avrupa endekslerinin lideri STOXX şirketi 23 Şubat 2011'de faaliyetlerini Şeriat'a uygun ilk İslam endeksi STOXX Avrupa İslam Endeksi başlattı. Avrupa ülkelerinden büyük şirketlerden oluşur ve büyümelerini yansıtır. Bu,

İslami Euro Bölgesi borsalarının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu şirket endeksinin iki alt bileşeni aynı şirket tarafından oluşturulmuştur: Stoxx Avrupa İslami 50 endeksi ve Euro Stoxx İslami 50 endeksi.

#### 1.2.5.3.4. Diğer Endeksler

Uluslararası pazarlarda piyasaya sürülen ana endeksleri sunduktan sonra, bununla birlikte, diğer İslami borsa endeksleri de mevcuttur ancak kapsama alanı ulusal düzeyde sınırlıdır. İşte kendi İslami borsa endekslerine sahip birkaç borsa şunlardır:

- ✓ Tayvan Menkul Kıymetler Borsası İslam endeksi ile FTSE Kasım 2008'de ortaklaşa başlatıldı.
- ✓ Kendi İslam endeksine sahip Malezya borsası KLSI (Kuala Lumpur Şeriat Endeksi), ikincisi 2007'de İngiliz borsa FTSE ile ortaklaşa başlatılan ve sırasıyla Malezya yatırımcıları ve yabancı yatırımcılar için tasarlanan "FTSE Borsa Malezya EMAS Şeriat Endeksi" ve "FTSE Borsa Malezya Hicri Şeriat Endeksi" ile değiştirildi.
- ✓ Bakheet endeksi 2007 yılında Suudi Arabistan'daki Riad borsasında açıldı.
- ✓ Kuveyt borsasında Kuveyt Şeriat Kriterleri Endeksi de dahil olmak üzere İslami endeksleri de mevcuttur.

#### 1.2.5.3.5. İslami Endeks Pazarı

2018 yılında 2017 yılında olduğu gibi, İslami hisse senedi endekslerinin çoğu geleneksel kriterlere göre daha iyi performans sergilemiştir. İslami hisse senedi endekslerinin getirilerini geleneksel endekslere göre ve üç ve beş yıllık zaman dilimindeki toplam getirileri analiz eden İslami hisse senedi endeksleri, tüm göstergeler için nispeten daha iyi performans göstermiştir.

**Tablo 1.3 S&P Global 1200 Endeksinin Toplam Getirisi ve S&P Global 1200 Şeriat Endeksi (2017)**

	S&P Global 1200 Index	S&P Global 1200 Shari'ah Index
2017	23.84%	25.91%
3 Yr	10.16%	10.66%
5 Yr	12.14%	12.68%
10 Yr	5.67%	6.93%

**Kaynak:** Islamic Financial Services Board, 2018: 32

**Tablo 1.4 Global Index ve DJM World Index'in Toplam Getirisi (2017)**

	DJ Global Index	DJ Islamic Markets World Index
2017	21.8%	25.2%
3 Yr	7.4%	8.3%
5 Yr	8.8%	9.6%

**Kaynak:** Islamic Financial Services Board, 2018: 32

**Tablo 1.5 S&P Global 1200 Endeksinin Toplam Getirisi - S&P Global 1200 Şeriat Endeksi (2018)**

	S&P Global 1200 Index	S&P Global 1200 Şarī'ah Index
2018	-8.17%	-4.79%
3 Yr	7.39%	8.64%
5 Yr	5.29%	6.76%
10 Yr	10.29%	11.11%

**Kaynak:** Islamic Financial Services Board, 2019: 22

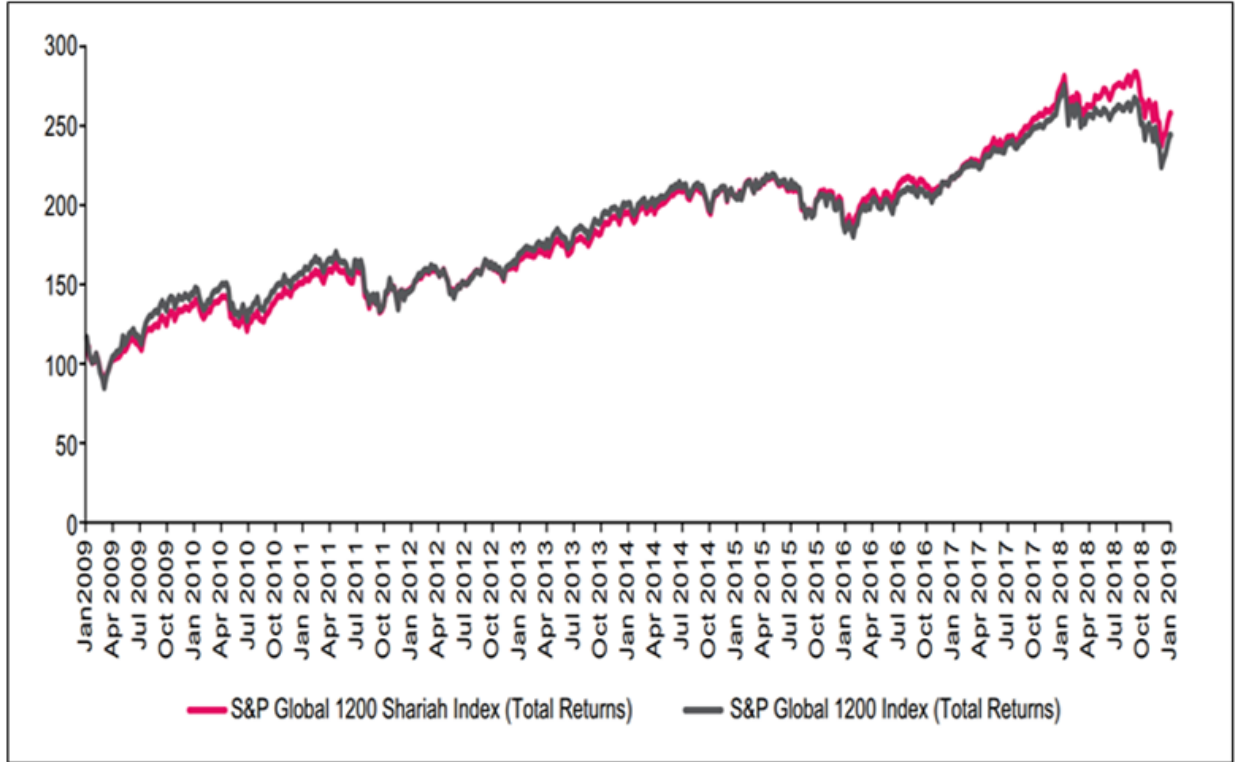
**Tablo 1.6 S&P Global BMI Endeksi ile S&P Global BMI Şarī'ah Index'in Toplam Getirileri (2018)**

	S&P Global BMI Index	S&P Global BMI Şarī'ah Index
2018	-9.67%	-6.47%
3 Yr	7.02%	8.24%
5 Yr	4.72%	6.22%
10 Yr	10.36%	11.30%

**Kaynak:** Islamic Financial Services Board, 2019: 22

Daha uzun vadeli eğilime bakıldığında, Ocak 2009'dan Ocak-2019'a 10 yıllık bir sürede S&P Küresel 1200 Şeriat Endeksi, aynı dönemde S&P Küresel 1200 tarafından üretilen % 10,29'luk getirilere kıyasla % 11,11 getiri sağlayıp daha yüksek getiri sağladı görülmektedir. Benzer geleneksel ve İslami endeksler arasında da benzer uzun vadeli bir eğilim gözlemlenmiştir.





Şekil 1.17 On Yıllık Tarihsel Performans

Kaynak: Islamic Financial Services Board, 2019: 22

#### 1.2.5.4. İslami Filtreleme

İslam hukuku yatırımla ilgili belirli yasaklar içermektedir . Dolayısıyla, İslami Finans'ta, söz konusu ürünlerin bu yasakların bir parçası olup olmadığını tespit etmeyi içeren belirli bir filtreleme (Belabes, 2010: 25-28) vardır. Çünkü, İslami finans kurumları yasaklardan biriyle bağlantılı finansal ürünler üzerinde pazarlık yapamazlar. Bu bağlamda, İslami Finans etik ve sosyal açıdan sorumlu bir finansman olarak algılanabilir, böylece dini yasaları ihlal edebilecek ve bireyler için zararlı sonuçlar doğurabilecek yatırımlardan kaçınılan bir yatırım aracı ortaya çıkmaktadır. Finansal olmayan filtreleme ve finansal filtreleme olmak üzere 2 tür filtreleme bulunur (bunlar tamamlayıcıdır).

##### 1.2.5.4.1. Ekstra Finansal Filtreleme

Nitel kriter yatırım konusu şirketin faaliyetine şeriat ile uyumu ile ilgilidir. Şeriat, bazı ticari yasadışı veya haram faaliyetleri iki farklı dereceye göre sınıflandırır:

Birinci seviye öncelikle şirketin ana faaliyeti ile ilgilidir, ana faaliyeti haram olarak kabul edilen şirketlere herhangi bir yatırım yapılması yasaktır. Alkol endüstrisi, pornografi, tütün endüstrisi, şans oyunları, domuz eti endüstrisi ve helal olmayan gıda ürünleri üreticileri gibi. Bu açıkça yasadışı sektörlere ek olarak, ana faaliyeti Şeriat yasalarına uygun görünen

bazı sektörler, az çok önemli yasadışı sektörlerle maruz kalmaları nedeniyle aynı şekilde tamamen dışlanabilir. Örneğin, geliri büyük ölçüde yasadışı sektörlerle bağımlı olan otel endüstrisi, tarım-gıda dağıtım sektörü, havayollarının durumu gibi. İkinci seviyeye gelince, ikincil faaliyetin bir dışlama nedeni olup olmadığını araştırmaktan ibarettir. Bu nedenle şirket, ikincil bir şekilde yürütülen yasadışı faaliyetlerden önemli ölçüde etkilenmemelidir. Daha spesifik olarak, bu ikincil faaliyet tarafından üretilen gelirin payı toplam gelirlerinin % 5'inden az olmalıdır.

#### **1.2.5.4.2. Finansal Filtreleme**

Faaliyetin niteliğine göre bu seçime ek olarak yatırımcı, borç piyasalarıyla yakından bağlantılı faaliyeti olan şirketleri elimine etmek için belirli bir seviyeyi (islam hukukçuların içtihatlarıyla belirlenen) aşamayan mali oranları kullanan şirketlerin nicel bir analizini yapılmalıdır. Bu ölçütler Müslüman hukukçular arasında fikirbirliği ile kabul edilmemektedir, çünkü bunlar Kuran'da veya Sünnet'te belirtilmemiştir. Bunu kolektif bir entelektüel çaba ile kuran Müslüman hukukçuları (içtihat).

##### **1.2.5.4.2.1. Borç Oranı**

Şirketin orta derecede borç altında olmasını (veya ideal olarak borçta olmamasını) sağlamak için borç seviyesini ölçmek adına kullanılan ilk filtredir. Gerçekten de, İslami finansı ayıran temel ilkelere biri, faiz getiren kredilerin yasaklanması ve iskonto uygulamasıdır, bu nedenle firmanın borç düzeyi dikkate alınır. Bu oranı hesaplamak için Şariat komiteleri ülkeden ülkeye farklılık gösteren formüller ve limitler benimser. Ancak uygulamaların standardizasyonu nedeniyle AAOIFI standartlarının mantığı benimsenmektedir:

$$= \text{Borçlar} / \text{Piyasa Değeri} \leq \% 33$$

Burada finansman ve kısa vadeli borçlardan bahsedilmektedir Ortalama piyasa değerinin% 33'ünün üzerinde bir borç seviyesi, şirketin finansal borçlarının önemi göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu portföyün bir parçası olamamaktadır.

##### **1.2.5.4.2.2. Likidite Oranı**

Faiz yasağı ilkesi, İslami finasta öncelikli bir ilkedir, bu nedenle, geleneksel bankacılık sistemine alternatif finansman teklifleri geliştirmiştir. İslami bankaların az bulunduğu veya şirketlerin paralarını geleneksel bankalarını yatırmak için kullandıkları

ülkelerde Şariat komiteleri, şirketin sahip olması gereken maksimum likidite seviyesini eşiklerle belirler. AAOIFI'ye göre, şirketin sahip olması gereken maksimum likidite seviyesi:  
= Kullanılabilirlik / Piyasa Değeri  $\leq 33\%$

Eldeki nakit veya banka hesabına yatırılan likidite ve faiz yaratabilecek menkul kıymetler kısa vadeli yatırım amaçlı menkul kıymetlerdir. Bu sıralama ölçütlerinin mantığı iki yönlüdür. İlk olarak, ana faaliyeti banka mevduatı veya finansal araçlar şeklinde nakit yatırmak olan ve faiz şeklinde finansal ürünler üreten firmaları ortadan kaldırır. İkinci neden, varlıklarının ağırlıklı olarak nakitten oluştuğu ve doğrudan nakit yatırımı gerektiren şirketlere yatırım yapmaktan kaçınmaktır.

#### **1.2.5.4.2.3. Alacaklar Oranı**

AAOIFI bu oran için aşağıdaki sınırları belirlemektedir:  
= Alacaklar / Şirketin Toplam Piyasa değeri  $\leq 33\%$

Bu oran için dikkate alınan alacaklar hem kısa vadeli hem de uzun vadedir. İslami endekse dahil olan şirketin, izin verilen eşiği aşan bir borcu bulunmamalıdır. Şirketin varlıklarının çoğunluğu alacak şeklinde ise, şirketin dönen varlıklarına ağırlıklı olarak nakit akışları hakimdir ve bu alacakların geri alınamaz olma riski vardır.

#### **1.2.5.4.2.4. “Saf olmayan” geliri arındırma oranı**

Sözde “saf olmayan” gelirin saflaştırılması, yasadışı sektörlerden hayır kurumlarına veya kamu yararına tanınan derneklere gelir ödemeyi içerir. Bu yükümlülüğün doktrinel kökeni üzerinde görüşbirliği yoktur. Bazıları için sadece temettü gibi ödemeler buna tabidir, diğerleri için, menkul kıymetler üzerindeki sermaye kazançlarını eklemek gerekir, çünkü fiyatlardaki herhangi bir artışın, şirketin toplam değer artışını dikkate aldığı varsayılmaktadır. İkinci durumda, yasadışı faaliyetlerle ilgili sermaye kazancının payının değerlendirilmesi zordur. (Elfakhani ve diğerleri, 2005: 6) için arındırma herhangi bir gelir dağılımından önce fon yöneticisi tarafından yapılabilir. Alternatif olarak, yatırımcılar, yatırımcılara temizlenmesi gereken tutarı beyan edebilir, böylece bunu bireysel olarak yapabilirler. İkinci yöntemin İslami fonları geleneksel fonlarla daha benzer kıldığını iddia ediyorlar. Ancak AAOIFI, arındırma sorumluluğunun esas olarak yöneticiye ait olmasını önermektedir. Kısacası, temizleme süreci, helal olmayan gelirlerin hayır amaçlı temsil edildiği belirli bir miktar kar veya temettü ödemesinin düşülmesini içerir. Kâr dağıtmadan önce kesinti yapan İslami fon yöneticileri tarafından ya da fon yöneticilerinin temettülerinden düşülecek tutar konusunda tavsiyesini aldıktan sonra İslami fon yatırımcıları tarafından gerçekleştirilebilir.

Şirketten gelen saf olmayan gelir (örneğin Haram faaliyetleri yoluyla alınan gelir) toplam gelirin % 5'ini geçmemelidir.

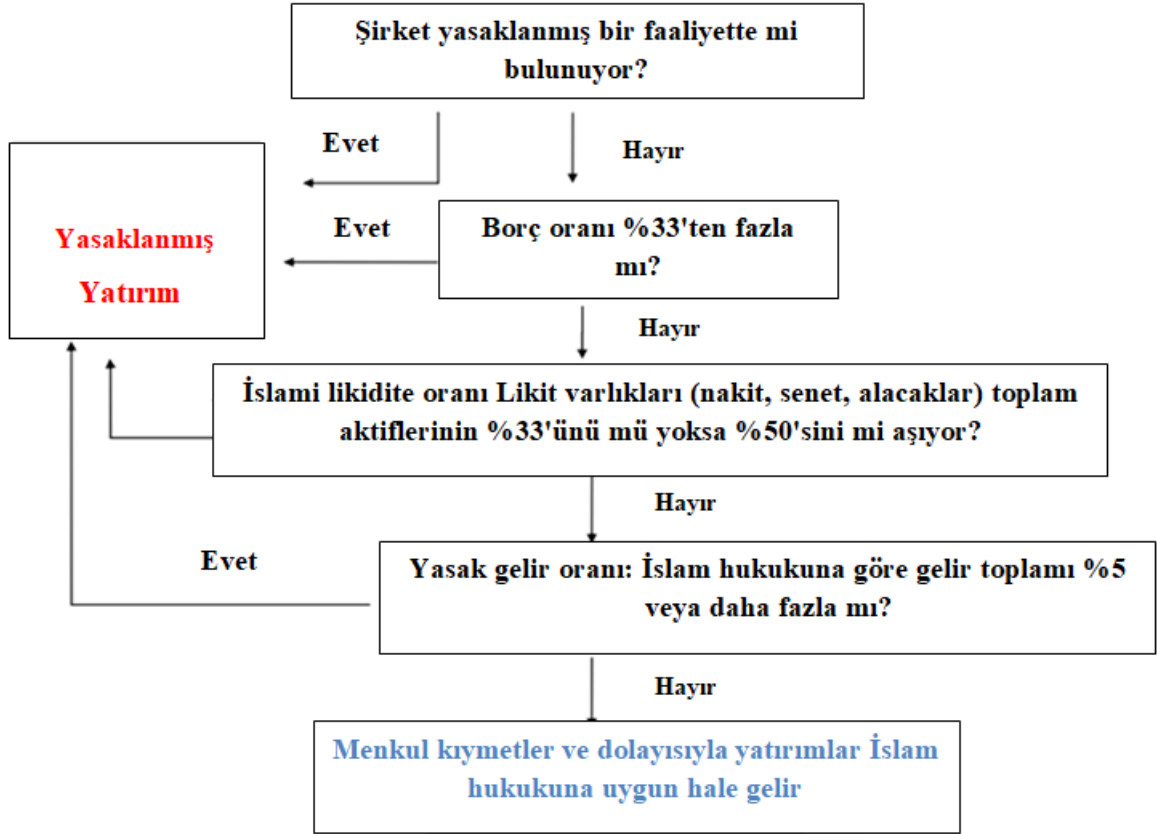
Aynı varlık (AAOIFI), oranın hesaplamasını ve eşliğini aşağıdaki gibi sabitler:

$$= \text{Döviz kazancı hariç finansal gelir} / \text{Toplam gelir} \leq \% 5$$

**Tablo 1.7 İslami endekslerin ana aileleri tarafından uygulanan nicel filtreler**

	<b>Borç seviyesi</b>	<b>Parasal varlıkların seviyesi</b>	<b>Alacakların seviyesi</b>	<b>İkincil yasadışı gelir düzeyi</b>
<b>Dow Jones</b>	Toplam Borç / Biyasa Değeri (24 aylık ortalama) <% 33	Nakit + Parasal ürünler / Piyasa Değeri (24 aylık ortalama) <% 33	Alacaklar / Piyasa Değeri (24 aylık ortalama) <% 33	Yasadışı Gelir Toplam Gelirin <%5'i
<b>FTSE</b>	Toplam Borç / Toplam Aktifler <% 33	Nakit + Parasal Ürünler / Toplam Aktifler <% 33	Alacaklar + Nakit / Toplam Aktifler <% 50	Yasadışı Gelir Toplam Gelirin <%5'i
<b>S&amp;P</b>	Toplam Borç / Piyasa Değeri (36 aydan ortalama) <% 33	Nakit + parasal ürünler / Piyasa Değeri (36 aylık ortalama) <% 33	Alacaklar / Piyasa Değeri (36 aydan ortalama) <% 49	Yasadışı Gelir (faiz hariç) Toplam Gelirin <%5'i
<b>MSCI</b>	Toplam Borç / Toplam Aktifler <% 33,33	Nakit + Parasal Ürünler / Toplam aktifler <% 33	Alacaklar + Nakit / Toplam Aktifler <33,33%	Yasadışı Gelir Toplam Gelirin <%5'i
<b>SEC of Malaysia</b>	n/a	n/a	n/a	Yasadışı Gelir (türle sınırlı) Toplam Gelirin <% 5 ile 25'i

**Kaynak:** Binmahfouz, 2012: 79



Şekil 1.18 İslami filtreleme

Kaynak: Cekici, 2009: 14

Finansal olmayan ve olan filtrelerin yatırımcılar için iyi bir araç olduğu doğru olsa da, İslami filtreleme, menkul kıymetlerin niteliğine ve etik ilkelere saygılı olup olmamalarına dayanmaktadır (Forget, 2009:1-4). İslami finans birçok ilke ve yasağa dayanmaktadır. Bu nedenle, bir zararda, kar ve zarar paylaşımının doğru bir şekilde gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğini veya risklerin piyasa oyuncuları tarafından paylaşılıp paylaşılmayacağını nasıl ayırt edebileceğini bilmek zor olabilir. İslami filtrelemenin bir dizi başlık ve Şariat ilkelerine uygunluklarının doğrulanması anlamına geleceği akılda tutulmalıdır. Nitel bir bakış açısından, bu, herhangi bir şirketin tedarikçileri, müşterileri veya ortakları ile aynı zamanda genel olarak toplumla sürdürdüğü ilişkiler hakkında bilgi edinmeyle ilgilidir. Başka bir deyişle, şirketin, çevrenin korunmasına katkıda bulunup bulunmadığını, profesyonel entegrasyonu destekleyip desteklemediğini veya örneğin uluslararası çalışma organizasyonunun kurallarına uyup uymadığını bilmek önemlidir. Nicel bir bakış açısından, bir ürünün üretim sürecinde doğal kaynakların tüketimi ile ilgili herhangi bir gösterge izlenecek bir kriter olabilir (enerji, su, elektrik, hammadde, vb.).

### 1.2.5.5. İslami Bankalar

#### 1.2.5.5.1. Rakamlarla İslami Banka

2007/2008 mali krizinin ve yüksek faiz krizinin şiddetine rağmen, İslami bankaların büyük bir direnç ve büyüme kapasitesi gösterdikleri kaydedilmiştir. Nitekim, 2008 yılında, İslami bankaların büyüklüğü yıllık % 15'lik tahmin artışı ile 850 milyar USD'ye ulaşmıştır (Yılmaz (2009)). 2011 yılında Financial Times, İslami bankaların toplam varlıklarının (geleneksel bankalar tarafından açılan İslami pencereler dahil) toplam finansal varlıkların yaklaşık % 1.5'i civarında olduğunu tahmin etmiştir. The City UK'ye (2011) göre, bu varlıklar 2008 sonunda 947 milyar UDS'den 2009 sonunda 1041 milyar USD'ye yükselmiştir. Uluslararası Para Fonu tarafından yürütülen ve Hasan ve Dridi (2010) tarafından yapılan bir çalışma kapsamında 2007 ve 2008 yıllarında İslami bankaların kârlılık, kredi ve varlık büyümesi açısından geleneksel benzer bankalardan daha iyi performans gösterdiği sonucuna varmışlardır. Bugün, 2019 İslami finans geliştirme raporuna göre, İslami bankalar tarafından yönetilen varlıklar 2018'de 1.76 trilyon dolara ulaşmıştır.

İslami bankalar dünyanın hemen hemen her yerinde mevcut ve kapsamı artık sadece Müslüman dünyasına yönelik değildir, uluslararası alanda genişlemektedir. Bu gelişme, bu bankaların bir yandan müşterileri ile ticari ilişkilerin geliştirilmesi ve diğer yandan Banka başarısızlığı riskini (ortaklık aracılığı ve şoklara karşı direnç) en aza indiren kâr ve zararların paylaşılması ile kolaylaştırılan risk yönetimi arasında bir denge bulabilmeleri ile açıklanmaktadır.

#### 1.2.5.5.2. İslami Bankaların Tanımı Ve Sınıflandırılması

İslami Banka, İslami Şeriat hükümlerini tüm ilişkilerinde ve hizmetlerinde kâr veya zarara ortal olma ilkesine dayalı olarak mali aracılık kavramını uygulayarak ve yetkililerin vekâleti ile uygulamayı taahhüt eden herhangi bir bankadır (Falih, 2006: 54).

Daha basit bir ifade ile İslami bir banka mevduat kabul eden ve faizli borç verme ve borçlanma işlemleri hariç tüm bankacılık faaliyetlerini yürüten bir kurumdur. Net kazançlarını her yatırılan mevduatın tarihi ve tutarı ile orantılı olarak mevduat sahipleriyle paylaşır (Mabid Ali Al-Jarhi ve Munawar, 2002: 25).

Ayrıca, fıkıh açısından birkaç tanımı vardır. Örneğin, Al Najar'a göre İslami banka, İslami dayanışmanın inşasına, paylaşım eşitliğinin sağlanmasına ve bu fonların İslami bir yola yatırılmasına izin veren Şeriate dayalı fonları toplayan ve kullanan bir kurumdur. İslami bankaların ilahi yasaların belirlediği ahlak ilkeleri temelinde İslam Şeriatı çerçevesinde faaliyet gösteren ve kalkınma amaçlı finansal araçlar olduğunu tespit etmektedir. Ona göre bu

bankaların amaçları sermayenin toplumdaki rolünü belirlemektir. Kalkınma, sosyal ve finansal araçlardır, çünkü ticaret yönetimi açısından bankaların rolünü oynarlar. Bir yandan kalkınma enstrümanıdır, topluma karşı yürüttükleri hizmetleri ile kalkınmayı sağlarlar ve fonlarını bu aynı toplumun iyiliği için yatırıma konu ederler. Öte yandan, aynı zamanda sosyal araçlardır, çünkü aynı zamanda işleyişlerinde bireyleri harcamaları ve tasarruf etmeleri için eğitirler ve kendileri için olumlu sonuçlar elde edebilecek fonlarını geliştirmelerine yardımcı olurlar ve toplum için ve özellikle de toplum üyeleri arasında, zekatı ödemeye, tahsil etmeye ve meşru nedenlerle harcamaya davet ederek dayanışma gerçekleştirilmesini sağlarlar (Al Najar, 1982: 9-10).

Fakat farklı bir düzeyde, İslami bankalar şu şekilde tanımlanmaktadır: İslami bankacılık faaliyeti insanların parasal kaynaklarını çekmek ve bunları doğru şekilde kullanmak ve onları Şeriat ilkeleri ile neler yapabileceğini belirlemek ve bu çerçevede artırmak suretiyle insanlığa ve ekonomisinin gelişmesine hizmet eden parasal bir kurumdur (Alkhadiri, 1995: 17).

### **1.2.5.5.3. İslami Bankaların Geleneksel Bankalara Göre Özellikleri**

Gerçekte, İslami bankacılık ve geleneksel bankacılık çeşitli açılardan birbirine benzemektedir. Ancak, İslami bankaların üzerinde durulması gereken önemli sayıda özelliği vardır. Buna bağlı olarak, İslami bankaların geleneksel bankalardan önemli farklılıkları vardır. Bu özellikler onların varlığını açıklar.

Birincisi, bankacılık aracılığının rolünün tanımlanmasıdır. Geleneksel bir bankada, banka ile mevduat sahibi arasındaki ilişki bir borçlu / alacaklı ilişkisidir. Bankalar müşterilerden faiz karşılığında mevduat alır ve faizle para verir. Öte yandan, İslami banka ile mevduat sahibi arasındaki ilişki, mevduat sahibinin gerçekte yatırımcı riski taşıdığı bir yatırım ortaklığıdır.

İkinci olarak, faiz yasağı İslam hukuku (Şeriat) tarafından getirilen kâr ve zararların paylaşılması ilkesi ile birleştiğinde, mevduat sahiplerini önceden belirlenen bir faiz oranına göre ödemeye zorlayamaz. İslami bankaların mevduat sahipleri (yatırım hesabı sahipleri) yatırımcı olarak kabul edilmektedir. Banka tarafından yönetilen fonları, şeriate uyumlu projeleri finanse etmek için kullanılır ve bu projelerin gerçek getiri oranında ödenir. Bu durumda, borçlu banka tarafından finanse edilen projenin günlük yönetimini sağlamalıdır, ikincisi ise sadece finansman sağlar (mudarebe) veya projenin yönetimine (muşareke) katılır. Proje sonucu, sözleşmede önceden belirlenmiş bir dağıtım anahtarı ile banka ve borçlu arasında paylaşılacaktır.

Son olarak, önemli diğer unsur, İslami bankaların kendilerini yeniden finanse edebildikleri bankalararası para piyasasının olmamasıdır. Bu farkın, daha sonra ele alacağımız tema için, bankacılık sektörünün istikrarı için belirsiz bir rolü vardır. Gerçekten de böyle bir piyasanın bulunmaması, bankalar arasında iflasların yayılmasını önler ve bu nedenle geleneksel bankacılık sektörünün doğasında var olan sistemik riski sınırlar. Ayrıca, İslami bankalar, likiditeye ihtiyaç duymaları halinde, bunu elde etmek için diğer bankalara başvuramazlar. Merkez bankası, para politikasının bir parçası olarak İslami bankalara likidite sağlamada, olmasa da marjinal bir rol oynamaktadır ve son çare kredisi vermez. Bu, İslami bankaların geleneksel bankaların aksine para yaratma gücüne sahip olmadıkları için anlaşılabilir bir durumdur, çünkü onlara göre "krediler mevduat yapmazlar" ve projeleri yalnızca mevcut kaynaklar (toplanan fonlar) veya kendi fonları temelinde finanse ederler. Ancak, bunları likidite durumuna sokabilecek ve fonlanan projelerde karşı taraf riskine girebilecek bir vade dönüştürme faaliyeti yürütürler.

Özetle, İslami bankacılıkta her türlü bankacılık faaliyeti vardır; ancak, borçlanmalar ve krediler faize dayalı değildir. Temelleri kar ve zarar paylaşımıdır dayalıdır. Ayrıca, mali faaliyetlerin toplamı İslam hukuku ve Şeriat ile uyumludur. İslami araçlar müşterilere finansal hizmetler sağlamak için kullanılır. Aksine, geleneksel bankacılık sistemi faiz üzerine kuruludur. Ek olarak; dini kuralların bankacılık sistemine ve finansal faaliyetlere müdahale etmesine izin verilmez.

#### **1.2.5.5.4. İslami Bankanın Hedefleri**

İslami bankalar, dini referansları olan, yani İslam'ın kurallarına saygıya dayanan kurumlardır. Ancak, sosyal ve finansal hedefleri takip ederler. Gerçekten de, geleneksel veya İslami herhangi bir bankacılık sistemi, sermayeyi kârlı yatırım projelerine yönlendirerek mümkün olan en iyi kullanımı arar. Kar ve zararları paylaşma ilkesine dayanarak, İslam bankası kendisini etik finansta önemli bir oyuncu olarak sunar; asıl amacı insan onuruna saygı gösterirken ekonomik kalkınmayı teşvik etmek ve geliştirmektir (Ben Abdellah, 2010: 30).

Badr Ben Ali Ben Abdellah'a göre, İslami bankaların iki tür hedefi vardır (Djoufouet, 2020:148):

- ✓ Kısa ve orta vadeli hedefler: Kazanç elde etmek amacıyla yatırım yapmak yoluyla tasarrufları toplamak ve geliştirmek, geleneksel bir bankanın finansman, transfer, kredi kartı gibi tüm hizmetlerini islam hukuku tarafından çizilmiş sınırlar dahilinde sunmak ve nihayetinde daha fazla sermaye çekmek ve önemli ölçüde kâr sağlamak için yeni yatırım ve finansman tekniklerini uygulamak.



- ✓ Uzun vadeli hedefler: İslami bankalar, diğer şeylerin yanı sıra, özgür, dürüst ve uygulanabilir bir finansal sistem, enflasyonla mücadele, üretken tasarrufların teşvik edilmesini amaçlamaktadır. En asil amacı, ulusların zenginliğinin eşit dağılımına dayanan adil, etik ve evrensel bir ekonomik sistemin kurulmasıdır.

#### **1.2.5.5.5. Banka Hesapları**

İslami bankalar işlemlerini üç tür teminatsız banka hesabına dayanarak finanse etmektedir (Causse-Broquet, 2012: 208):

##### **1.2.5.5.5.1. Vadesiz Mevduat Hesapları (Cari Hesap)**

İslami bankadaki cari hesap, geleneksel banka tarafından sunulanla hemen hemen aynıdır. Gerçekten de, bu hesaba para yatırma işlemleri çek ve banka havalesi ile yapılabilir. Bu hesabın sahipleri, hesap bakiyesine bakılmaksızın, mevduatları ile ilgili herhangi bir ücret ödemez ve almazlar. Banka fonları istediği gibi kullanır, her zaman pozitif bir hesap bakiyesi gerektirir ve banka başka herhangi bir zararını finanse etmede yatırılan bu fonların yatırımından elde edilen kârdan yararlanır. İslami banka, iki nedenden dolayı banka kredili mevduat hesabı uygulamamaktadır. Bu işlem bir yandan faiz gerektirirken, diğer yandan banka ödünç verilen fonların kullanımına önemsemektedir.

##### **1.2.5.5.5.2. Yatırım Hesapları**

Yatırım hesapları, İslami bankalar için ana fon kaynağıdır. Faaliyet biçimleri tamamen Şeriat'ın ilkelerine uygundur, çünkü kâr ve zararların paylaşılması ilkesine dayanırlar. Nitekim, nominal değerde geri ödeme garantisi yoktur, mudilerin sabit bir ücreti yoktur, ücretleri bankaların kar ve zararlarının paylaşılması ilkesine dayanmaktadır. Sözleşme ile, müşteri bankayı fonlara projelere yatırım yapmaya yetkilendirir. Sözleşme, öngörülen operasyonlarla ilgili tüm hüküm ve koşulları içermelidir: nesne, son tarih, paylaşım kuralı, vb. Para yatırma süresi genellikle 6 ay ila 3 yıl veya daha fazladır. Sözleşme yenilenebilir ; Banka bir yönetim komisyonu alır, bu nedenle komisyonun çıkarıldıktan sonra “temettüleri” hesaplanır. İki ana hesap kategorisini ayırt edebiliriz: Standart hesaplara sınırsız ve kısıtlayıcı hesaplar.

- ✓ Standart hesaplara sınırsız (veya kısıtlayıcı olmayan) yatırım mevduatı da denir. Daha sonra fonlar bir yatırım havuzu oluşturmak için bankanın fonlarına entegre edilir. Getiri ödemesi yıl sonunda gerçekleşir. Bu hesaplar, prensip olarak, yatırım birkaç operasyon içerdiğinden müşteri için daha az risklidir;

- ✓ "Etkilenen" hesaplara sınırlı (veya kısıtlayıcı) yatırım mevduatı da denir. Banka, mevduat tarafından belirtilen fonlara sahiptir. Yatırılan fonlar bankanın fonlarıyla karıştırılmaz. Ödeme operasyonunun sonunda gerçekleşir.

### **1.2.5.5.5.3. Tasarruf Hesapları**

Tasarruf hesapları, İslami bir bankada bir tasarruf hesabının sahibinin, banka tarafından alınan riskin bir kısmını taşıırken banka tarafından üretilen sonucun bir kısmını faiz olarak almayacağı vadeli mevduat hesaplarıdır kardan önceden belirlenen payını alacaktır. Ayrıca, fonların yönetimi için ücretler hesaptan düşülecektir. Dikkat edilmesi gereken önemli bir fark, tasarruf sahiplerinin para çekmek istediklerinde bankalarını önceden bilgilendirmeleri gerektiğidir.

### **1.2.5.5.6. İslami Bankacılık Riskleri**

İslami bankaların özgünlüğü, faiz yasağı ile ilgilidir ve bu faiz yasağı, bu bankaların geleneksel meslektaşlarından daha fazla risk almasına yol açmaktadır. Gerçekten de, İslami bankalar faaliyetlerinin büyük bir kısmı için katılımcı bankalardır. Teklif edilen ve bu projelerin kullanımının sağlayacağı olası kazançlar üzerinden ödenecek projelerin finansmanına katılırlar. Bu nedenle, banka, şirketlere katılımı mümkün olduğunca engelleyen geleneksel bankaların aksine, herhangi bir hissedarın herhangi bir projede taşınması gereken tüm riskleri, yalnızca gelecekteki geri ödeme sermayesi ve faizi için maksimum güvenlikle çevrili krediler vererek güvence altına alacaktır. İslami bankaların ticari risklere katılmaya doğru ilerlemeleri, bu bankaların geleneksel bankalarda bulunanlardan farklı bazı banka-iş ilişkilerini benimsemelerine yol açacaktır veya İslam bankası bu müşteri adına mal satın alır ve varlık yönetiminin bir parçası olarak müşteri temerrüdü, piyasa riski ve operasyonel risk ile karşılaşabileceği bir dönem boyunca envanterini yönetmeye çalışır (Guéranger, 2009: 110).

### **1.2.5.5.7. İslami Banka Operasyonlarının Muhasebesi**

İslam bankası, sermaye sağlayıcıları ile fon başvuruları arasında çok daha aktif bir aracılık yapmaktadır. Dolayısıyla, İslami bir bankanın yükümlülükleri, geleneksel bir bankanın bilançosunda görüldenden önemli ölçüde farklıdır. Aslında, farklı mevduat kategorilerinden oluşur: bir yandan, müşteri tarafından yapılan ve yatırım amaçlı emanet edilen ve kar zarar paylaşımı karşılığında garanti edilmeyen mevduatlar (mudarebe mevduatı); diğer yandan, teminat ödemesi yapılmayan garantili mevduatlar.

Varlıklarda, bankanın özellikle dolaşımdaki varlıkların risklerini ve finansmanını sağlayan şirketlere katılımı gözlenir, hepsi şeriat ilkelerine (özellikle müşareke, mudarebe, murabaha) uygundur.

**Tablo 1.8** Bilanço yapısı arasındaki fark

Geleneksel Bankacılık		İslami Bankacılık	
Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
Sabit Kıymetler	Kalıcı Sermaye	Sabit Kıymetler	Kalıcı Sermaye
Yatırım Menkul Kıymetleri	Mevduat	Stocks (murabaha)	Yatırım Riski Rezervi
Yerleştirme Menkul Kıymetleri		Yatırım menkul kıymetleri	Gelir Dengeleme Karşılığı
Kredi	Diğer Borçlar	Girişim sermayesi yatırımları (müşareke)	Kar Paylaşım Mevduatı
Hazine		Sınırlı yatırımlar (mudaraba)	Mevduat Hesapları (Wadiah)
Diğer Varlıklar		Leasing (ijara)	Diğer Borçlar
		Almak için satın alınan mallar (selam)	
		Bedava kredi (qard hasan)	
		Hazine diğer varlıklar	

**Kaynak:** Guéranger, 2009: 204

Serbest kredi (Karzı Hasen) gibi bazı İslami ürünlerin özelliklerinden kaynaklanan iki bilanço arasındaki önemli farklılıkları görmekteyiz. Buna ek olarak, geleneksel bankaların kaynaklarında yasal bir sınır yoktur, İslami bankalarda ise belirli yatırım mevduatları sınırlandırılmıştır.

### 1.2.6. Katılım Sigortacılığı (Tekafül)

Tekafül sistemi 1400 yıldan beri farklı şekillerde uygulanmıştır. “Karşılıklı garanti vermek” ve “birbirine kefil olmak” anlamında olan Arapça “Kafala” kelimesinden türemiştir. En önemli özelliği ortak sorumluluk, kar zarar paylaşımı, üzerine kurulu olmasıdır (Müşareke). Teknik olarak Tekafül sigortacılığı karşılıklı sigorta usulüdür veya aynı toplumda yaşayan kişilerin belirli risklere karşı ortak sorumluluk almalarına sözleşmeleri olarak tarif edilebilir. Kişiler veya üyeler arasında ortak sorumluluk, işbirliği ve yardımlaşma üzerine kurulmuştur. Özet olarak, gönüllü bir bağışın ödenmesi karşılığında risk grup tarafından toplu olarak paylaşılıyor ve karşılanan risk türlerinin açık tanımı ile belirsizlik ve aşırı risk alma sözleşmeden beri tutuluyor.

IFKMDK 'ye (norm 26) göre: Katılım sigorta karşılaşılabilecekleri öngörülemeden belirli risklere karşı kişiler arasında bir anlaşmadır. Bu anlaşma, kişilerin bağış olarak ödeme yapmasını içerir ve bir tüzel kişilik statüsüne sahip ve bağımsız mâli sorumluluğu olan sigorta havuzu oluşmasını sağlar. Bu fonun kaynakları, sözleşmede öngörülen bir riske karşı, poliçe kuralları ve prosedürlerine uygun olarak, sigortalıları tazmin etmek için kullanılır.

IFHK'ye göre ayrıca: Tekafül geleneksel sigortanın İslami alternatifidir. Genel (mülkiyetin kapsamı) ve hayat (kişisel sigorta) formlarını içerir. Karşılıklı dayanışma fikrine dayanmaktadır.

### **1.2.6.1. Katılım Sigortacılığın İlkeleri**

İslami sigorta Tekafül sisteminin dayandığı ilkeler (Madfoune, 2013: 23):

- ✓ Katılımcı ve sigortalı olanların kaynaklarının ayrı olması.
- ✓ Teknik kârı sigortalı olanlara dağıtma taahhüdü.
- ✓ İslami kurallara uygun olmayan aktiflerden kaçınılması.
- ✓ İşlemleri yönetecek ve islami kurallara uyğunluğu denetleyecek olan bir kurulun oluşturulması.

#### **1.2.6.1.1. Kaynakların Ayrı Tutulması**

Katılımcıların ve sigortalıların kaynakları ayrı tutulması zaruri bir şarttır. Katılımcıların kesinlikle işlemlerden ne kar ne de zarar görmesi gerekmektedir. Aşırı risk alma (al gharar) ve faizi alma verme yasak oluşunu aşmak için prim, ortak çıkarları için, sigortalı kişiler topluluğuna verilen bir bağış şeklini almaktadır. Bu bağışlar teknik ve idare masraflarını karşılanması gerekmektedir. Operatör sadece kişilerin katkılarını yönetir, masrafları hesaplayıp havuzdan ödemeleri sağlamak ile sorumludur.

#### **1.2.6.1.2. Kârın Dağıtılması**

Tekafül şirketi, kârı üyelerine yeniden dağıtmayı taahhüt eder. Kabul edilebilir iki durum vardır: kâr istisnasız herkese dağıtılabılır veya herhangi bir hasar bildirmeyenlere dağıtılır (hasarsızlık indirimine benzer şekilde).

#### **1.2.6.1.3. İslami Kurallara Uygun Aktifler**

Mouhammed Patel ifade ettiği gibi “yatırımlar esas olarak şeriata, yani islami kurallara, ters düşmeyen şirketlerde yapılmalıdır. Ana faaliyeti tütün, alkol, domuz ürünleri, geleneksel finans hizmetleri (bankacılık, sigorta,...), silah ve savunma, kumar ve eğlence (şans oyunu, kumar, sinema, pornografi, müzik,...) sektörlerinde olan şirketlere yapılan yatırımlar

böylece hariç tutulmuş olur.» Aynı şekilde, islam hukuku tarafından yasaklanan ikincil ama kaydadeğer bir şekilde faaliyet yürüten ve bu tür faaliyetlerden elde edilen gelir payı toplam gelirlerinin % 5'ini aşan şirketlere yatırım da engelenmiştir (Douceret, 2010: 10) .

Ayrıca, Tekafül şirketleri, Dow Jones İslam Pazarı'nın Şeriat Kurulu tarafından bugüne kadar oluşturduğu üç finansal filtreye de uymak zorundadır. Bu finansal filtre sistemi, çok borçlu şirketlere yatırım yapmayı yasaklıyor.

#### **1.2.6.1.4. İslami Kurallara Uygunluk Kurulu**

Şeriata uygunluğu denetleme kurulu, islami ilimler uzmanları ve finansal alana uygulanmış islam hukuku uzmanlardan oluşmakta olup sigorta operasyonlarını izleyip şeriata uygunluğunu denetler.

Bu kurullar, Körfez ülkelerinde olduğu gibi her şirkete özel olabilir veya Malezya'da olduğu gibi ülke düzeyinde merkezi bir kurul olabilir.

#### **1.2.6.2. Katılım Sigortacılığın Modelleri**

Tekafül'da, şirketin yatırımcıları ile sigortalı olan üyeler arasında açık bir ayrılım mevcuttur. Üyeler, fona verdikleri katkılarını bağışlarlar; yatırımcılar ise üyeler adına operatör olarak hareket eder.

Tekafül şirketlerinin yönetim ve işleyiş şekli açısından tek bir türden oluşmamaktadır, yani her ülkenin kendi modeli vardır. Ancak, modellerde en yaygın kullanılan modeller Wakalah, Mudarebe (ortaklık) ve hibrit modelleridir. Ayrıca, çoğunlukla Pakistan ve Güney Afrika'da geliştirilen Al Waqf (vakıf) modeli de bulunmaktadır (Madfoune, 2013: 33).

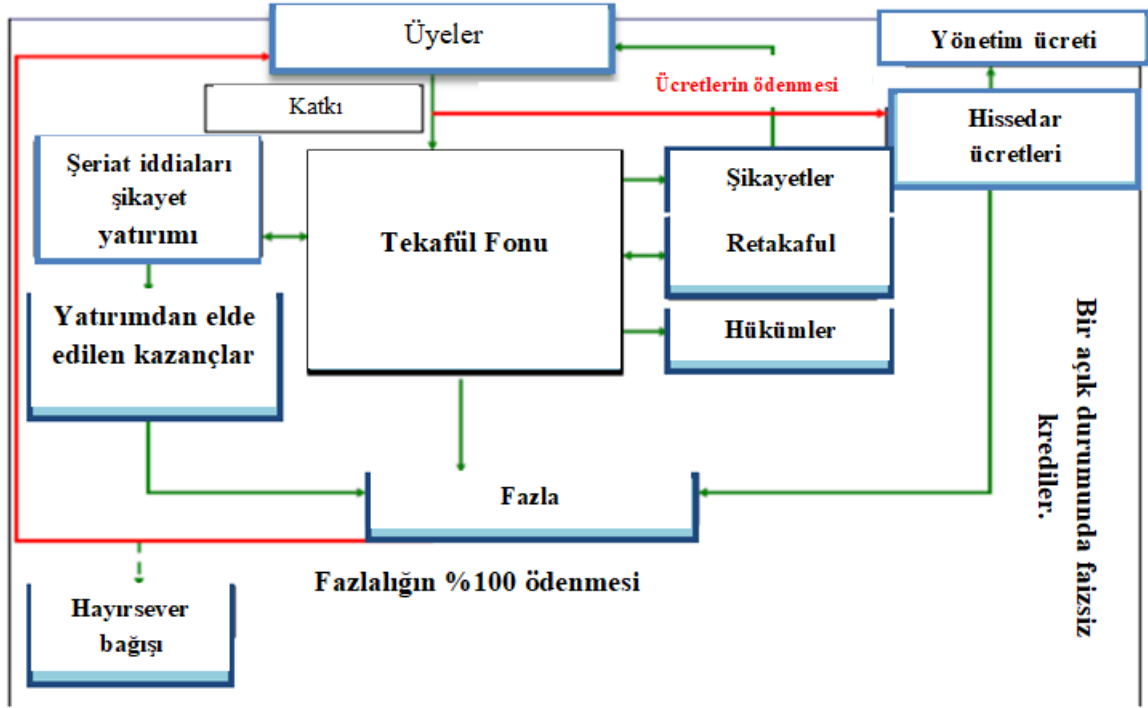
##### **1.2.6.2.1. Wakalah Modeli**

Bu model, kalan kâr paylaşımı yerine performans komisyonu verilmesini öngören bir sözleşmedir. Tekafülü işleten operatör katılımcıların vekili sıfatındadır ve fonu belirli bir ücret karşılığında fonu yönetir.

Operatörün önceden kararlaştırılan ve Katılımcıların ödediği katkılarla orantılı olarak Şeriat Konseyi'nin onayına tabi sabit bir komisyon alması nedeniyle ortak bir yatırım fonunununkiye benzer bir modeldir.

Wakalah ilkesine göre, katılımcıların bir temsilcisi olarak operatör, teknik ve yatırım kârı veya zararına konu olamaz.

Bununla birlikte, bir açık kaydedilirse faizsiz kredi (Qardh Al Hassan) verme taahhüdü şartı bu modelde geçerliğini korumaktadır (Douceret.2010: 25).

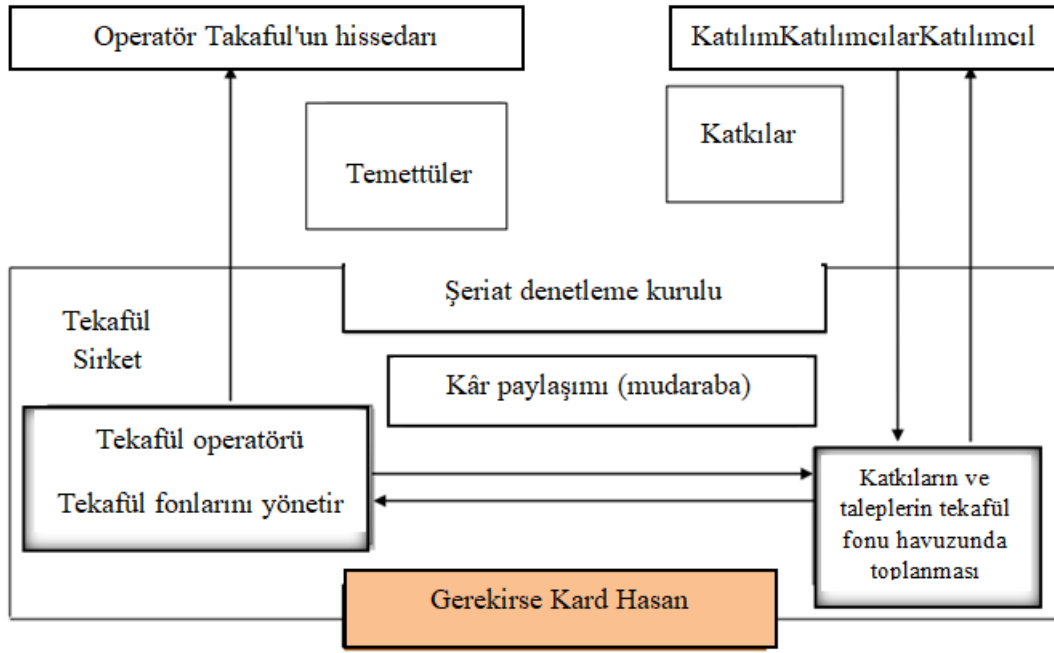


Şekil 1.19 Vekâlet modeli

Kaynak: Douceret.2010: 25

#### 1.2.6.2.2. Ortaklık (Mudarebe) Modeli

Mudaraba modeli esasen bir kar paylaşım modelidir. Wakalah modelinin aksine, operatör fon tarafından üretilen fazlalıklardan ve yatırım faaliyetleri yoluyla elde edilen kardan önceden tanımlanmış bir pay alır ve bu da onu yeni kayıt ve yatırım açısından verimli olmasını teşvik eder. Wakalah modelinde olduğu gibi, işletmeci bir açık tespit ederse sigortalı olanlara faizsiz kredi vermelidir (Douceret, M. H, 2010: 26).



Şekil 1.20 Mudarebe modeli

Kaynak: Doucere, 2010: 26

#### 1.2.6.2.3. Hibrit Model

Hibrit model her iki modeli, yani Wakalah ve ortaklık modellerini, birleştiren bir modeldir. İşletmeci, sigortalının ödediği katkı paylarından önceden sabitlemiş orantılı bir pay alır, ardından yatırım faaliyetlerinden elde edilen sermaye kazancından pay alır. Bazı finansal düzenleyiciler ve uluslararası kuruluşlar, her iki modelin de güçlü yönleri üzerine inşa ettiği için, bu modeli önermektedir. Bu aynı zamanda Orta Doğu'daki en yaygın uygulamadır: teknik yönetim için wakala ve yatırım açısından ortaklık (Mudarebe) (Khouaja, 2015).

#### 1.2.6.2.4. Vakıf Modeli (waqf)

Bu model Pakistan'da uygulanmaktadır (Madfoune, 2013: 39). Hibrit modelin özel bir uygulamasıdır. Katılımcıların yararına vakıf fonu adlı bir fona yatırımcılar tarafından yapılan ilk bağış yoluyla bir tüzel kişilik oluşturulmasını gerektirir.

Vakıf Fonu islami kurallara uyumlu bir varlıktır ve birçok araştırmacı, Tekafül sigortasını karakterize eden Teberu kavramını en yakın model olduğunu ifade eder.

Yatırımcılar vakıf fonunu oluşturmak için ilk bağışları yaparlar, bu bağışların miktarı operatörün kendi fonlarından düşürülür. Katılımcılar tarafından yapılan katkılar vakıf fonuna yatırılır ve bu fonun bir mülkü haline gelir.

Sadece fonun yatırım ve getirisinin (vakıf tutarının kendisinin değil) zararları ödemek için kullanılabileceği ve operatörün vakıf fonunun sermayesine, varlıklarına veya kârına sahip olmadığını, aksine görevi sadece fonun yönetimi olduğu da eklenmelidir.

Vakıf fonunda bir açık durumunda, operatör açığı kapatmak için faizsiz kredi (Qardh Al Hassan) sağlar. Bununla birlikte, fonun fazlalığı ile bu borç sonrasında ödenir.

### **1.2.6.3. Katılım Sigortacılığın Ürünleri**

Tekafül sigorta sözleşmeleri, şeriatın izin verdiği sınırlar dahilinde, geleneksel sigorta sözleşmeleri ile aynı hizmetleri sunmayı hedefler.

Tekafül sigorta ürünleri iki geniş kategoride sınıflandırılabilir:

- ✓ Genel Tekafül: emlak sigortası ve sorumluluk sigortasını kapsayan;
- ✓ Aile Tekafülü: hayat ve sermaye sigortası, sağlık sigortası ve ferdi yaralanma sigortasını içerir.

#### **1.2.6.3.1. Genel Tekafül**

Genel Takafül, katılımcılara kaza, yangın, sel, sorumluluk ve hırsızlık gibi risklerden kaynaklanan kayıplar için koruma sağlamayı amaçlamaktadır. Örneğin, evleri ve eşyaları yangına veya araçları kazalara karşı sigortalanması gibi.

#### **1.2.6.3.2. Aile Tekafülü**

Aile Tekafülü ise, katılımcıları ve sorumlulukları altındaki kişileri kaza veya kalıcı sakatlık gibi öngörülemeyen olaylara karşı korumayı amaçlar. Tekafül aile ürünleri arasında şunları sayabiliriz: Tekafül kredi, Tekafül birikim, Tekafül ihtiyat.

### **1.2.6.4. Katılım Sigorta Ve Geleneksel Sigorta Karşılaştırması**

Çeşitli argümanlar geleneksel sigortanın islami açıdan yasaklanmasını desteklemektedir. İlk ve en önemlisi, geneleksel sigorta işleminde bir garar unsuru bulunması, yani önemli bir belirsizliğin mevcut olması. Varsayımsal olarak, sigortalının ödediği prim ile hak talebinden zarardan dolayı alacağı sermaye veya tazminat arasında hatırı sayılır bir orantısızlık sözkonusudur. İkinci argüman ise, sigortacıların yaptıkları yatırımların niteliği ile ilgilidir, geleneksel sigortada şeriata uygunluk şartı aranmamaktadır.

Aşağıdaki tabloda iki sigorta formunun her birinin ana özellikleri vurgulanacaktır:



**Tablo 1.9 Katılım ve geleneksel sigorta karşılaştırması**

<b>Konu</b>	<b>Geleneksel Sigorta</b>	<b>Katılım Sigorta</b>
<b>Yatırımcı ve sigortalılar arasındaki sözleşme şekli</b>	Sigorta sözleşmesi gereği, prim olarak adlandırılan bir gelir karşılığında, yatırımcılar bir kaza veya diğer afetlerden kaynaklanan gelecekteki kayıplar durumunda sigortalıyı tazmin etmeyi kabul eder. Sigortalanan nesne için sigortalıdan yatırımcılara risk aktarımı söz konusudur. Tüm masraflar sigortalının ödediği primden karşılanır.	Sigortalılar adına Tekafülün işletilmesi ve yönetimi için sözleşme yapılır. En yaygın sözleşmeler ajans sözleşmesi (wakala) ve Mudarabah sözleşmesidir. Bir yönetim sözleşmesi olduğu için tüm yönetim giderleri sigortalıdan değil, yatırımcılardan tahsil edilir. (Sigortalılar varlıkları ile yatırımcıların varlıkları arasında net bir ayırım bulunmaktadır) Sigortalıdan yatırımcılara herhangi bir risk aktarımı söz konusu değildir.
<b>Kar ve zararların sigortalılar ve yatırımcılar arasında paylaşılması</b>	Sabit primli sigorta: Sözleşmenin katılımcı bir sözleşme olmadığı belirtildiğinde, prim derhal yatırımcıların varlıklarının bir parçası haline gelirken, gelecekteki bir zarara ilişkin herhangi bir gider pasiflerine dahil edilir. Kar ve zararlar tamamen yatırımcılardan tahsil edilir. Katılımcı sözleşme durumunda kar sigortalılar ve yatırımcılar arasında paylaşılır. Ancak, kayıplar tamamen hissedar yatırımcılar tarafından karşılanır. Karşılıklı sigorta durumunda zarar ve kâr bir sözleşme kapsamında sigortalılar arasında dağıtılır.	Sigortalılar riskleri paylaşmayı kabul eder. Sigortalılar aynı zamanda sigortalayanlardır. Kâr ve zararlar sigortalılar tarafından birikmiş primler aracılığıyla tamamen paylaşılır. Tekafül 'daki garar meselesiyle başa çıkmak için, prim (Tekafül 'da katkı payı olarak adlandırılır) teberru' (hibe, bağış) olarak ödenir. Sigortalılar Teberru Fonu'nun sahibi değildir.
<b>Yatırımlar</b>	Sigortalıların ve yatırımcıların fonları İslam hukukuna tabi değildir. Yatırımlar arasında faizli araçlar ve İslamın yasakladığı ürünler de yer alıyor.	Tüm yatırımlar (sigortalı kişilerin fonları ve yatırımcıların fonları dahil) İslam hukukuna uygun olması gerekir.
<b>Yönetim şekli</b>	Sabit primli sigorta şirketlerinde bir Genel Müdür ve bir Yönetim Kurulu bulunmaktadır.	Genel Müdür ve Yönetim Kurulu'nun yanı sıra İslam hukukuna uygunluğu gözetmek ve sağlamaktan sorumlu bir Şeriat Danışma Kurulu bulunmaktadır.
<b>Poliçede belirtilen koşullar</b>	İş hukukuna tabidir ve yasal düzenlemeye tabidir.	Poliçenin koşulları açık ve şeffaf ve İslam hukukuna uygun olmalıdır (bazı poliçe kuralları İslam hukuku açısından uygun olup olmadığı sorusu ortaya çıkabilmektedir).
<b>Teminatlar</b>	Sigorta sözleşmelerine genellikle sigortalı tarafından alınan belirli teminatlar eşlik eder. Genel olarak, bu garantiler, ödenen primin tüm talepleri ödemek ve tüm masrafları üstlenmek için yeterli olmasını sağlamak için tasarlanmıştır. Tasarruf ürünleri için minimum yatırım için getiri oranı talep edilebilmektedir.	Teminatları yok, ancak sigortalının talepleri ödemek için yeterli bir teberru ödeme taahhüdü bulunmaktadır. Yatırımcılar, gelecekteki taberru fon fazlası yoluyla geri ödenecek faizsiz kredilerle Tekafül Fonu açığının finansmanına katkıda bulunmaya davet edilebilir.

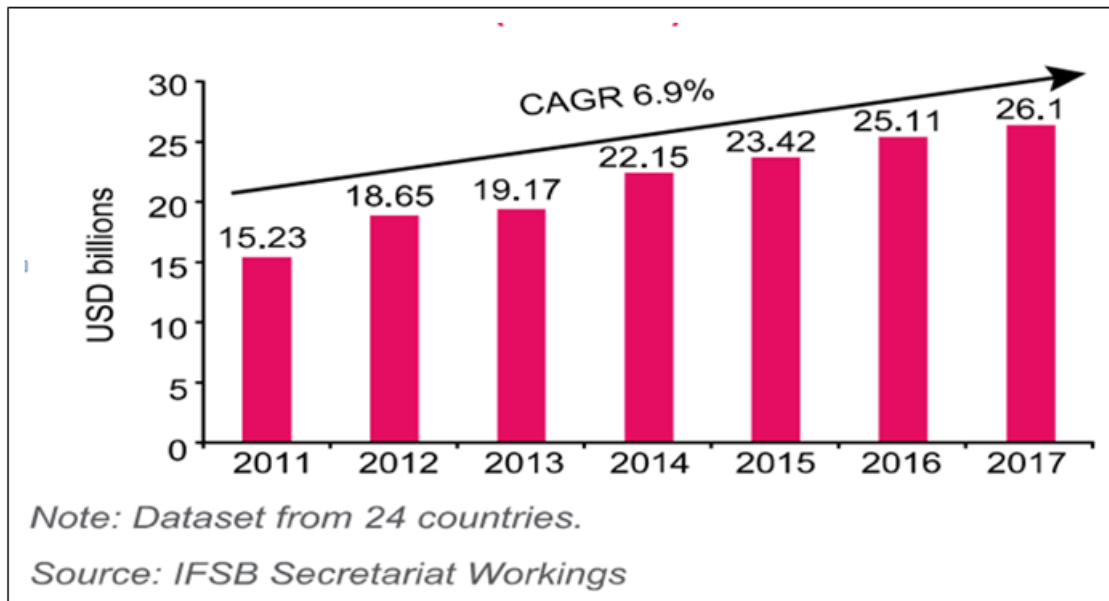
**Kaynak:** Khouaja, 2015: 48-49

### 1.2.6.5. Tekafül Sigorta Piyasası

Tekafül, modern haliyle Sudan'da 1979'da kurulan "İslami Sigorta Şirketi ile başladı. Daha sonra Malezya ve Orta Doğu Arap ülkelerinde gelişti. Suudi Arabistan ve Malezya şu anda Tekafül sigorta pazarına sırasıyla %40 ve %25 pazar payı ile hakim (2018 rakamları).

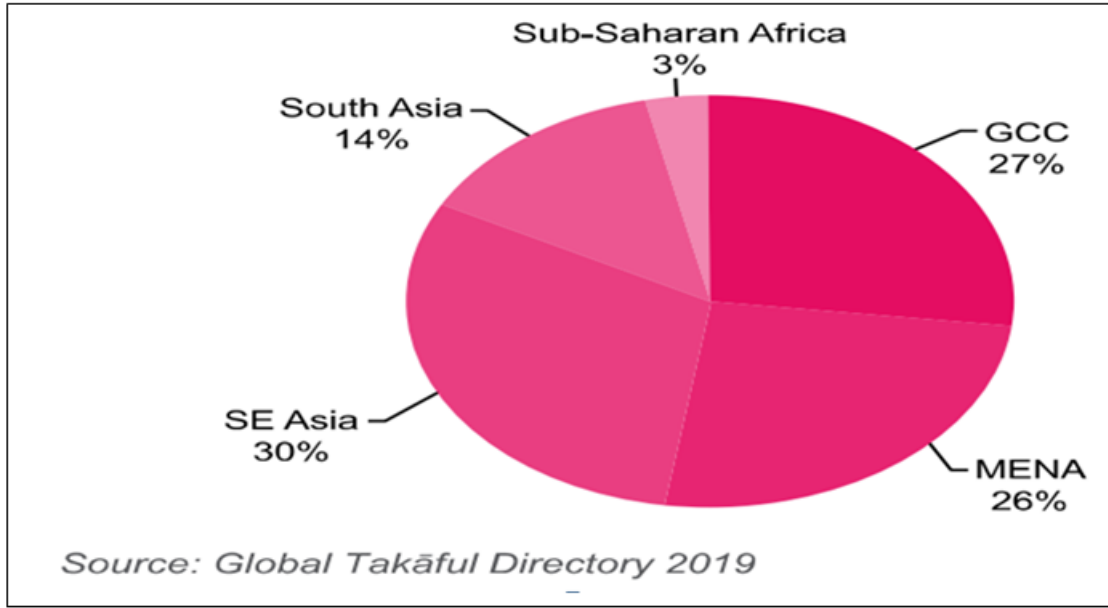
Birleşik Krallık, Tekafül 'ü finans merkezinde tanıtan ilk Avrupa ülkesi oldu. Onu Belçika, Almanya ve daha yakın zamanda Fransa gibi diğer ülkeler izledi.

IFHK 'nin 2019 İslami Finansal Hizmetlerin Kurulu Raporu'na göre, Tekafül 'un küresel pazarının toplam brüt katkısı yaklaşık 27,7 milyar dolar, yani İslami finans sektörünün toplam varlıklarının yaklaşık %1,3'ü olduğu tahmin ediliyor. Tekafül, küresel pazardaki marjinal payına rağmen, küresel sigorta primleri aynı dönemde sadece %3,8 artarken, brüt katkılarla 2017-2018 döneminde %13,1'lik bir artış ile etkileyici bir büyüme yaşamış (IFSB, 2019). 2018 yılında, dünya çapında, geleneksel sigortacıların açtığı Tekafül gişeleri dahil, 47 ülkede faaliyet gösteren 335 Tekafül operatörü tespit edildi (IFDI, 2019). 2018 yılında Tekafül brüt katkılarının en büyük oranı küresel brüt katkılarının %45'i ile CCG bölgesi oluştururken, bunu %39'u MENA bölgesinden (CCC hariç) ve geri kalan %16 ile Asya takip etti. İslami bankacılık sektöründe gözlemlenenlere benzer şekilde, Sahra altı Afrika'da Tekafül 'un küresel brüt katkılarında ihmal edilebilir bir paya sahip olduğu ve bölgenin son derece kullanılmamış potansiyele sahip olduğu ortaya çıkarmaktadır.



Şekil 1.21 Küresel tekafül brüt katkısı

**Kaynak:** Islamic Financial Services Industry Stability, 2019: 29



Şekil 1.22 Bölgelere Göre Tekafül İşletmeci Sayısı

**Kaynak:** Islamic Financial Services Industry Stability, 2019: 67

## İKİNCİ BÖLÜM

### İSLAMİ ENDEKSLERİN PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

#### 2.1. Geleneksel Ve İslami Endeks Üzerinden Hesaplanan Performans Ölçütleri Karşılaştırmaları

2008-2009 yılı, mali krizin şiddeti ve küresel yansımından dolayı çok sayıda ampirik çalışmanın ve teorik analizin konusu olmuştur. Bu çalışmalar temel olarak bu finansal krizin kökenleri ve sonuçları hakkındaki soruları yanıtlamaya çalışmıştır (Aglietta vd., 2009; Taylor, 2009). Çoğu çalışma, finansal piyasaların düşüşüne neden olan krizin kökeninde yüksek riskli bazı finansal uygulamaların (kredi menkul kıymetleştirilmesi gibi) olduğu konusunda hemfikirdir. Bu nedenle, son çalışmalar İslami bankaların yüksek faizli finansal krize karşı direncini analiz etmeye odaklanmıştır. Özellikle Wilson, 2009; Boumediene, 2009 yaptıkları çalışmada, subprime krizi sürecinde İslami bankaların daha dirençli oldukları sonucuna ulaşmışlardır. Farklı çalışmalarda ise tam tersine, finansal krizle ilgili olarak iki banka türü (İslami ve geleneksel) arasında direnç derecesi açısından anlamlı bir fark olmadığı ifade edilmektedir (Kassim & Abd Majid, 2010). Benzer şekilde, diğer çalışmalar, son zamanlardaki subprime finansal krizin İslami bankalar da dahil olmak üzere küresel finansal sistemi etkilediğini göstermiştir (Rashwan, 2012). İslami borsa endeksleri üzerine yapılan çalışmaların az olduğu ve bilim camiası tarafından ilgi gösterilmediği ifade edilebilir. Bu durum, endekslerin oldukça yakın bir tarihe ait olduğundan ve İslami kurumların veritabanlarına erişim zorluğundan kaynaklanabilir. Nitekim, bazı akademik çalışmalar İslami endeksler ile geleneksel endeksler arasındaki performansın çalışmasına odaklanmıştır, ancak az sayıda çalışma bu ilişkiyi küçük örnek panel verileri üzerinde incelemiştir.

İslami endekslerin performansını risk ve getiri açısından emsallerine kıyasla değerlendirmesi hakkında çok az çalışma bulunması nedeniyle, bu çalışma, Ocak 2009'dan Eylül 2020'ye kadar aylık bazda farklı ülkelerin İslami endekslerin performansını geleneksel emsali ile değerlendirmeye ve karşılaştırmaya odaklanıyor. Bu bölümde, ampirik çalışmayı detaylandırarak, literatürde az ele alınan bir endeks ailesi olan MSCI'yi seçilerek, İslami hisse senedi piyasası endekslerinin mümkün olduğunca büyük bir örneği ele alınmaya çalışılmıştır.

Böyle bir çalışmanın sonuçlarının, yatırımcılara etik kriterleri yatırım kararlarına entegre etmenin uygunluğu hakkında fikir vermesi beklenmektedir. Gözlemlenen piyasalar, İslami yatırımın performansına ilişkin daha küresel bir bakış açısını belirlememize olanak tanıyan sınırlı piyasanın yanı sıra birkaç gelişmiş ve gelişmekte olan piyasayı kapsamaktadır.

Çalışmada, ilk bölümde, Modern Portföy Teorisinden bahsedilmekte olup, ikinci bölümde, kullanılan metodolojinin detayları ve üçüncü bölümde çalışmanın sonuçları yer almaktadır. Sonuç bölümü, çalışmamızın ana katkılarını ifade etmektedir.

### **2.1.1. Modern Portföy Teorisi, Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli (FVFM): Teorik Çerçeve**

Bu bölümde kısaca modern portföy teorisi ve akabinde varlık fiyatlandırma modelleri ele alınmaktadır.

#### **2.1.1.1. Modern Portföy Teorisi**

Markowitz'in (1952, 1959) çalışmasıyla ortaya çıkan modern portföy teorisi, portföy seçimi ve yönetimi hakkında sağlıklı karar alma çözümleri önermektedir.

Abdelmoula ve diğerleri (2009) portföyü şu şekilde tanımlamıştır: “birkaç menkul kıymetin birleşiminde oluşan bileşik riskli bir varlıktır”. Tüm yatırımcıların yanı sıra finansal piyasaların riske karşı bir kaygıları vardır.

Aslında, her yatırımcı en iyi risk-getiri oranını elde etmeye çalışır, bu nedenle menkul kıymetlerin veya varlık portföyünün çeşitlendirilmesi, belirli bir risk seviyesi için getiriye en üst düzeye çıkarmayı veya belirli bir getiri seviyesi için riski en aza indirmeyi amaçlar.

Portföy oluşturma yaklaşımı bağlamında, çeşitlendirme, portföyün oluşturulması sırasında seçilen tüm finansal varlıkların doğru kombinasyonu yoluyla portföy performansını en üst düzeye çıkarmayı mümkün kıldığı için mükemmel bir stratejidir (Rhatous ve Daoui,2020: 195) .

Markowitz teorisi aşağıdaki eksenlere dayanmaktadır:

##### **2.1.1.1.1. Portföy Getirisi Ve Riski**

Markowitz, bir finansal varlık portföyü oluşturmaya yönelik yaklaşımında, finansal varlıkların getirisi ile beklenen riski arasındaki ilişkiyi inceler. Yatırımcı, finansal piyasalardaki yatırım seçimini rasyonelleştirmeye çalışır, daha doğrusu yatırımcının rasyonalitesi, risk seviyesinin tersine getiri düzeyinde artan bir şekilde ifade edilen bir fayda fonksiyonu tarafından belirlenir. Ayrıca, verimli bir portföy, ortalama olarak, mümkün olan en düşük risk seviyesiyle maksimum getiriye sahip olacak optimal kombinasyondur (Rhatous ve Daoui,2020: 195).

### 2.1.1.1.1. Beklenen Getiri

Bir portföyün getirisi, portföyün oluşturulmasında seçilen her bir finansal varlığın getirilerinin ağırlıklı ortalaması ile formüle edilir (Rhatous ve Daoui,2020: 195).

### 2.1.1.1.2. Beklenen Risk

Risk kavramı finasta merkezi bir kavramdır, belirsizlikle bağlantılıdır. Başka bir deyişle, kar veya zarar gerçekleştirme olasılığıdır. Menkul kıymetlere yatırım, gelecekteki avantajlar karşılığında anlık bir avantajın veya anlık tüketimin feda edilmesini teşkil ettiğini göstermiştir. Bugünün kesin olarak bilindiğine göre, menkul kıymetlere yatırım yapmak, gelecekteki ve belirsiz bir avantaj karşılığında kesin ve hazır bir avantajın terkinin teşkil eder. Dolayısıyla, bir yatırımcı için bir finansal varlığın riski, bu varlığın gelecekteki bir tarihteki değerine ilişkin var olan belirsizlik olarak tanımlanabilir. Herhangi bir yatırımcının temel amacı, portföyünden maksimum getiri elde etmektir, bu nedenle portföyünün bütünlüğünü oluşturan tüm finansal varlıkları değerlendirmek için bir risk kavramına ihtiyaç vardır (Rhatous ve Daoui,2020: 196).

Markowitz'in modern portföy teorisinde beklenen risk, getirilerin varyansı veya standart sapması ile ifade edilir. Gerçekten de finansal varlıkların alınıp satılması konusunda iki tür risk vardır.

- ✓ Sistemik risk (çeşitlendirilemez): bu piyasa riskidir. Bu riskin piyasa dalgalanmalarına, yani tüm finansal varlıkları etkileyen makro ekonomik gelişmelere veya ekonomik değişikliklerin evrimine tekabül eder.
- ✓ Sistemik olmayan (çeşitlendirilebilen) risk: Finansal piyasalarda finansal varlıklar tek tek değerlendirilebilir; burada içsel riskten veya şirketin faaliyetlerini etkileyen faktörlerle ve ayrıca faaliyet sektörünün doğasıyla bağlantılı olan spesifik riskten bahsediyoruz. (Cougnaud, 2007)

Çeşitlendirmenin bir portföyün riski üzerindeki etkisini incelemek önemlidir. Çeşitlendirme aslında portföyün genel riskinin tamamını ortadan kaldırmaya yaramaz, ancak sistemik olmayan riski ortadan kaldırırken piyasa riskine karşılık gelen sistemik risk değişmez kalır. Dolayısıyla çeşitlendirmenin amacı bir portföyün genel riskini kısmen azaltmak olduğunu söyleyebiliriz (Rhatous ve Daoui,2020).

### 2.1.1.1.2. Portföy Çeşitlendirmesi

Teorik modelde (Markowitz (1952, 1959)) portföy çeşitlendirmesinin avantajları incelenmiştir. Portföy, menkul kıymetlerin veya varlıkların bir birleşimidir; çeşitlendirme,

portföy seçimi ve seçimi için mükemmel bir stratejidir. Menkul kıymetlerin veya varlıkların bu portföy çeşitlendirmesinin, belirli bir getiri seviyesi için riski azaltmayı veya belirli bir risk seviyesi için getiriyi iyileştirmeyi mümkün kılıyor.

#### **2.1.1.1.2.1. Korelasyon katsayısı**

Aynı şekilde, çeşitlendirme etkisinin sadece bir dizi menkul kıymet veya varlık içeren portföyün yapısında ve bileşiminde olmadığını, aynı zamanda korelasyon olarak da adlandırılan farklı başlıkların getirileri arasındaki ilişkiyle ilintili olğunu hatırlatmak gerekir. Korelasyonun portföyün çeşitlendirilmesi üzerinde bir etkisi olduğunu vurgulamak önemlidir. Tanım olarak, korelasyon katsayısı -1 ile +1 arasında olacaktır. Ancak, menkul kıymetler arasındaki korelasyon +1'e yakınsa, yani mükemmel korelasyonlu menkul kıymetler, portföy çeşitlendirilmiş olmaz. Menkul kıymetler arasındaki korelasyon düşük, yani -1'e yakın olduğunda çeşitlendirmenin etkili olduğu söylenir, bu durumda maksimum çeşitlendirme ulaşılmıştır (Rhatous ve Daoui, 2020: 197).

#### **2.1.1.1.3. Markowitz'e Göre Verimli Portföy**

Modern portföy teorisinin bir parçası olarak, Markowitz bir portföyün verimliliğini inceledi ve ona göre bir portföy aşağıdaki iki durumda verimlidir:

- minimum riskle belirlenen ve beklenen getiri düzeyine ulaşmayı mümkün kılar;
- veya
- belirli bir risk düzeyi için, beklenen maksimum ortalama getiriye ulaşma olasılığını sağlar;

H. Markowitz iki portföy arasında ayırım yapar: tamamen riskli verimli portföy ve riskli olmayan verimli portföy. Bu durumda, portföy yönetiminde etkin sınırın kullanılması, risksiz bir varlık entegre edilirken bir parabol veya iki yarım çizginin buluşmasını oluşturur (Rhatous ve Daoui, 2020: 197).

Özetle Markowitz'in modern portföy teorisi (1952), sistematik riskini bilerek bir varlığın fiyatını belirlemeyi mümkün kılar ve yatırımcının çeşitlendirmeyi kullanarak portföyünün getirisini ve riskini nasıl yönettiğini gösterir. Portföy, birkaç menkul kıymetin doğrusal ve ağırlıklı bir kombinasyonu olduğundan, portföyün getirisini, her bir menkul kıymetin getirisinin doğrusal ve ağırlıklı kombinasyonu olacaktır. Risksiz bir varlık varsa, portföyün beklenen getirisini, risksiz getiri ile risk priminin (riskli varlığın beklenen getirisini ile risksiz varlığın getirisini arasındaki fark) birleşimi olacaktır. Modern portföy teorisi, yatırımcının daha düşük bir risk seviyesi için aynı seviyede beklenen getiriyi elde etmek için, genellikle birbiriyle ilişkisiz birkaç menkul kıymetten oluşan bir portföy oluşturmasını

anlamında çeşitlendirmeye dayanmaktadır. Ayrıca, esas olarak yatırımcıların riskden kaçınma ve piyasa etkinliği varsayımlarına dayanmaktadır.

### 2.1.1.2. Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli (Capital Asset Pricing Model (CAPM))

Finansal varlıkların ilk denge modeli (FVFM) 1964'te Sharpe, ardından Lintner (1965), Mossin (1966) ve Black 1972 tarafından sunuldu. Black, Jensen ve Scholes (1972) ile Fama ve MacBeth (1973) tarafından onaylanmasından bu yana modern finansın baskın paradigmalardan biri olmuştur. Çeşitli parametrik varsayımlar altında, FVFM, bir varlığın piyasadaki getirilerinin oynaklığının esnekliğini ölçmeyi mümkün kılar.  $\beta$  olarak adlandırılan bu ölçü, tam anlamıyla, bir menkul kıymetin fiyatındaki ve piyasadaki dalgalanmalar arasındaki ilişkiyi gösteren bir duyarlılık katsayısıdır. Bu tahminden model, piyasadaki bir varlığın beklenen denge getirisini değerlendirmeyi mümkün kılar.

Endekslerin ve portföylerin performansını ölçmek için Sharpe Oranı, Treynor Oranı ve Jensen Alfa standart bir yöntem haline gelmiştir. Sadece performansı ölçmekle kalmaz, aynı zamanda araçlarla ilişkili riski de dikkate alır (Quazi,2021: 16).

- **Sharpe oranı**, 40 yıldan daha uzun bir süre önce Sharpe (1966) tarafından tanıtıldı ve bugün en popüler ve yaygın olarak kullanılan performans ölçütlerinden biri haline gelmiştir. Finansal sektörü, Sharpe oranı birçok farklı risk yönetimi bağlamında kullanır. Sharpe oranı, en yüksek olan varlığın seçilmesini önerir. Bir portföyün, standart sapma ile ölçülen toplam portföy riskinden risksiz bir yatırım oranının ötesine geçmesini ölçer.

Toplam risk birimi başına getiriye ölçer. Sharpe oranı formula bu şekildedir:

$$Sharpe = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

$r_p$  varlık 'nin beklenen getirisidir,  $r_f$  risksiz faiz oranıdır ve  $\sigma_p$  varlığı veriminin standart sapmasıdır.

İlk bakışta, sharpe oranı, risk birimi başına bir yatırımın performansının fazlası olarak yorumlanabilir. Bu nedenle, genellikle risk ve performansın tek bir ölçütte bulunduğu bir risk ödülü oranı olarak yorumlanır. Artan beklenen verim ve düşüşe giren bir standart sapma, bir yatırımcının bakış açısından bu rasyoda bir artışa yol açan iki olumlu durumlar. Bir yatırımın performansının yatırımcının alındığı risk için nasıl telafi edildiğini karakterize etmek için kullanılır. Bir varlığın getirisi hangi şekilde alınan risk telafi ettiğini ölçmek için kullanılır.



- **Treynor rasyonu (1965)**: 1965'te, Jack Treynor, sistematik riski temel alan Treynor oranı adı verdiği bir portföy performans ölçüm endeksi tasarladı. Sharpe oranı gibi, ancak standart sapma yerine betayı<sup>9</sup> kullanmaktadır.

Sonuç olarak, Treynor olarak isimlendirilen performans sistematik risk birimi başına güvenli verim oranı fazlalığıdır; Sistematik risk sistemi başına risk primini belirtir.

Treynor oranı aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$Treynor = \frac{r_p - r_f}{\beta_{pm}}$$

$r_p - r_f$ , risksiz oranına göre beklenen getiri fazlalığı farkı ve  $\beta_{bm}$  sistematik risktir. Sharpe oranına benzer şekilde, treynor oranı riske göre verimlilik fazlası ile ilgilidir. Ancak, toplam risk yerine, sistematik riski dikkate alır. Yüksek bir treynor oranı daha iyi bir performansa karşılık gelirken düşük bir treynor zayıf bir performansa işaret eder.

- **Jensen'in Alpha'sı (1968)**: Jensen'in Alpha Ölçümü FVFM Mantığına göre, beklenen performans modelinin öngörülmesinin ve riskin, portföyün performansını değerlendirmek için de kullanılabileceğini kabul eder. "Alpha" olarak bilinen ölçü, bir varlığın getirilerini FVFM tarafından tahmin edilen teorik beklenen getileri ile karşılaştırır. Jensen'in Alpha'sını elde etmek için aşağıdaki kronolojik regresyon tahmin edilmektedir:

$$\alpha_i = r_i - [r_f + \beta(r_m) - r_f]$$

$r_i$ , t zamanında i portföyün getiri,  $r_f$  andaki risksiz faiz oranıdır,  $\beta$ , Portföy i'nin beta değeridir,  $r_m$  Zaman t'de referans pazarının performansının değeridir.

Sonuç olarak, eğer  $\alpha_i$  pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıysa, i varlığının beklenen performansından daha yüksek olduğunu (yani, aşırı performans), olumsuz ve anlamlı bir  $\alpha$ 'nın gerçek verimin beklenen verimliliğinden daha düşük olduğunu (bu, düşük performans) ve sıfır  $\alpha_i$  benzer bir performansa sahip olduğu anlamına gelir.

Bununla birlikte, bu ölçüt, varsayımsal hisse senedi portföylerinin ve hisse senedi endeksleri ve borsa yatırım fonları gibi pasif araçların performansını test etmek için de yaygın olarak kullanılmaktadır.

### 2.1.2. Literatür taraması

Ahmad ve Ibrahim (2002), Sharpe oranı, Treynor endeksi, Jensen alfa ve Student'in ortalamaların karşılaştırılmasına ilişkin testler gibi çeşitli riske uyarlanmış performans ölçütlerini kullanarak 1999-2002 dönemi Malezya hisse senedi endekslerinin getirilerini

<sup>9</sup> beta, varlığın (veya portföyün) getirilerinin borsa endeksinin gelişimine ilişkin duyarlılığı anlamına gelir :  $\beta_i = Cov(R_i, R_m) / Var(R_m)$

incelediler. KLSI8'in performansının KLCT'a kıyasla incelenmesi, İslami hisse senedi endeksleri ile kullanılan kıyaslamalar arasında performans açısından önemli bir fark olmadığı gerçeğine ulaştılar. Bununla birlikte iki yazar, İslami endeksin daha az riskli olduğunu ve piyasanın gerileme dönemlerinde daha az performans gösterirken, yükselme zamanlarında ise geleneksel ölçütlerinden daha iyi performans gösterdiğini gözlemliyorlar. Bu son gözlem, İngiliz hisse senedi piyasasının İslami endeksi FTSE Shariah ile FTSE Tüm Dünya endeksi arasındaki performansın FVFM modelini kullanarak iki alt dönemde karşılaştırılması üzerine bir çalışma yapan Hussein (2004) tarafından da paylaşılmıştır.

Hakim ve Rashidian (2004) birlikte bütünleştirme tekniğini kullanarak DJIMI, Wilshire 5000 endeksi ile Ekim 1999-Eylül 2002 dönemi için risksiz oran arasındaki ilişkiyi incelemiştirler. Risk ve getiri temeli olduğunu, DJIMI hisseleri için kullanılan tarama sürecinden herhangi bir zarar olmadığını ve müslüman yatırımcıların çok daha geniş bir piyasa portföyünün bir alt kümesi olarak islami bir endekse yatırım yaparak daha kötü durumda olmadıklarını buldular.

Hussein (2004), FTSE Küresel İslami endeksi ile FTSE Tüm Dünya endeksinin performansını karşılaştırmak için FVFM modelini kullanmışlardır. Örneklem dönemi, yükseliş ve düşüş dönemi olmak üzere iki alt döneme ayrılmıştır. FVFM tahmininin sonuçları, İslami endeksin performansının geleneksel endeksin karşılığı kadar iyi olduğunu göstermektedir. Ek olarak, islami endeks ekonomik büyüme döneminde düşüş dönemine göre daha iyi performans göstermiştir. Hussein (2004) ayrıca yükseliş piyasası döneminde etik yatırımın filtrelenmemiş portföyden daha iyi performans gösterdiğine dikkat çekmiştir.

Ayrıca, Hussein ve Omran'ın (2005) çalışmasının özgünlüğü, DJIMI'nin performansını sektör ve büyüklüğün etkisini ortaya koyarak analiz etmesi gerçeğidir. Bulunan sonuçlar, İslami endekslerin geleneksel emsallerinden daha iyi performans gösterdiği gözlemlenmiştir. Buna ek olarak, iki yazar, bu performansı, çoğu durumda az borcu olan küçük sermayeli şirketlerin hisselerini içeren İslami endekslerin bileşimine bağlamaktadır.

Al-Zoubi ve Maghyreh (2007), Dow Jones islami endeksi'nin (DJIS) risk performansını DJI Pazar Dünyası Endeksi ile karşılaştırırken İslami finansın göreceli risk performansına odaklanmıştır. 1996-2005 döneminde Riske Maruz Değer (VaR) metodolojisini kullandılar ve DJIS için daha yüksek risk performansına işaret etmişlerdir. Nitekim yazarlar, İslami endeksin benzersiz risk özellikleri sunduğunu ve risk seviyesinin, hisse senedi piyasasından önemli ölçüde düşük olduğunu gösterdiler. Bu bulgular, İslami finansın kar ve zarar paylaşımı ilkesinden kaynaklanıyor olabilir.

Girard ve Hassan'ın (2008) çalışması, İslami endekslerin ampirik literatürüne açılan bir kapı olarak kabul edilir. Keskin Oran, Treynor Oranı ve Jensen'in Alpha'yı kullanarak, 5 FTSE İslami endeksini ve 5 geleneksel MSCI kıyaslama ölçütünü karşılaştırdılar. Ayrıca, fon yöneticilerinin tarzını ve zamanlama becerisini incelemek için Fama'nın seçiciliğini, net seçiciliğini ve çeşitlendirmesini kullanırlar.

Öte yandan Hashim (2008), FTSE Global İslami endeksinin piyasadan daha yüksek risk taşıdığını, ancak gerçekleşen getirinin adil ve uygun olduğunu, ayrıca İslami endeksin riskinin sosyal sorumluluk endeksinden (FTSE 4 GOOD) daha az olduğunu kanıtlamıştır. Hashim (2008), bu tür endekslerin riske göre ayarlanmış getiri davranışını tespit etmek için FVFM modelini kullanmıştır.

Albaity ve Ahmad (2008) 1999–2005 döneminde Kuala Lumpur Sariah endeksi (KLSI) ve Kuala Lumpur Bileşik Endeksinin (KLICI) risk ve getiri performansını analiz etmişlerdir. Sonuçlar, İslami endekslerin geleneksel endekslerden önemli ölçüde üstünde performans gösterdiğini ortaya koydu. Ortak entegrasyon testlerini kullanarak, uzun vadede her iki serinin birlikte entegre olduğunu gösterdiler. Dahası, Granger iki değişkenli testi, endeksler arasında kısa vadeli çift yönlü nedenselliğin varlığını gösterir.

Lean ve Parsva (2012) Mart 2007-Şubat 2011 döneminde Malezya Financial Times borsası (FTSE) piyasasında İslami hisse senetleri için getiri ve piyasa riski arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bursa Malezya endeksi, Bursa Malezya 100 Endeksi ve Bursa Malezya EMAS endeksi; Bursa Malezya Hicret endeksi ve Bursa Malezya Şeriat endeksi olan iki İslami endekse ek olarak. Bu endekslerin günlük kapanış fiyatları, risksiz modeli temsil eden günlük üç aylık Kuala Lumpur bankalar arası teklif oranına (KLIBOR) ek olarak toplanır. Çalışma, 2007 küresel finansal kriz dönemi etkisini kapsayacak şekilde tüm modelleri yeniden tahmin etmek için GARCH testi kullanmıştır. Lean ve Parsva, İslami hisse senetlerinin geleneksel hisse senetlerinden daha yüksek risk taşıdığına dair ortak argümanla tutarlı olan, her iki islami endeksin de piyasa endekslerinden daha yüksek standart sapmaya sahip olduğunu belirtti. Aynı bulgular küresel mali kriz sırasında da varılmıştır.

Arouri ve al. (2013) mevcut küresel finansal krizin 3 Dow Jones İslami endeksleri üzerindeki etkisini inceleyerek, İslami finansın yatırımcıları güvence altına almak ve finansal krizlerden kaçmak, finansal sistemleri istikrara kavuşturmak için potansiyel bir çözüm oluşturup oluşturmadığını görmek için incelemektedir. İslami ve geleneksel finansal ürünler arasındaki etkileşimi test etmek ve sırasıyla taranan ve taranmamış hisse senedi fiyatları arasındaki geri bildirimlerin bağımlılık yönünü belirlemek için Çok Değişkenli Vektör Otoregresif (VAR) ve Granger Nedensellik testini kullanırlar. İslami finansal ürünlere yatırım

yapmanın daha yüksek getiri sağladığını ve İslami finansal ürünleri içeren bu portföylerin sistemik riskinin önemli ölçüde azaldığını bulmuşlardır.

Ho ve diğerleri (2014) Fransa, Amerika Birleşik Devletleri, İsviçre, Hong Kong, İngiltere, Malezya, Endonezya ve Hindistan'daki İslami ve geleneksel endekslerin getirilerini analiz etmiş ve İslami endekslerin kriz sırasında daha iyi performans gösterdiği sonucuna varmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre, İslami endeksler düşük beta değerleri ve düşük volatiliteleri nedeniyle finansal krizden daha az etkilenmektedir. Ancak kriz döneminden sonra İslami endekslerin düşük performans gösterdiği ve bazı geleneksel endekslerin İslami endekslerden daha iyi performans gösterdiği görülmüştür.

El-Khamlichi ve al (2014) Dow Jones, Financial Times, Standard ve Poors, Morgan Stanley'in İslami ve geleneksel endeksleri arasındaki ilişkiyi inceledi ve her iki endeks türü de benzer üretkenlik sağladığı tespit edilmiştir.

Pranata ve Nurzanah (2015), Jakorta Islamic indec'in (JII) performansını ve oynaklığını incelemiş ve bunu, Finansal Varlık Fiyatlandırma Modeli (FVFM) ve beta hesaplamasını benimseyerek geleneksel muadili (LQ45) ile karşılaştırmıştır. Endeksler arasında istatistiksel bir fark bulamadılar ve JII, LQ45'ten daha az istikrarlı olduğu ortaya çıktı.

Rana ve Akhter (2015), KMI-30 İslami endeksinin performanslarını Pakistan sermaye piyasasının KSE-100 geleneksel endeksi ile karşılaştırmış ve endekslerin getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulamamışlardır.

Altın ve Caba (2016), Borsa İstanbul Katılım endekslerinin ve BIST 100 endeksinin getiri performansını incelemiş ve Katılım endekslerinin daha yüksek getiri sağladığı sonucuna varmıştır.

### **2.1.3. Veri Ve Metodoloji**

Araştırmanın bu kısmında araştırmada kullanılan ekonometrik ve istatistiksel yöntemler, değişkenler ve metodoloji ile ilgili tanımlara yer verilmiştir.

Araştırmanın amacı Geleneksel Endeksler ile İslami Endekslerin performanslarının karşılaştırılmasıdır. Bu bağlamda araştırma Gelişmiş ülkeler (20 ülke), Gelişmekte olan ülkeler (16 ülke) ve sınır ülkeler (4 ülke) olmak üzere 3 ayrı panel veri seti üzerinden bir takım finansal değerlerin geleneksel endeksler ile islami endeksleri üzerinden hesaplanıp karşılaştırmasını içermektedir.

### 2.1.3.1. Veri toplama

Çalışma, MSCI sınıflamasına göre<sup>10</sup> gelişmiş, gelişmekte olan ve sınır piyasalarda bulunan MSCI ailesinin islami ve geleneksel endekslerinin gelişimini gözlemlemeyi içermektedir. MSCI ailesini tercih etme sebebimiz, MSCI'nin yerleşik olduğu çok sayıda ülke tarafından hem islami hem geleneksel endeksleri içermesidir. Başka bir sebebi ise, MSCI'e ait etik endekslerin, Dow Jones ve FTSE'ye kıyasla çok fazla araştırılmamış oluşundan dolayı bize daha geniş bir araştırma alanı bırakmasıdır.

Çalışmada kullanılan MSCI islami ve geleneksel endekslerini 2009 yılından 2020'ye kadar aylık ve dolar bazındaki verileri Thomson Reuters Datastream'den indirilmiştir. Üç aylık hazine bonolarının getirileri, rizksiz getiri oranı (rf) için bir vekil (gösterge) olarak kullanılmıştır; bu verileri Louis Federal Rrserv bankasından toplanmıştır.

İlk MSCI İslami Hisse Senedi Endeksleri 2008 yılında başlatıldı. Sonuç olarak 63 ülkenin çift İslami ve geleneksel MSCI endekslerine ulaşıldı, ancak eksik girdiler ve tarihlerin eşdeğer olmayanlarını çalışma dışına bırakıldıktan sonra, elimizde aşağıdaki tabloda bulunan 40 çift endeks kalmıştır. Panelimizi oluşturan endekslerin listesi şu şekildedir:

**Tablo 2.1 İslami Ve Geleneksel Endeksler**

Sınıflandırma	Piyasalar		Sınıflandırma	Piyasalar	
MCSI Gelişmiş piyasalar endeksleri	1	ABD	MCSI Sınır piyasalar endeksleri	1	Morokko
	2	Almanya		2	Nijerya
	3	Avusturalya		3	Umman
	4	Avusturya		4	Vietnam
	5	Belçika	MCSI Gelişmekte olan piyasalar endeksleri	1	Brezilya
	6	Danimarka		2	Endonezya
	7	Finlandiya		3	Filipinler
	8	Fransa		4	Güney Afrika
	9	Hollanda		5	Hindistan
	10	Japonya		6	Katar
	11	Kanada		7	Kolombiya
	12	Norveç		8	Kuveyt
	13	Singapur		9	Macaristan
	14	Yeni Zelanda		10	Meksika
	15	İngiltere		11	Peru
	16	İrlanda		12	Rusya
	17	İspanya		13	Tayland
	18	İsveç		14	Türkiye
	19	İsviçre		15	Çin
	20	İtalya		16	Şili

<sup>10</sup> [Market classification - MSCI](#)

### 2.1.3.2. Metodoloji

Performansı ölçmek için Sharpe, Treynor ve Jensen alpha endeksleri kullanıldı. Bu finansal göstergeleri hesaplamak için sistematik riski kullanmaya ihtiyacı bulunmuştur, bunun için FVFM regresyonu kullanılmıştır.

#### 2.1.3.2.1. Ekonometrik Model

Araştırma içeriği gereği birçok finansal değer hesaplaması içermekle beraber, ekonometrik tahmin gerektiren ekonometrik model içeren kısmında Finansal Varlık Fiyatlamadırma Modeli (CAPM) çerçevesinde denklem 1’de yer alan panel veri regresyonuna dair çözümlenmelerin yapılması ve parametrelerin panel ve birimler için hesaplanması gerekmektedir.

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{i,t}(R_{m,t} - R_{f,t}) \quad (1)$$

Denklem 1’de yer alan t alt imi panel veri modellerindeki zaman (ay), i alt imi ise birim (ülke) boyutunu temsil etmektedir.<sup>11</sup> Denklemde yer alan  $\alpha$  sabit terimi ifade ederken,  $\varepsilon$  denklem hata terimlerini ifade etmektedir. Denklemde yer alan iktisadi değişkenler ise şu şekilde tanımlanabilir;

$R_i$ : İlgili Endeksin Getirisi (Her ülke için Geleneksel ve İslami Endeksler Üzerinden hesaplanan Getiri Serileri<sup>12</sup>)

$R_m$ : Market Endeksi Getiri Serisi (Dünya Fiyat Endeksi Getiri Serisi=MSCI AC WORLD)

$R_f$ : Risksiz Getiri Oranı (US Three month Treasury bill)

CAPM modelinde göre denklem 1’in uygun panel veri çözümlenme yöntemi ile çözümlenmesinin ardından birimlere ve panellere özgü elde edilecek  $\beta$  katsayılarının sistematik riski ifade etmektedir.

Denklem 1’in çözümü için kullanılacak gözlemler zaman ve birim boyutu içeren panel veri setinde yer aldıkları için denklem çözümünde birim ve zaman ile ilgili varsayım ve koşulların sağlandığından emin olunması gerekmektedir.

Panel veri modellerinde zaman boyutunun artması ile birlikte ortaya çıkan durağan dışılık sorununun sahte regresyon olgusuna neden olabildiği bilinmektedir. Bu sebeple 143 adet zaman boyutu gözlemi içeren panel veri setine sahip olunması nedeniyle ( $T=143>30$ )

<sup>11</sup> Model gösterimi esnasında denklem parametrelerinde hem zaman ve hem birim etkilerinin gösterilmesi tercih edilmiştir. Diğer yandan denklem 1’de yer alan modelin 3 ayrı panel veri setindeki birim etkisi, zaman etkisi, heterojenlik gibi durumlara göre parametrelerin birimlere özgü olup olmadığına gerekli testler yapılarak karar verilmiştir.

<sup>12</sup> Getiri serilerinin oluşturulması amacıyla logaritmik 1.fark yöntemi uygulanmıştır. X değişkeni için getiri serisi  $RX = E[\log(X_t) - \log(X_{t-1})]$  şeklinde hesaplanmaktadır.

zaman serisinde ortaya çıkabilecek durağan dışılığın denetlenmesi gerekmektedir (Baltagai, 2005: 237-238).

Ekonometri alanında değişkenlerin durağanlık seviyelerinin belirlenmesine yönelik olarak birim kök testleri kullanılmaktadır. Değişkenlerdeki durağanlık durumlarının belirlenmesine yönelik olarak gerçekleştirilen bu testlerin seçimiyle ilgili olarak değişkenlerdeki birimler arası korelasyon yani yatay kesit bağımlılıklarının saptanması lazımdır.

Herhanbi bir değişkenin birimler arasında ilişkili olması haline “yatay kesit bağımlılığı” denir. Yatay kesit birim bağımlılığı bulunan değişkenlerle ilgili durağanlık proseslerinin geleneksel 1.kuşak birim kök testlerindense yatay kesit bağımlılığını ön plana alan 2.kuşak birim kök testleriyle incelemek gerekmektedir (Tatoğlu, 2018: 315). Bundan dolayı değişkenlerdeki birim boyuttaki bağımlılıkları ele almak için geliştirilen CD testten yararlanılmıştır.

Pesaran (2004), birimler arası korelasyonla ilgili bir yaklaşımda bulunmuştur : ADF birim kök testi regresyonundaki kalıntıları kullanır. Model tüm birimlerin kendisinin haricindeki birimlerle olan korelasyonunun hesaplanmasına dayanmaktadır. Böyle olunca N sayıda birim boyut gözlemine sahip olan bir panelle ilgili olarak  $N \times (N - 1)$  tane korelasyon hesaplanır. CD testi için ana ve alternatifi olmayan varsayımlar şöyledir;

$$H_0: \rho_{ij}=0$$

$$H_1: \rho_{ij} \neq 0$$

$\rho_{ij}$  i ile j birimlerinde bulunan kalıntıların arasındaki korelasyondur. Pesaran (2004) birimler arası korelasyonu test etmek üzere dengeli panellere yönelik olarak denklem 2'deki Pesaran CD istatistiğinin hesaplanmasının gerektiğini belirtmektedir.

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right) \quad (2)$$

Denklemdaki  $\hat{\rho}_{ij}$  i ile j birimleri kalıntılar arasında bulunan korelasyonun tahminiye denklem 3 yardımı ile yapılır.

$$\hat{\rho}_{ij} = \hat{\rho}_{ji} = \frac{\sum_{t=1}^T e_{it}e_{jt}}{(\sum_{t=1}^T e_{it}^2)^{1/2} (\sum_{t=1}^T e_{jt}^2)^{1/2}} \quad (3)$$

$e_{it}$  birimler için ADF regresyon kalıntılarıdır.

Pesaran CD (2004) testi bulguları doğrultusunda getiri serilerinin birim kesit bağımlı değişkenler olduğu görüldüğünden söz konusu değişkenlerin durağanlık durumlarının belirlenmesi amacıyla yatay kesit bağımlılığı dikkate alan 2.Nesil IPS (CADF) Birim Kök Testiden faydalanılmıştır.

$R_m$  değişkeninin birimlere göre değişmeyen sadece zamana göre değişen birim sabiti bir değişken olduğu görülmüştür. (Corr=1.000) Bu durumda değişkenin bir zaman serisi değişkeni olduğu ve 1.nesil birim kök testleri ile analiz edilmesinin uygun olduğu bilindiğinden söz konusu değişkenin durağanlık durumlarının belirlenmesi amacıyla 1.Nesil IPS (CADF) Birim Kök testleri uygulanmıştır.

Birim kök testlerinin uygulanması esnasında değişkenlerin birim kök regresyonlarıyla ilgili olarak uygun gecikme sayılarının belirlenmesi için 8'e kadarki bütün gecikmelerde yapılmakta olan birim kök regresyonlarıyla ilgili Akaike Bilgi kriterleri incelenmiştir, en küçük bilgi ölçütü bulunan gecikme sayısının en elverişli gecikme sayısı olduğu görülmüştür.

Değişkenler için uygulanmış olan birim kök testinin sonuçları çerçevesinde bütün değişkenlerin düzey değer üzerinde statik oldukları anlaşılmıştır. Düzey değer üzerinde durağan olan değişkenlerle ilgili olarak durağan olmamaktan dolayı meydana gelebilecek sahte regresyon tehlikesi bulunmadığı için değişkenleri durağanlaştırmaya yönelik olarak devresel fark alma ya da model öngörüsünde Ko-Entegrasyon analizlerine başvurmak gereksizdir.

Durağan değişkenlerle kurulmuş olan panel data yaklaşımlarında ilk evrede birim tesirinin belirlenmesi için Breusch-Pagan (1980) Lagrange çarpanı yaklaşımıyla birim tesirler üzerinde durulmuştur. Breusch-Pagan (1980) bireysel heterojenliğin yani havuzlanmış en küçük kareler metodunun elverişli olup olmadığını test etmektedir. Sınamak üzere yaptığı işlemde sıfır hipotezi şöyledir;

$H_0$ : Birim etki varyansı sıfırdır. ( $\sigma_u^2 = 0$ )

Breusch-Pagan LM istatistiği denklem 4'teki şekilde hesaplanıyor.

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T u_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T u_{it}^2} - 1 \right]^2 \quad (4)$$

Hesaplanan test istatistiği 1 serbestlik dereceli Ki-Kare dağılımına ( $\chi^2$ ) uymaktadır. LM istatistiği ile  $\chi^2$  tablosunun karşılaştırılmasının ardından  $H_0$  hipotezi reddedilemezse birim etkinin olmadığı ve dolayısıyla klasik havuzlanmış en küçük kareler yönteminin uygun olduğu söylenebilir. Aksi takdirde birim etkisinin varlığı sonucuna varılır ve bu bulgu birim etkinin türünün belirlenmesini gerektirir.



Breusch-Pagan (1980) testi yaklaşımında yapılan testlerde 3 panel veri modelinin de birime etkisi içermediği görülmüştür. Birim etkisinin olmaması bulgusu doğrultusunda modellerin Klasik Tahmin Yöntemleri ile tahmininin mümkün olduğu düşünülmektedir.

Diğer evrede parametre homojenliği Swamy S(1971) yaklaşımıyla ele alınmıştır. Katsayıların homojenliğini sınamak üzere panel yapısını ikinci plana atan birimlere has en küçük kareler tahmincileriyle grup içi tahmin edicilerin ağırlıklı ortalama matrisleri arasındaki farklılığa bakılabilir. Arada istatistiki açıdan anlamlı bir farka rastlanmadığı takdirde, parametrelerin homojen olduğu sonucuna ulaşılır. Swamy S (1971) testine ait hipotezler aşağıdaki gibidir;

$H_0: \beta_i = \beta$  (Parametreler homojendir.)

$H_1: \beta_i \neq \beta$  (Parametreler homojen değildir.)

Swamy'nin (1971) geliştirdiği ve Hausman'ın testi olan bu testin test istatistiğiye denklem 5'te olduğu gibi hesaplanır.

$$\hat{S} = X_{K(N-1)}^2 = \sum_{i=1}^N (\hat{\beta}_i - \bar{\beta}^*)' \hat{V}_i^{-1} (\hat{\beta}_i - \bar{\beta}^*) \quad (5)$$

Bu noktada  $\hat{\beta}_i$  birimlere göre regresyonda ulaşılan en küçük kareler tahmincilerinin,,  $\bar{\beta}^*$ , ağırlıklı grup içi tahmincisiyle  $\hat{V}_i$  de 2 tahmincinin varyansları arasındaki farkı belirtmektedir. Test istatistiği T(N-1) serbestlik derecesiyle  $\chi^2$  (Ki-Kare) dağılımındadır. Test istatistiği kritik değerin üzerinde ise, parametreler heterojendir (Swamy, 1971) .

Swamy testi sonucu her 3 panel veri modelinin heterojen bulunduğunu göstermektedir. Bir sonraki aşamada ise modeldeki birimler arası bağımlılık Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılık testleri bu kez regresyon modelleri için uygulanmış ve tüm modellerin yatay kesit bağımlılık özelliğine sahip olduğu görülmüştür.

Modellerin tahmininde heterojen parametre ve yatay kesit bağımlılığı altında tutarlı tahmin yaptığı bilinen Ortalama Grup Tahmincisinden (Mean Group Estimator (MG)) faydalanılmıştır.

Eberhardt ile Teal (2010) ve Bond'un (2009) geliştirdiği ortalama grup tahmincisi, Pesaran'ın CCEMG tahmincisine alternatiftir. Pesaran'ın (2006) CCEMG tahmincisinde regresyon denklemindeki bağımlı ve bağımsız değişkenlerin yatay kesit ortalamalarıyla gözlemlenemeyen müşterek etkenlerin mevcudiyeti hesaba katılmaktadır, birimlerden sağlanan katsayıların Pesaran ile Smith'in (1995) MG yaklaşımıyla heterojen olarak veya birimlere has parametrelere izin vermek üzere birimlere has parametrelerde etkileşimli ortalamalar alınmak suretiyle havuzlanmış şekilde bütün panellerle ilgili olarak sağlanmaktadır.

MG tahmincisinde, birimlere has regresyonlarda müşterek dinamik prosesin içerilmesiyle yatay kesit bağımlılık da hesap yapılırken dikkate alınmaktadır. Söz konusu prosesin ilk evresinde, ilk farklar havuzlanmış regresyon (FD-OLS) T-1 tane zaman gölge değişken katsayılarıyla genişletilmektedir ve söz konusu katsayıların tahminleri denklem 6'dadır.

$$\Delta Y_{it} = b' \Delta X_{it} + \sum_{t=2}^T c_i \Delta D_t + e_{it} \rightarrow \hat{c}_i \approx \hat{\mu}_t^* \quad (6)$$

Diğer evrede,  $\hat{\mu}_t^*$  birimlere has regresyonların hepsinde içerilmektedir ve modeller denklem 7'deki gibidir

Alternatif olarak  $\hat{\mu}_t^*$ 'nin bağımlı değişkenden farkı alınmaz, söz konusu her bir birime

$$Y_{it} = \alpha_i + b_i' X_{it} + c_i t + d_i \hat{\mu}_t^* + e_{it} \quad (7)$$

müşterek bir prosesin uygulanmış olduğu anlamındadır. 3. aşamadaysa, her iki halde de genişletilmiş ortalama grup tahmincisi, Pesaran ile Smith'in (1995) MG modeli kullanılmak suretiyle denklem 8'deki gibi olmuştur.

$$\hat{b}_{MG} = N^{-1} \sum_i \hat{b}_i \quad (8)$$

Regresyon modellerindeki etkinlik için ise temel varsayımların incelenmesi gerekmesi durumunda dirençli standart(Robust) hataların kullanılması gerekmektedir. (Huber, 1967) (Eicker, 1967) Modelin tahmininin ardından modelde otokorelasyon sorunu Wooldridge Otokorelasyon Testi ile değişen varyans sorunu ise White Değişen Varyans Testi ile denetlenmiştir. (Wooldridge, 2002) (White, 1980) Modelde otokorelasyon sorununa rastlanmaz iken, değişen varyans sorunu olduğu görülmüştür. Değişen varyans sorununun neden olabileceği etkinlik kaybının önlenmesi amacıyla modeldeki standart hatalar Huber (1967), Eicker (1967) ve White (1980) yöntemi ile dirençli (Robust) hale getirilmiştir. (Huber, 1967) (Eicker, 1967).

#### 2.1.3.2.2. Finansal Göstergeler

Araştırmada panel veri modelleri üzerinden birimlere ve panellere özgü hesaplanan  $\beta$  katsayılarının yani sistematik risklerin hesaplanmasının ardından finansal performansa dair Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütleri de Geleneksel ve İslami endeks getirileri üzerinden ayrı ayrı hesaplanarak karşılaştırılmıştır.

### 2.1.3.2.2.1. Sharpe Oranı

Sharpe oranının hesaplanması amacıyla denklem 9'dan faydalanılmıştır.

$$Sharpe = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (9)$$

Denklemden yer alan;

$r_p$ : Getiri ortalama değeri

$r_f$ : Risksiz kazanç ortalama değeri

$\sigma_p$ : Getiri serisi standart sapma değeri

### 2.1.3.2.2.2. Treynor Oranı

Treynor oranının hesaplanması amacıyla denklem 10'dan faydalanılmıştır.

$$Treynor = \frac{r_p - r_f}{\beta_{pm}} \quad (10)$$

Denklemden yer alan;

$r_p$ : Getiri ortalama değeri

$r_f$ : Risksiz kazanç ortalama değeri

$\beta_{pm}$ : Beta

### 2.1.3.2.2.3. Jensen Performans Endeksi

Jensen performans endeksinin hesaplanması amacıyla denklem 11'den faydalanılmıştır.

$$\alpha_i = r_i - [r_f + \beta(r_m) - r_f] \quad (11)$$

Denklemden yer alan;

$R_i$ : Getiri ortalama değeri

$R_f$ : Risksiz getiri ortalama değeri

$R_m$ : Market getiri ortalama değeri

### 2.1.3.2.3. Eşlenik Örneklem T-Testi

Araştırma kapsamında İslami ve Geleneksel Endeksler üzerinden hesaplanan tüm değerler ülkeler ve panel birimler bazında karşılaştırılmıştır. Söz konusu karşılaştırmalara ek olarak herhangi bir performans göstergesinin İslami ve Geleneksel Endeks için farklılaşp farklılaşmadığını tespit etmek amacıyla eşlenik örneklem t-testinden faydalanılmıştır. Eşlenik örneklem t-testi eşlenik olarak oluşturulmuş iki ayrı veri seti arasındaki farkların istatistiksel olarak önemli bir fark olup olmadığını inceleyen istatistiksel bir testtir.

Bağımlı bir örneğin ait bir değişkenin ötekinden farklılık arz edip etmediğini test edilir iken birbirlerinin neredeyse aynısı olacak biçimde iki örneğe gereksinim vardır. Bu tür örnekler için “eşlenik çift (eşlenik) örnekler” adı verilir. Aynı değişkenle ilgili iki farklı şartta toplanmış olan datalar eşlenik çift örneği teşkil eder. Testteki hipotezler şöyledir. (Karagöz, 2016: 620)

$H_0$ :Eşlenik çiftlerin ortalamalarının arasında farklılık bulunmamaktadır.

$H_1$ : Eşlenik çiftlerin ortalamalarının arasında farklılık bulunmaktadır.

## 2.1.4. Bulgular

### 2.1.4.1. Gelişmiş Ülkeler İçin Geleneksel Ve İslami Endeks Üzerinden Hesaplanan Performans Ölçütleri Karşılaştırmaları

Araştırmada kullanılan değişkenler için gelişmiş ülkeler için kurulan panel veri modelinde hesaplanan betimsel istatistikler tablo 2’deki gibidir.

**Tablo 2.2 Gelişmiş Ülkelerde Betimsel İstatistikleri**

İstatistik	RISL	RCON	RIMAR	RF
<b>Ortalama</b>	0.003918	0.003680	0.006640	0.611696
<b>Maksimum</b>	0.797596	0.545705	0.212158	5.030000
<b>Minimum</b>	-0.891771	-0.680405	-0.377758	-0.860000
<b>S.S</b>	0.103843	0.098152	0.073825	1.012720
<b>S</b>	-0.635968	-0.790934	-1.164164	1.351489
<b>K</b>	11.21848	9.472002	7.970341	5.171040
<b>Jarque-Bera</b>	8241.713	5289.703	3589.943	1432.324
<b>J.B(Sig.)</b>	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
<b>Gözlem Sayısı</b>	2860	2860	2860	2860

S.S: Standart Sapma, S: Çarpıklık, K: Basıklık

İslami endeks getiri değişkeni min. -0.891771, max. 0.797596 değerleri arasında 0.003918 ortalama etrafında 0.103843 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Geleneksel endeks getiri değişkeni min. -0.680405, max. 0.545705 değer aralığında 0.003680 ortalama ile 0.098152 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Market getirisi değişkeni min. -0.377758, max. 0.212158 değer aralığında 0.006640 ortalama ile 0.073825 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Risksiz getiri oranı değişkeni min. -0.860000, max. 5.030000 değer aralığında 0.611696 ortalama ile 1.012720 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Değişkenler için yapılan CD yatay kesit bağımlılık testi bulgularına Tablo 2’de yer verilmektedir.

**Tablo 2.3 Gelişmiş Ülkelerde Paneli İçin CD Yatay Kesit Bağımlılık Testi**

Değişken	CD-Test	Sig.	Corr.	Corr.
$R^{ISL}$	104.67	0.000	0.635	0.635
$R^{CON}$	118.72	0.000	0.720	0.720
$R^{IMAR}$	164.83	0.000	1.000	1.000

\*\*\*(%1) anlamlılık düzeyinde yatay kesit bağımlılığı ifade eder, Corr.: Korelasyon, | Corr. |: Mutlak Korelasyon

Tabloya göre, üzere  $R^{ISL}$  değişkeninin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir yatay kesit bağımlılık özelliği göstermektedir.(CD=104.76, Sig.<0.01). Benzer şekilde  $R^{CON}$  değişkeninin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir yatay kesit bağımlılık özelliği göstermektedir.(CD=118.72 Sig.<0.01). Diğer yandan  $R^{MAR}$  değişkeni test bulgularına göre yatay kesit bağımlılığa sahip iken (CD=164.83 Sig.<0.01), değişkenin birimler arası korelasyonunun tam olduğu görülmektedir. (Corr=1.000) Daha net ifade etmek gerekirse, değişken bir birim sabiti değişkendir ve değişkenin durağanlık durumu 1.nesil birim kök testleri ile incelenmelidir.

Değişkenlerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi amacıyla yapılan 1. Ve 2. Nesil IPS birim kök testi bulgularına Tablo 4’te yer verilmektedir.

**Tablo 2.4 Birim kök testi**

2.Nesil IPS (CADF) Birim Kök Testi				
Değişken	Sabit		Sabit Ve Trend	
	t	Sig.	T	Sig.
$R^{ISL}$	-6.190 <sup>[0]***</sup>	0.000	-6.420 <sup>[0]***</sup>	0.000
$R^{CON}$	-6.190 <sup>[0]***</sup>	0.000	-6.420 <sup>[0]***</sup>	0.000
1.Nesil IPS Panel Birim Kök Testi				
Değişken	Sabit		Sabit Ve Trend	
	t	Sig.	T	Sig.
$R^{IMAR}$	-61.358 <sup>[0]***</sup>	0.000	-64.021 <sup>[0]***</sup>	0.000

\*\*\*(%1) anlamlılık düzeyinde durağanlığı simgeler. [Optimal gecikme uzunluğunu göstermekte olup maksimum 8 gecikmeye kadar olan gecikmeler için Akaike Bilgi Kriterleri gözetilerek seçilmiştir.]

Tabloya göre, gerek RISL gerekse RCON değişkenlerine uygulanan 2. Nesil IPS (CADF) birim kök testi sabitli ile sabit ve trendli spesifikasyonları için her iki değişkenin de %1 anlamlılık düzeyinde durağanlığa işaret etmektedir.(Sig.<0.01) Daha net ifade etmek gerekirse değişkenler düzey değerlerinde durağandır. Diğer yandan birim sabiti RIMAR

değişkenine uygulanan 1.Nesil IPS panel birim kök testi bulguları da değişkenin her iki spesifikasyon için de düzeyde durağan olduğu yönündedir.(Sig.<0.01)

Modellerde yer alan tüm değişkenlerin düzeyde durağan olmaları üzerinde durağan dışılıktan kaynaklanacak bir sahte regresyon tehlikesi olmaksızın regresyon modelinin çözümlenmesine geçilebilir.

Gelişmiş ülkeler için uygulanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri ve bulguları tablo 5'teki gibidir.

**Tablo 2.5 Gelişmiş Ülkeler Paneli İçin CAPM Modeli Bulguları**

Değişken	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$\beta$	S.H <sup>R</sup>	z	Sig.	$\beta$	S.H <sup>R</sup>	z	Sig.
R <sub>i</sub>	1.03900	0.04839	21.47***	0.000	1.07237	0.04006	- 26.77***	0.000
Sabit	-0.00322	0.00098	-3.30***	0.001	-0.00337	0.00095	-3.56***	0.000
<b>Tanısal İstatistikler</b>								
<b>Breusch Pagan Test</b>	$\chi^2(01)=0.000$			Sig.=0.1000	$\chi^2(01)=0.000$			Sig.=0.1000
<b>Pesaran Test</b>	$\chi^2(143)=14.287***$			Sig.=0.000	$\chi^2(143)=20.284***$			Sig.=0.000
<b>Swamy F Test</b>	$\chi^2(38)=226.500***$			Sig.=0.000	$\chi^2(38)=216.230***$			Sig.=0.000
<b>WALD Test</b>	$\chi^2(01)=460.860***$			Sig.=0.000	$\chi^2(01)=716.650**$			Sig.=0.000
<b>Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg</b>	$\chi^2(01)=97.160***$			Sig.=0.000	$\chi^2(01)=132.090***$			Sig.=0.000
<b>Wooldridge Testi</b>	F (1, 19)=9.721**			Sig.=0.012	F (1, 19)=3.481*			Sig.=0.078

\*\*\*(%1),\*\*(%5),\*(%10) anlamlılık düzeyinde H<sub>0</sub> farklılık hipotezinin ( $\beta=0$ ) reddini ifade eder, S.H: Standart hata, R: Dirençli (Robust) Standart Hata, F: F Test İstatistiği,  $\chi^2$  : Ki-Kare Test İstatistiği (Parantez İçi Test Serbestlik Derecelerini İçerir )

Tabloda İslami endeks getiri değerleri üzerinden hesaplanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri incelendiğinde;

Breusch Pagan test istatistiklerine göre modelde %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki açıdan önemli bir birim etkisinin bulunmadığı anlaşılmaktadır (  $\chi^2(01)=0.000$ , Sig.>0.10). Modelde yatay kesit bağımlılığı test eden Pesaran test bulguları modelin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir ülke finansal piyasalarının bağlantısını ifade eder.( $\chi^2(143)=14.287$ , Sig.<0.01) Model parametrelerinin heterojenliğini test eden Swamy F testi bulguları ise model parametrelerinin %1 anlamlılık düzeyin için istatistiksel olarak önemli bir şekilde heterojen olduğu yönündedir.( $\chi^2(38)=226.500$ , Sig.<0.01). Söz konusu şartlar altında yatay kesit bağımlılık ve heterojen parametre durumunda tutarlı tahmin yapmaya olanak sağlayan Ortalama Grup Tahmini yönteminin (MG) kullanılmasının uygun olduğu söylenebilir.

Model temel varsayımları incelendiğinde Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg istatistiklerine göre modelde %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir değişen varyans sorununun bulunduğu ( $\chi^2(01)=97.160$ , Sig.<0.01) Wooldridge testi istatistiklerine göre ise %5 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir otokorelasyon sorununun söz konusu olduğu görünmektedir.(  $F(1, 19)=9.721$ , Sig.<0.05)

Modelde tutarlılık ile beraber etkin parametrelerin de tahmini, MG tahmin yöntemi altında White (1980) yöntemi ile dirençli standart hatalarla gerçekleştirilmiştir.

Modelde tahmini yapılan katsayıya bakıldığında, katsayısının %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı ve pozitif olduğu anlaşılmaktadır ( $\beta=1.03900$ , Sig.<0.01).

Tabloda geleneksel endeks getiri değerleri üzerinden hesaplanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri incelendiğinde;

Breusch Pagan test istatistiklerine göre modelin %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir birim etkisi göstermediği anlaşılmaktadır ( $\chi^2(01)=0.000$ , Sig.>0.10). Yatay kesit bağımlılığı test eden Pesaran test bulguları %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir yatay kesit bağımlılığına işaret etmektedir ( $\chi^2(143)=20.284$ , Sig.<0.01). Parametrelerinin heterojenliğini test eden Swamy F testi bulguları ise model parametrelerinin %1 anlamlılık düzeyin için istatistiksel olarak önemli bir şekilde heterojen olduğu yönündedir.( $\chi^2(38)=216.230$  Sig.<0.01). Bu şartlar altında yatay kesit bağımlılık ve heterojen parametre durumunda tutarlı tahmin yapmaya olanak sağlayan Ortalama Grup Tahmini yönteminin (MG) kullanılmasının uygun olduğu söylenebilir.

Model temel varsayımları incelendiğinde Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg istatistiklerine göre modelde %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir değişen varyans sorununun bulunduğu ( $\chi^2(01)=132.090$ , Sig.<0.01) Wooldridge testi istatistiklerine göre ise %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir otokorelasyon sorununun bulunduğu görünmektedir.(  $F(1, 19)=3.481$ , Sig.<0.10).

Modelde tutarlılık ile beraber etkin parametrelerin de tahmin edilmesi amacıyla MG tahmin yöntemi altında White (1980) yöntemi kullanılarak, dirençli standart hatalarla tahmin gerçekleştirilmiştir.

Modelde tahmin edilen katsayı incelendiğinde ise katsayısının %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğu görülmektedir. ( $\beta=1.07237$ , Sig.<0.01).

İslami endeks ile geleneksel endeks getirilerinden gelişmiş ülkeler için hesaplanan  $\beta$  (Beta) yani sistematik riskler karşılaştırıldığında birbirlerine yakın olmakla beraber İslami

endeks getirileri üzerinden hesaplanan sistematik riskin bir miktar daha Küçük olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden gelişmiş ülkeler için birimler bazında hesaplanan  $\beta$  değerleri tablo 6'teki gibidir.

**Tablo 2.6 Gelişmiş Ülkeler İçin Birimlere Özgü CAPM Modeli Bulguları**

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$\beta$	S.H	T	Sig.	$\beta$	S.H	t	Sig.
ABD	0.81746	0.02751	29.71***	0.000	0.95541	0.02722	35.10***	0.000
Almanya	1.20218	0.04704	25.55***	0.000	1.17534	0.04446	26.44***	0.000
Avusturalya	1.18851	0.07783	15.27***	0.000	1.19398	0.06386	18.70***	0.000
Avusturya	1.44664	0.10643	13.59***	0.000	1.49547	0.10576	14.14***	0.000
Belçika	0.97876	0.06044	16.19***	0.000	1.09962	0.07078	15.54***	0.000
Danimarka	0.92279	0.07277	13.26***	0.000	1.00006	0.07317	13.67***	0.000
Finlandiya	1.09116	0.10412	10.48***	0.000	1.08616	0.07120	15.25***	0.000
Fransa	0.99292	0.04144	23.96***	0.000	1.11619	0.04645	24.03***	0.000
Hollanda	1.25113	0.06099	20.51***	0.000	1.11604	0.03962	28.17***	0.000
Japonya	0.78535	0.04426	17.74***	0.000	0.66929	0.04532	14.77***	0.000
Kanada	1.06382	0.07617	13.97***	0.000	1.11378	0.05064	22.00***	0.000
Norveç	1.03588	0.08831	11.73***	0.000	1.18756	0.07804	15.22***	0.000
Singapur	0.95993	0.08367	11.47***	0.000	1.16996	0.07000	16.71***	0.000
Yeni Zelanda	1.06986	0.08582	12.47***	0.000	0.97244	0.05473	17.77***	0.000
İngiltere	0.89065	0.07097	12.55***	0.000	0.90690	0.05115	17.73***	0.000
İrlanda	1.38168	0.13956	9.90***	0.000	0.79668	0.08160	9.76***	0.000
İspanya	0.96168	0.08028	11.98***	0.000	1.09906	0.08761	12.54***	0.000
İsveç	1.31013	0.05242	24.99***	0.000	1.30141	0.05437	23.94***	0.000
İsviçre	0.71239	0.04325	16.47***	0.000	0.81796	0.03639	22.47***	0.000
İtalya	0.87948	0.09109	9.66***	0.000	1.08436	0.08439	12.85***	0.000
Ortalama	1.03901	0.04840	21.47***	0.000	1.07237	0.04006	26.77***	0.000

\*\*\*(%1),\*\*(%5),\*(%10) anlamlılık düzeyinde  $H_0$  farksızlık hipotezinin ( $\beta=0$ ) reddini ifade eder, S.H: Standart hata

Tablo incelendiğinde Panel veri üzerinde MG tahmincisinin özelliği olarak her birime ait regresyon bulgularını görebiliyoruz. Gerek İslami endeks gerekse geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan  $\beta$  parametrelerinin tüm birimler için %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı ve pozitif oldukları anlaşılmaktadır ( $\beta>0$ , Sig.<0.01). Ülkelere özgü parametre tahmin katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir. Söz konusu farkların sistematik olup olmadığını incelemek üzere diğer finansal göstergeleri de içeren eşlenik çift örneklem testleri uygulanacaktır.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden gelişmiş ülkeler için birimler bazında hesaplanan Sharpe değerleri tablo 7'deki gibidir.



Tablo 2.7 Sharpe oranı değerleri

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$r_p$	$r_f$	$\sigma_p$	Sharpe	$r_p$	$r_f$	$\sigma_p$	Sharpe
ABD	0.00694	0.72625	0.06521	-11.03105	0.00969	0.72625	0.07471	-9.59144
Almanya	0.00362	0.22650	0.09819	-2.26986	0.00337	0.22650	0.09544	-2.33795
Avusturalya	0.00277	2.64049	0.11152	-23.65239	0.00331	2.64049	0.10477	-25.17142
Avusturya	0.00052	0.22653	0.14228	-1.58845	-0.00120	0.22653	0.14465	-1.57435
Belçika	0.00311	0.22650	0.08990	-2.48482	0.00391	0.22650	0.10252	-2.17125
Danimarka	0.01252	0.40681	0.09364	-4.21043	0.01002	0.40681	0.09813	-4.04349
Finlandiya	-0.00009	0.22653	0.12214	-1.85532	0.00216	0.22653	0.10195	-2.20071
Fransa	0.00232	0.22653	0.08208	-2.73151	0.00260	0.22653	0.09222	-2.42822
Hollanda	0.00987	0.22653	0.10708	-2.02336	0.00657	0.22653	0.08971	-2.45189
Japonya	0.00446	0.20282	0.07000	-2.83383	0.00321	0.20282	0.06361	-3.13776
Kanada	0.00136	1.09607	0.10343	-10.58382	0.00365	1.09607	0.09375	-11.65199
Norveç	0.00096	1.67424	0.10918	-15.32562	0.00250	1.67424	0.11158	-14.98303
Singapur	0.00073	0.71874	0.10233	-7.01678	0.00260	0.71874	0.10631	-6.73666
Yeni Zelanda	0.00623	2.42208	0.10944	-22.07373	0.00824	2.42208	0.08664	-27.86186
İngiltere	0.00010	0.66097	0.09082	-7.27659	0.00111	0.66097	0.08085	-8.16166
İrlanda	0.00948	0.22653	0.15982	-1.35810	0.00403	0.22653	0.09291	-2.39471
İspanya	0.00374	0.22653	0.10030	-2.22112	-0.00262	0.22653	0.11210	-2.04425
İsveç	0.00700	0.18993	0.10744	-1.70265	0.00659	0.18993	0.10761	-1.70380
İsviçre	0.00658	-0.30688	0.06505	4.81863	0.00562	-0.30688	0.06852	4.56039
İtalya	-0.00387	0.22653	0.10326	-2.23130	-0.00173	0.22653	0.10936	-2.08715
Ortalama	0.00392	0.62351	0.10384	-5.96662	0.00368	0.62351	0.09815	-6.31501

Tablo incelendiğinde İslami Endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmiş ülkeler ortalama Sharpe oranının, Geleneksel Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha Büyük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden gelişmiş ülkeler için birimler bazında hesaplanan Treynor oranı değerleri tablo 8'deki gibidir.

Tablo 2.8 Gelişmiş Ülkeler İçin Treynor Oranları

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	Rp	Rm	B	Treynor	Rp	Rm	$\beta$	Treynor
ABD	0.00694	0.72625	0.81746	-0.87993	0.00969	0.72625	0.95541	-0.75001
Almanya	0.00362	0.22650	1.20218	-0.18540	0.00337	0.22650	1.17534	-0.18984
Avusturalya	0.00277	2.64049	1.18851	-2.21935	0.00331	2.64049	1.19398	-2.20872
Avusturya	0.00052	0.22653	1.44664	-0.15623	-0.00120	0.22653	1.49547	-0.15228
Belçika	0.00311	0.22650	0.97876	-0.22823	0.00391	0.22650	1.09962	-0.20243
Danimarka	0.01252	0.40681	0.92279	-0.42727	0.01002	0.40681	1.00006	-0.39676
Finlandiya	-0.00009	0.22653	1.09116	-0.20768	0.00216	0.22653	1.08616	-0.20657
Fransa	0.00232	0.22653	0.99292	-0.22581	0.00260	0.22653	1.11619	-0.20062
Hollanda	0.00987	0.22653	1.25113	-0.17317	0.00657	0.22653	1.11604	-0.19709
Japonya	0.00446	0.20282	0.78535	-0.25257	0.00321	0.20282	0.66929	-0.29824
Kanada	0.00136	1.09607	1.06382	-1.02903	0.00365	1.09607	1.11378	-0.98082
Norveç	0.00096	1.67424	1.03588	-1.61532	0.00250	1.67424	1.18756	-1.40771
Singapur	0.00073	0.71874	0.95993	-0.74798	0.00260	0.71874	1.16996	-0.61211
Yeni Zelanda	0.00623	2.42208	1.06986	-2.25811	0.00824	2.42208	0.97244	-2.48224
İngiltere	0.00010	0.66097	0.89065	-0.74201	0.00111	0.66097	0.90690	-0.72761
İrlanda	0.00948	0.22653	1.38168	-0.15709	0.00403	0.22653	0.79668	-0.27929
İspanya	0.00374	0.22653	0.96168	-0.23166	-0.00262	0.22653	1.09906	-0.20850
İsveç	0.00700	0.18993	1.31013	-0.13963	0.00659	0.18993	1.30141	-0.14088
İsviçre	0.00658	-0.30688	0.71239	0.44000	0.00562	-0.30688	0.81796	0.38204
İtalya	-0.00387	0.22653	0.87948	-0.26198	-0.00173	0.22653	1.08436	-0.21050
Ortalama	0.00392	0.62351	1.03901	-0.59633	0.00368	0.62351	1.07237	-0.57800

Tablo incelendiğinde görüleceği üzere İslami Endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmiş ülkeler ortalama Treynor oranının, Geleneksel Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha büyük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden gelişmiş ülkeler için birimler bazında hesaplanan Jensen performans endeksi değerleri tablo 9'deki gibidir.

**Tablo 2.9 Gelişmiş Ülkeler İçin Jensen Performans Endeksi Değerleri**

Ülke	İslami Endeks					İslami Endeks				
	Ri	Rf	$\beta$	Rm	Jensen	Ri	Rf	$\beta$	Rm	Jensen
ABD	0.00694	0.72625	0.81746	0.00664	0.00152	0.00969	0.72625	0.95541	0.00664	0.00334
Almanya	0.00362	0.22650	1.20218	0.00664	-0.00436	0.00337	0.22650	1.17534	0.00664	-0.00443
Avusturalya	0.00277	2.64049	1.18851	0.00664	-0.00512	0.00331	2.64049	1.19398	0.00664	-0.00461
Avusturya	0.00052	0.22653	1.44664	0.00664	-0.00908	-0.00120	0.22653	1.49547	0.00664	-0.01113
Belçika	0.00311	0.22650	0.97876	0.00664	-0.00338	0.00391	0.22650	1.09962	0.00664	-0.00339
Danimarka	0.01252	0.40681	0.92279	0.00664	0.00640	0.01002	0.40681	1.00006	0.00664	0.00338
Finlandiya	-0.00009	0.22653	1.09116	0.00664	-0.00733	0.00216	0.22653	1.08616	0.00664	-0.00505
Fransa	0.00232	0.22653	0.99292	0.00664	-0.00428	0.00260	0.22653	1.11619	0.00664	-0.00481
Hollanda	0.00987	0.22653	1.25113	0.00664	0.00156	0.00657	0.22653	1.11604	0.00664	-0.00084
Japonya	0.00446	0.20282	0.78535	0.00664	-0.00075	0.00321	0.20282	0.66929	0.00664	-0.00123
Kanada	0.00136	1.09607	1.06382	0.00664	-0.00570	0.00365	1.09607	1.11378	0.00664	-0.00375
Norveç	0.00096	1.67424	1.03588	0.00664	-0.00592	0.00250	1.67424	1.18756	0.00664	-0.00538
Singapur	0.00073	0.71874	0.95993	0.00664	-0.00565	0.00260	0.71874	1.16996	0.00664	-0.00517
Yeni Zelanda	0.00623	2.42208	1.06986	0.00664	-0.00087	0.00824	2.42208	0.97244	0.00664	0.00178
İngiltere	0.00010	0.66097	0.89065	0.00664	-0.00581	0.00111	0.66097	0.90690	0.00664	-0.00492
İrlanda	0.00948	0.22653	1.38168	0.00664	0.00030	0.00403	0.22653	0.79668	0.00664	-0.00126
İspanya	0.00374	0.22653	0.96168	0.00664	-0.00264	-0.00262	0.22653	1.09906	0.00664	-0.00992
İsveç	0.00700	0.18993	1.31013	0.00664	-0.00170	0.00659	0.18993	1.30141	0.00664	-0.00205
İsviçre	0.00658	-0.30688	0.71239	0.00664	0.00185	0.00562	-0.30688	0.81796	0.00664	0.00019
İtalya	-0.00387	0.22653	0.87948	0.00664	-0.00971	-0.00173	0.22653	1.08436	0.00664	-0.00893
Ortalama	0.00392	0.62351	1.03901	0.00664	-0.00298	0.00368	0.62351	1.07237	0.00664	-0.00344

Tablo incelendiğinde görüleceği üzere İslami Endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmiş ülkeler ortalama Jensen performans endeksinin, Geleneksel Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha büyük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami ve Geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan finansal performans göstergeleri arasındaki farkların incelenmesi amacıyla yapılan eşlenik örneklem t-testi bulguları tablo 10'daki gibidir.

**Tablo 2.10 Gelişmiş Ülkeler İçin Eşlenik Örneklem T-Testi Bulguları**

Değişken	Endeks	$\bar{X}$	S.S	Corr	t	sig.
Beta	İslami	1.04712	0.19909	0.591	t(19)=-0.534	0.600
	Geleneksel	1.06788	0.18440			
Sharpe	İslami	-5.98261	7.23331	0.989	t(19)=1.344	0.195
	Geleneksel	-6.40866	8.09903			
Treynor	İslami	-0.58492	0.70992	0.992	t(19)=-0.565	0.579
	Geleneksel	-0.57351	0.71348			
Jensen	İslami	-0.00303	0.00407	0.843	t(19)=0.744	0.466
	Geleneksel	-0.00341	0.00396			

$\bar{X}$ : Ortalama, S.S: Standart Sapma, Corr: korelasyon, t: test istatistiği, (parantez içleri serbestlik derecesini içerir)

İslami (1.04712±0.19909) ve Geleneksel (1.06788±0.18440) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan sistematik risk değerleri arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. (t(19)=-0.534, Sig.>0.10)

İslami (-5.98261±7.23331) ve Geleneksel (-6.40866±8.09903) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Sharpe Oranları arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. (t(19)=1.344, Sig.>0.10)

İslami (-0.58492±0.70992) ve Geleneksel (-0.57351±0.71348) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Treynor Oranları arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. (t(19)=-0.565, Sig.>0.10)

İslami (-0.00303±0.00407) ve Geleneksel (-0.00341±0.00396) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Jensen Performans endeksleri arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel olarak önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. (t(19)=-0.744 Sig.>0.10)

#### 2.1.4.2. Sınır Ülkeler İçin Geleneksel Ve İslami Endeks Üzerinden Hesaplanan Performans Ölçütleri Karşılaştırmaları

Sınır ülkeler için değişken betimsel istatistikleri tablo 11'deki gibidir.

**Tablo 2.11 Sınır Ülkeler İçin Değişken Betimsel İstatistikleri**

İstatistik	R <sup>ISL</sup>	R <sup>CON</sup>	R <sup>IMAR</sup>	RF
Ortalama	-0.001207	-0.003149	0.006640	5.136381
Maksimum	0.622670	0.519158	0.212158	14.65000
Minimum	-0.671146	-0.451264	-0.377758	1.100000
S.S	0.128923	0.100787	0.073877	3.344007
S	-0.085300	0.014366	-1.164164	0.890500
K	9.217304	7.386725	7.970341	3.002738
Jarque-Bera	921.9681	458.6529	717.9886	75.59856
J.B(Sig.)	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Gözlem Sayısı	572	572	572	572

S.S: Standart Sapma, S: Çarpıklık, K: Basıklık

İslami endeks getiri değişkeni min. -0.671146, max. 0.622670 değerleri arasında -0.001207 ortalama etrafında 0.128923 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir (|S|<1.5).

Geleneksel endeks getiri değişkeni min. -0.451264, max.0.519158 değerleri arasında -0.003149 ortalama ve 0.073877 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir (|S|<1.5).

Market getirisi değişkeni min. -0.377758, max. 0.212158 değerleri arasında 0.006640 ortalama ve 0.073825 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir (|S|<1.5).

Risksiz getiri oranı değişkeni min. 1.100000, max.14.65000 değerleri arasında 5.136381 ortalama ve 3.344007 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Değişkenler için yapılan CD yatay kesit bağımlılık testi bulgularına Tablo 12’de yer verilmektedir.

**Tablo 2.12 Sınır Gelişmiş Ülkeler Paneli İçin CD Yatay Kesit Bağımlılık Testi Bulguları**

Değişken	CD-Test	Sig.	Corr.	Corr.
$R^{ISL}$	4.60***	0.000	0.157	0.220
$R^{CON}$	10.58***	0.000	0.361	0.361
$R^{IMAR}$	29.29***	0.000	1.000	1.000

\*\*\*(%1) anlamlılık düzeyinde yatay kesit bağımlılığı ifade eder, Corr.: Korelasyon, | Corr. |: Mutlak Korelasyon

Tabloya göre, RISL değişkeninin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir yatay kesit bağımlılık özelliği göstermektedir. (CD=4.60, Sig.<0.01). Benzer şekilde RCON değişkeninin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir yatay kesit bağımlılık özelliği göstermektedir. (CD=10.58 Sig.<0.01). RMAR değişkeni test bulgularına göre yatay kesit bağımlılığa sahip iken (CD=29.29, Sig.<0.01), değişkenin birimler arası korelasyonunun tam olduğu görülmektedir (Corr=1.000). Daha net bir ifadeyle, değişken bir birim sabiti değişkendir ve değişkenin durağanlık durumu 1.nesil birim kök testleri ile incelenmelidir.

Değişkenlerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi amacıyla yapılan 1. Ve 2. Nesil IPS birim kök testi bulgularına Tablo 13’de yer verilmektedir.

**Tablo 2.13 Sınır Ülkeler İçin Değişken Birim Kök Testi Bulguları**

2.Nesil IPS (CADF) Birim Kök Testi				
Değişken	Sabit		Sabit Ve Trend	
	T	Sig.	t	Sig.
$R^{ISL}$	-6.190 <sup>[2]</sup> ***	0.000	- 6.420 <sup>[2]</sup> ***	0.000
$R^{CON}$	-5.569 <sup>[7]</sup> ***	0.000	- 5.768. <sup>[7]</sup> ** *	0.000
1.Nesil IPS Panel Birim Kök Testi				
Değişken	Sabit		Sabit Ve Trend	
	T	Sig.	t	Sig.
$R^{IMAR}$	-18.284 <sup>[1]</sup> ***	0.000	-18.518 <sup>[1]</sup> ***	0.000

\*\*\*(%1) anlamlılık düzeyinde durağanlığı simgeler. [Optimal gecikme uzunluğunu göstermekte olup maksimum 8 gecikmeye kadar olan gecikmeler için Akaike Bilgi Kriterleri gözetilerek seçilmiştir.]

Tabloya göre, RISL ve RCON değişkenlerine uygulanan 2. Nesil IPS (CADF) birim kök testi sabitli ile sabit ve trendli spesifikasyonları için değişkenlerin %1 anlamlılık düzeyinde durağan olduğuna işaret etmektedir (Sig<0.01). Daha net bir ifadeyle değişkenler düzey değerlerinde durağandır. Birim sabiti RIMAR değişkenine uygulanan 1.Nesil IPS panel birim kök testi bulguları da değişkenin her iki spesifikasyon için de düzeyde durağan olduğu yönündedir.(Sig.<0.01).

Sınır ülkeler için uygulanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri ve bulguları tablo 14'teki gibidir.

**Tablo 2.14 Sınır Ülkeler Paneli İçin CAPM Modeli Bulguları**

Değişken	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$\beta$	S.H <sup>R</sup>	Z	Sig.	$\beta$	S.H	z	Sig.
Ri	0.28991	0.12732	2.28**	0.023	0.58322	0.13951	4.18***	0.000
Sabit	-0.00519	0.00084	-6.18***	0.000	-0.00702	0.00148	-4.75***	0.000
Tanısal İstatistikler								
<b>Breusch Pagan Test</b>	$\chi^2(01)=0.000$			Sig.=0.1000	$\chi^2(01)=0.000$			Sig.=0.1000
<b>Pesaran Test</b>	$\chi^2(143)=179.851***$			Sig.=0.000	$\chi^2(143)=5.752***$			Sig.=0.000
<b>Swamy F Test</b>	$\chi^2(06)=57.020***$			Sig.=0.000	$\chi^2(06)=27.570***$			Sig.=0.000
<b>WALD Test</b>	$\chi^2(01)=5.180**$			Sig.=0.023	$\chi^2(01)=17.480***$			Sig.=0.000
<b>Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg</b>	$\chi^2(01)=18.920***$			Sig.=0.000	$\chi^2(01)=0.470$			Sig.=0.493
<b>Wooldridge Testi</b>	F(1, 3)=0.453			Sig.=0.549	F(1, 3)=4.253			Sig.=0.131

\*\*\*(%1),\*\*(%5),\*(%10) anlamlılık düzeyinde  $H_0$  farksızlık hipotezinin ( $\beta=0$ ) reddini ifade eder, S.H: Standart hata, R: Dirençli (Robust) Standart Hata, F: F Test İstatistiği,  $\chi^2$  : Ki-Kare Test İstatistiği (Parantez İçi Test Serbestlik Derecelerini içerir )

Tabloda İslami endeks getiri değerleri üzerinden hesaplanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri incelendiğinde;

Breusch Pagan test istatistiklerine göre modelde %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir birim etkisi bulunmadığı görülmektedir (  $\chi^2(01)=0.000$ , Sig.>0.10) Yatay kesit bağımlılığı Pesaran test bulguları modelin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir yatay kesit bağımlılığı içerdiğini göstermektedir.( $\chi^2(143)=179.851$ , Sig.<0.01) Parametrelerinin heterojenliğini Swamy F testi bulguları ise model parametrelerinin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak önemli bir şekilde heterojen olduğu yönündedir.( $\chi^2(06)=57.020$  Sig.<0.01). Söz konusu şartlar altında yatay kesit bağımlılık ve heterojen parametre durumunda tutarlı tahmin yapmaya olanak sağlayan Ortalama Grup Tahmini yönteminin (MG) kullanılmasının uygun olduğu söylenebilir.

Model temel varsayımları incelendiğinde Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg istatistiklerine göre modelde %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir değişen

varyans sorununun bulunduğu ( $\chi^2(01)=18.920.160$ , Sig.<0.01), Wooldridge testi istatistiklerine göre ise %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir otokorelasyon sorununun olmadığı görülmektedir. ( $F(1,39)=0.453$ , Sig.<0.10).

Modelde tutarlılık ile beraber etkin parametrelerin de tahmin edilmesi amacıyla MG tahmin yöntemi altında White (1980) yöntemi ile dirençli standart hatalarla tahmin yapılmıştır.

Modelde tahmin edilen katsayıya bakıldığında ise, katsayısının %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan anlamlı ve pozitif olduğu anlaşılmaktadır ( $\beta=0.28991$ , Sig.<0.01).

Tabloda geleneksel endeks getiri değerleri üzerinden hesaplanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri incelendiğinde;

Breusch Pagan test istatistiklerine göre modelde %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir birim etkisinin bulunmadığına işaret etmektedir ( $\chi^2(01)=0.000$ , Sig.>0.10) Yatay kesit bağımlılığı test eden Pesaran test bulguları %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak önemli bir yatay kesit bağımlılığı olduğu görülmektedir. ( $\chi^2(143)=5.752$ , Sig.<0.01) Parametrelerinin heterojenliğini test eden Swamy F testi bulguları ise model parametrelerinin %1 anlamlılık düzeyin için istatistiksel olarak önemli bir şekilde heterojen olduğu yönündedir. ( $\chi^2(06)=216.230$  Sig.<0.01). Bu şartlar altında yatay kesit bağımlılık ve heterojen parametre durumunda tutarlı tahmin yapmaya olanak sağlayan Ortalama Grup Tahmini yönteminin (MG) kullanılmasının uygun olduğu söylenebilir.

Model temel varsayımları incelendiğinde Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg istatistiklerine göre modelde %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir değişen varyans sorunu bulunmadığı ( $\chi^2(01)=180.470$ , Sig.>0.010), Wooldridge testi istatistiklerine göre de %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir otokorelasyon sorununun bulunduğu görülmektedir ( $F(1,3)=4.253$ , Sig.<0.10).

Modelde tahmin edilen katsayı %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı ve pozitifdir ( $\beta=0.58322$ , Sig.<0.01).

İslami endeks ile geleneksel endeks getirilerinden sınır ülkeler için hesaplanan  $\beta$  (Beta) yani sistematik riskler karşılaştırıldığında Geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan sistematik riskin bir daha büyük olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden sınır ülkeler için birimler bazında hesaplanan  $\beta$  değerleri tablo 15'teki gibidir.

**Tablo 2.15 Sınır Ülkeler İçin Birimlere Özgü CAPM Modeli Bulguları**

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$\beta$	S.H	T	Sig.	$\beta$	S.H	t	Sig.
Morokko	0.19016	0.08693	2.19**	0.029	0.33894	0.07664	4.42***	0.000
Nijerya	0.51396	0.15659	3.28***	0.001	0.53206	0.14295	3.72***	0.000
Umman	0.17819	0.08324	2.14**	0.032	0.47833	0.07048	6.79***	0.000
Vietnam	1.51726	0.16912	8.97***	0.000	0.98356	0.10080	9.76***	0.000
Ortalama	0.28991	0.12732	2.28**	0.023	0.58322	0.13951	4.18***	0.000

\*\*\*(%1),\*\*(%5),\*(%10) anlamlılık düzeyinde  $H_0$  farklılık hipotezinin ( $\beta=0$ ) reddini ifade eder, S.H: Standart hata

Tablo incelendiğinde Panel veri üzerinde MG tahmincisinin özelliği olarak her birime ait regresyon bulgularını görebiliyoruz. Hem İslami endeks hem de geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan  $\beta$  parametrelerinin tüm birimler için %5 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan anlamlı ve pozitif oldukları görülmektedir. ( $\beta>0$ , Sig.<0.05). Ülkelere özgü parametre tahmin katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir. Söz konusu farkların sistematik olup olmadığını incelemek üzere diğer finansal göstergeleri de içeren eşlenik çift örneklem testleri uygulanacaktır.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden sınır ülkeler için birimler bazında hesaplanan Sharpe değerleri tablo 16’teki gibidir.

**Tablo 2.16 Sınır Ülkeler İçin Sharpe Oranları**

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$r_p$	$r_f$	$\sigma_p$	Sharpe	$r_p$	$r_f$	$\sigma_p$	Sharpe
Morokko	-0.00385	3.52118	0.07774	-45.34168	-0.00359	3.52118	0.07194	-48.99857
Nijerya	-0.00355	8.35868	0.14289	-58.52198	-0.00789	8.35868	0.13176	-63.49713
Umman	-0.00407	1.63056	0.07440	-21.97173	-0.00258	1.63056	0.07140	-22.87188
Vietnam	0.00665	7.07667	0.18643	-37.92295	0.00147	7.07667	0.11475	-61.65798
Ortalama	-0.00121	5.14677	0.12892	-39.93052	-0.00315	5.14677	0.10079	-51.09697

Tabloda görüldüğü üzere Geleneksel Endeks getiri üzerinden hesaplanan sınır ülkeler ortalama Sharpe oranının, İslami Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha büyük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden sınır ülkeler için birimler bazında hesaplanan Treynor oranı değerleri tablo 17’deki gibidir.



**Tablo 2.17 Sınır Ülkeler İçin Treynor Oranları**

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	Rp	Rm	B	Treynor	Rp	Rm	$\beta$	Treynor
Morokko	-0.00385	3.52118	0.19016	-18.53744	-0.00359	3.52118	0.33894	-10.39928
Nijerya	-0.00355	8.35868	0.51396	-16.27007	-0.00789	8.35868	0.53206	-15.72487
Umman	-0.00407	1.63056	0.17819	-9.17377	-0.00258	1.63056	0.47833	-3.41421
Vietnam	0.00665	7.07667	1.51726	-4.65972	0.00147	7.07667	0.98356	-7.19345
Ortalama	-0.00121	5.14677	0.28991	-17.75706	-0.00315	5.14677	0.58322	-8.83008

Tablo incelendiğinde görüleceği üzere İslami Endeks getiri üzerinden hesaplanan sınır ülkeler ortalama Treynor oranının, Geleneksel Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha küçük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden sınır ülkeler için birimler bazında hesaplanan Jensen performans endeksi değerleri tablo 18'deki gibidir

**Tablo 2.18 Sınır Ülkeler İçin Jensen Performans Endeksi Değerleri**

Ülke	İslami Endeks					Geleneksel				
	Ri	Rf	B	Rm	Jensen	Ri	Rf	$\beta$	Rm	Jensen
Morokko	-0.00385	3.52118	0.19016	0.00664	-0.00512	-0.00359	3.52118	0.33894	0.00664	-0.00585
Nijerya	-0.00355	8.35868	0.51396	0.00664	-0.00696	-0.00789	8.35868	0.53206	0.00664	-0.01142
Umman	-0.00407	1.63056	0.17819	0.00664	-0.00526	-0.00258	1.63056	0.47833	0.00664	-0.00576
Vietnam	0.00665	7.07667	1.51726	0.00664	-0.00343	0.00147	7.07667	0.98356	0.00664	-0.00506
Ortalama	-0.00121	5.14677	0.28991	0.00664	-0.00313	-0.00315	5.14677	0.58322	0.00664	-0.00702

Tabloda görüldüğü üzere İslami Endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmiş ülkeler ortalama Jensen performans endeksinin, Geleneksel Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha büyük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında da katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami ve Geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan finansal performans göstergeleri arasındaki farkların incelenmesi amacıyla yapılan eşlenik örneklem t-testi bulguları tablo 19'deki gibidir.

**Tablo 2.19 Sınır Ülkeler İçin Eşlenik Örneklem T-Testi Bulguları**

Değişken	Endeks	$\bar{X}$	S.S	Corr	t	sig.
Beta	İslami	0.59989	0.63105	0.977	t(03)=0.092	0.933
	Geleneksel	0.58322	0.27902			
Sharpe	İslami	-40.93959	15.24684	0.831	t(03)=1.597	0.209
	Geleneksel	-49.25639	18.73328			
Treyner	İslami	-12.16025	6.39625	0.668	t(03)=-1.227	0.307
	Geleneksel	-9.18295	5.21257			
Jensen	İslami	-0.00519	0.00144	0.879	t(03)=2.011	0.138
	Geleneksel	-0.00702	0.00295			

$\bar{X}$ : Ortalama, S.S: Standart Sapma, Corr: korelasyon, t: test istatistiği, (parantez içleri serbestlik derecesini içerir)

İslami ( $0.59989 \pm 0.63105$ ) ve Geleneksel ( $0.58322 \pm 0.27902$ ) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan sistematik risk değerleri arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki açıdan önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. (t(03)=0.092, Sig.>0.10)

İslami ( $-40.93959 \pm 15.24684$ ) ve Geleneksel ( $-49.25639 \pm 18.73328$ ) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Sharpe Oranları arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki açıdan önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. (t(03)=1.597, Sig.>0.10)

İslami ( $-12.16025 \pm 6.39625$ ) ve Geleneksel ( $-9.18295 \pm 5.21257$ ) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Treynor Oranları arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki açıdan önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. (t(03)=-1.227, Sig.>0.10)

İslami ( $-0.00519 \pm 0.00144$ ) ve Geleneksel ( $-0.00702 \pm 0.00295$ ) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Jensen Performans endeksleri arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki açıdan önemli bir fark bulunmamaktadır (t(03)=2.011, Sig.>0.10).

### 2.1.4.3. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Geleneksel Ve İslami Endeks Üzerinden Hesaplanan Performans Ölçütleri Karşılaştırmaları

Araştırmada kullanılan değişkenler için gelişmekte olan ülkeler için kurulan panel veri modelinde hesaplanan betimsel istatistikler tablo 20'deki gibidir.

**Tablo 2.20 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Değişken Betimsel İstatistikleri**

İstatistik	$R^{ISL}$	$R^{CON}$	$R^{IMAR}$	RF
Ortalama	0.00154	0.00247	0.00664	5.04736
Maksimum	1.16417	0.75566	0.21216	32.50000
Minimum	-1.04186	-0.90024	-0.37776	0.03000
S.S	0.14322	0.13465	0.07383	4.08657
S	-0.43809	-0.76783	-1.16416	1.22914
K	13.12607	10.60896	7.97034	10.75822
Jarque-Bera	9848.40700	5744.26400	2871.95400	7632.98300
J.B(Sig.)	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000
Gözlem Sayısı	2288	2288	2288	2288

S.S: Standart Sapma, S: Çarpıklık, K: Basıklık

İslami endeks getiri değişkeni min. -1.04186, max. 1.16417 değerleri arasında 0.00154 ortalama etrafında 0.14322 standart sapma değeriyle normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Geleneksel endeks getiri değişkeni min. -0.90024 max.0.75566 değerleri arasında 0.00247 ortalamayla 0.13465 standart sapma değeri ile normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Market getirisi değişkeni min. -0.377758, max. 0.212158 değerleri arasında 0.006640 ortalamayla 0.073825 standart sapma değeri ile normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Risksiz getiri oranı değişkeni min. 0.03000, max. 32.50000 değerleri arasında 5.04736 ortalamayla 4.08657 standart sapma değeri ile normale yakın dağılım göstermektedir ( $|S| < 1.5$ ).

Değişkenler için yapılan CD yatay kesit bağımlılık testinin bulgularına Tablo 21’de yer verilmektedir.

**Tablo 2.21 Gelişmekte Olan Ülkeler Paneli İçin CD Yatay Kesit Bağımlılık Testi Bulguları**

Değişken	CD-Test	Sig.	Corr.	Corr.
$R^{ISL}$	71.46***	0.000	0.546	0.546
$R^{CON}$	77.12***	0.000	0.589	0.590
$R^{IMAR}$	131.00***	0.000	1.000	1.000

\*\*\*(%1) anlamlılık düzeyinde yatay kesit bağımlılığı ifade eder, Corr.: Korelasyon, | Corr. |: Mutlak Korelasyon

Tablo incelendiğinde görüldüğü üzere RISL değişkeninin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir yatay kesit bağımlılık özelliği göstermektedir (CD=71.46, Sig.<0.01). Benzer şekilde RCON değişkeninin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir yatay kesit bağımlılık özelliği göstermektedir (CD =77.2,Sig.<0.01). Diğer yandan RMAR değişkeni test bulgularına göre yatay kesit bağımlılığa sahip iken (CD = 131.00, Sig.<0.01), değişkenin birimler arası korelasyonunun tam olduğu görülmektedir. (Corr = 1.000) Daha net bir ifadeyle, değişken bir birim sabiti değişkendir ve değişkenin durağanlık durumu 1.nesil birim kök testleri ile incelenmelidir.

Değişkenlerin durağanlık düzeylerinin belirlenmesi amacıyla yapılan 1. Ve 2. Nesil IPS birim kök testinin bulgularına Tablo 22’de yer verilmektedir.

Tablo 2.22 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Değişken Birim Kök Testi Bulguları

2.Nesil IPS (CADF) Birim Kök Testi				
Değişken	Sabit		Sabit Ve Trend	
	T	Sig.	t	Sig.
R <sup>ISL</sup>	-6.190 <sup>[2]***</sup>	0.000	-6.420 <sup>[2]***</sup>	0.000
R <sup>CON</sup>	-6.190 <sup>[3]***</sup>	0.000	-6.420 <sup>[3]***</sup>	0.000
1.Nesil IPS Panel Birim Kök Testi				
Değişken	Sabit		Sabit Ve Trend	
	T	Sig.	t	Sig.
R <sup>IMAR</sup>	-36.568 <sup>[1]***</sup>	0.000	-37.036 <sup>[1]***</sup>	0.000

\*\*\*(%1) anlamlılık düzeyinde durağanlığı simgeler. [Optimal gecikme uzunluğunu göstermekte olup maksimum 8 gecikmeye kadar olan gecikmeler için Akaike Bilgi Kriterleri gözetilerek seçilmiştir.]

Tablo incelendiğinde gerek RISL gerekse RCON değişkenlerine uygulanan 2. Nesil IPS (CADF) birim kök testi sabitli ile sabit ve trendli spesifikasyonları için her iki değişkenin de %1 anlamlılık düzeyinde durağanlığa işaret etmektedir.(Sig.<0.01) Daha net bir ifadeyle, değişkenler düzey değerlerinde durağandır. Diğer yandan birim sabiti RIMAR değişkenine uygulanan 1.Nesil IPS panel birim kök testi bulguları da değişkenin her iki spesifikasyon için de düzeyde durağan olduğu yönündedir.(Sig.<0.01).

Gelişmekte ülkeler için uygulanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri ve bulguları tablo 23'teki gibidir.

Tablo 2.23 Gelişmekte Olan Ülkeler Paneli İçin CAPM Modeli Bulguları

Değişken	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$\beta$	S.H <sup>R</sup>	Z	Sig.	$\beta$	S.H	z	Sig.
R <sub>i</sub>	1.09995	0.04659	23.61***	0.000	1.15110	0.06431	17.90***	0.000
Sabit	-0.00527	0.00109	-4.79***	0.000	-0.00475	0.00095	-5.00***	0.000
Tanısal İstatistikler								
<b>Breusch Pagan Test</b>	$\chi^2(01)=0.000$			Sig.=0.1000	$\chi^2(01)=0.000$			Sig.=0.1000
<b>Pesaran Test</b>	$\chi^2(143)=44.455***$			Sig.=0.000	$\chi^2(143)=43.305***$			Sig.=0.000
<b>Swamy F Test</b>	$\chi^2(30)=109.530***$			Sig.=0.000	$\chi^2(30)=146.810$			Sig.=0.000
<b>WALD Test</b>	$\chi^2(01)=557.410***$			Sig.=0.000	$\chi^2(01)=320.390***$			Sig.=0.000
<b>Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg</b>	$\chi^2(01)=99.770***$			Sig.=0.000	$\chi^2(01)=149.110***$			Sig.=0.000
<b>Wooldridge Testi</b>	F(1, 15)=9.172***			Sig.=0.008	F(1, 15)=0.705			Sig.=0.414

\*\*\*(%1),\*\*(%5),\*(%10) anlamlılık düzeyinde H<sub>0</sub> farksızlık hipotezinin ( $\beta=0$ ) reddini ifade eder, S.H: Standart hata, R: Dirençli (Robust) Standart Hata, F: F Test İstatistiği,  $\chi^2$  : Ki-Kare Test İstatistiği (Parantez İçi Test Serbestlik Derecelerini İçerir )

Tabloda İslami endeks getiri değerleri üzerinden hesaplanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri incelendiğinde;

Breusch Pagan test istatistiklerine göre, modelde %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki bakımdan önemli bir birim etkisi bulunmamaktadır ( $\chi^2(01)=0.000$ , Sig.>0.10) Modelde yatay kesit bağımlılığı test eden Pesaran test bulguları modelin %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir yatay kesit bağımlılığı içerdiğini göstermektedir. ( $\chi^2(143)=44.455$ , Sig.<0.01) Model parametrelerinin heterojenliğini test eden Swamy F testi bulguları ise model parametrelerinin %1 anlamlılık düzeyin için istatistiksel olarak önemli bir şekilde heterojen olduğu yönündedir. ( $\chi^2(30)=109.530$ , Sig.<0.01). Bu şartlar altında yatay kesit bağımlılık ve heterojen parametre durumunda tutarlı tahmin yapmaya olanak sağlayan Ortalama Grup Tahmini yönteminin (MG) kullanılmasının uygun olduğu söylenebilir.

Model temel varsayımları incelendiğinde Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg istatistiklerine göre modelde %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir değişen varyans sorununun bulunduğu ( $\chi^2(01)=99.770$ , Sig.<0.01) Wooldridge testi istatistiklerine göre ise %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir otokorelasyon sorununun bulunduğu görünmektedir ( $F(1, 15)=9.172$ , Sig.<0.01).

Modelde tutarlılık ile beraber etkin parametrelerin de tahmin edilmesi amacıyla MG tahmin yöntemi altında White (1980) yöntemi ile dirençli standart hatalarla tahmin yapılmıştır.

Modelde tahmin edilmiş olan katsayısı %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan anlamlı ve pozitifdir ( $\beta=1.09995$ , Sig.<0.01).

Tabloda geleneksel endeks getiri değerleri üzerinden hesaplanan CAPM regresyonu tanısal istatistikleri incelendiğinde;

Breusch Pagan test istatistiklerinden anlaşılmaktadır ki, modelde %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir birim etkisi bulunmamaktadır ( $\chi^2(01)=0.000$ , Sig.>0.10). Yatay kesit bağımlılığı test eden Pesaran test bulguları %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir yatay kesit bağımlılığı söz konusu değildir ( $\chi^2(143)=43.305$ , Sig.<0.01). Parametrelerinin heterojenliğini test eden Swamy F testi bulguları ise model parametrelerinin %1 anlamlılık düzeyin için istatistiksel olarak önemli bir şekilde heterojen olduğu yönündedir. ( $\chi^2(30)=146.810$ , Sig.<0.01). Bu şartlar altında yatay kesit bağımlılık ve heterojen parametre durumunda tutarlı tahmin yapmaya olanak sağlayan Ortalama Grup Tahmini yönteminin (MG) kullanılmasının uygun olduğu söylenebilir.

Model temel varsayımları incelendiğinde Breusch-Pagan Ve Cook-Weisberg istatistiklerine göre modelde %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir değişen varyans sorununun bulunduğu ( $\chi^2(01)=149.110$ , Sig.<0.01) Wooldridge testi istatistiklerine

göre ise %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan önemli bir otokorelasyon sorununun bulunduğu görülmektedir. (F(1, 15)=0.705, Sig.<0.10)

Modelde tutarlılık ile beraber etkin parametrelerin de tahmin edilmesi amacıyla MG tahmin yöntemi altında White (1980) yöntemi ile dirençli standart hatalar ile tahmin gerçekleştirilmiştir.

Modelde tahmin edilen katsayıya bakıldığında, katsayısının %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan anlamlı ve pozitif olduğu anlaşılmaktadır ( $\beta=1.15110$ , Sig.<0.01).

İslami endeks ile geleneksel endeks getirilerinden gelişmekte olan ülkeler için hesaplanan  $\beta$  (Beta) yani sistematik riskler karşılaştırıldığında Geleneksel getiriler üzerinden hesaplanan sistematik riskin daha büyük olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden gelişmekte olan ülkeler için birimler bazında hesaplanan  $\beta$  değerleri tablo 24'teki gibidir.

**Tablo 2.24 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Birimlere Özgü CAPM Modeli Bulguları**

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$\beta$	S.H	T	Sig.	$\beta$	S.H	t	Sig.
Brezilya	1.46204	0.16862	8.67***	0.000	1.42048	0.15909	8.93***	0.000
Endonezya	1.11363	0.12345	9.02***	0.000	1.21569	0.13390	9.08***	0.000
Filipinler	0.94394	0.11001	8.58***	0.000	0.89405	0.08981	9.95***	0.000
Güney Afrika	1.00526	0.12429	8.09***	0.000	1.08255	0.08845	12.24***	0.000
Hindistan	1.31265	0.08593	15.28***	0.000	1.38121	0.08960	15.42***	0.000
Katar	0.35199	0.09160	3.84***	0.000	0.34258	0.08753	3.91***	0.000
Kolombiya	0.99422	0.16916	5.88***	0.000	1.15803	0.15485	7.48***	0.000
Kuveyt	0.56968	0.09343	6.10***	0.000	0.51678	0.08802	5.87***	0.000
Macaristan	1.11623	0.12777	8.74***	0.000	1.40346	0.13420	10.46***	0.000
Meksika	1.23774	0.10451	11.84***	0.000	1.17724	0.08635	13.63***	0.000
Peru	1.09857	0.27182	4.04***	0.000	1.27399	0.13760	9.26***	0.000
Rusya	1.16883	0.14155	8.26***	0.000	1.34966	0.12975	10.40***	0.000
Tayland	1.18252	0.11055	10.70***	0.000	1.12490	0.10604	10.61***	0.000
Türkiye	0.92140	0.13198	6.98***	0.000	1.16693	0.16265	7.17***	0.000
Çin	1.13840	0.08284	13.74***	0.000	1.03819	0.11282	9.20***	0.000
Şili	0.99741	0.12139	8.22***	0.000	0.89966	0.11943	7.53***	0.000
Ortalama	1.09996	0.04659	23.61***	0.000	1.15111	0.06431	17.90***	0.000

\*\*\*(%1), \*\*(%5), \*(%10) anlamlılık düzeyinde  $H_0$  farklılık hipotezinin ( $\beta=0$ ) reddini ifade eder, S.H:

Standart hata

Tablo incelendiğinde Panel veri üzerinde MG tahmincisinin özelliği olarak her birime ait regresyon bulgularını görebiliyoruz. Gerek İslami endeks gerekse geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan  $\beta$  parametrelerinin tüm birimler için %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki bakımdan anlamlı ve pozitif oldukları anlaşılmaktadır ( $\beta>0$ , Sig.<0.01). Ülkelere özgü parametre tahmin katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir. Söz konusu

farkların sistematik olup olmadığını incelemek üzere diğer finansal göstergeleri de içeren eşlenik çift örneklem testleri uygulanacaktır.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden gelişmekte olan ülkeler için birimler bazında hesaplanan Sharpe değerleri tablo 25'teki gibidir.

**Tablo 2.25 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Sharpe Oranları**

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	$r_p$	$r_f$	$\sigma_p$	Sharpe	$r_p$	$r_f$	$\sigma_p$	Sharpe
Brezilya	-0.00307	8.57958	0.18364	-46.73555	-0.00031	8.57958	0.17507	-49.00834
Endonezya	0.00456	6.08854	0.13636	-44.61630	0.00615	6.08854	0.14825	-41.02702
Filipinler	0.00697	5.17188	0.11938	-43.26429	0.00644	5.17188	0.10308	-50.11111
Güney Afrika	-0.00556	6.37708	0.13227	-48.25550	0.00161	6.37708	0.11172	-57.06404
Hindistan	0.00735	6.61229	0.12315	-53.63351	0.00599	6.61229	0.12914	-51.15619
Katar	0.00202	4.66319	0.08468	-55.04403	0.00157	4.66319	0.08106	-57.50784
Kolombiya	-0.00133	4.80167	0.16601	-28.93150	-0.00035	4.80167	0.16096	-29.83356
Kuveyt	-0.00123	1.96667	0.09238	-21.30251	-0.00012	1.96667	0.08636	-22.77371
Macaristan	-0.00127	1.25264	0.13952	-8.98725	0.00224	1.25264	0.15729	-7.94990
Meksika	0.00266	1.68882	0.12983	-12.98787	0.00043	1.68882	0.11564	-14.60063
Peru	-0.00142	1.68882	0.25255	-6.69271	0.00397	1.68882	0.15347	-10.97864
Rusya	0.00170	6.06361	0.15165	-39.97416	0.00304	6.06361	0.15172	-39.94675
Tayland	0.00464	1.56813	0.13087	-11.94719	0.00684	1.56813	0.12507	-12.48355
Türkiye	0.00438	16.94257	0.13466	-125.78330	-0.00300	16.94257	0.16714	-101.3841
Çin	0.00541	2.21875	0.11144	-19.86129	0.00603	2.21875	0.12554	-17.62544
Şili	-0.00116	3.36764	0.12984	-25.94644	-0.00101	3.36764	0.12440	-27.07981
Ortalama	0.00154	5.06295	0.14322	-35.34048	0.00247	5.06295	0.13465	-37.58328

Tablo incelendiğinde İslami Endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmiş ülkeler ortalama Sharpe oranının, Geleneksel Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha büyük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden gelişmekte olan ülkeler için birimler bazında hesaplanan Treynor oranı değerleri tablo 26'teki gibidir.

Tablo 2.26 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Treynor Oranları

Ülke	İslami Endeks				Geleneksel Endeks			
	Rp	Rm	B	Treynor	Rp	Rm	$\beta$	Treynor
Brezilya	-0.00307	8.57958	1.46204	-5.87031	-0.00031	8.57958	1.42048	-6.04015
Endonezya	0.00456	6.08854	1.11363	-5.46321	0.00615	6.08854	1.21569	-5.00323
Filipinler	0.00697	5.17188	0.94394	-5.47163	0.00644	5.17188	0.89405	-5.77759
Güney Afrika	-0.00556	6.37708	1.00526	-6.34927	0.00161	6.37708	1.08255	-5.88933
Hindistan	0.00735	6.61229	1.31265	-5.03174	0.00599	6.61229	1.38121	-4.78299
Katar	0.00202	4.66319	0.35199	-13.24239	0.00157	4.66319	0.34258	-13.60722
Kolombiya	-0.00133	4.80167	0.99422	-4.83093	-0.00035	4.80167	1.15803	-4.14671
Kuveyt	-0.00123	1.96667	0.56968	-3.45439	-0.00012	1.96667	0.51678	-3.80584
Macaristan	-0.00127	1.25264	1.11623	-1.12335	0.00224	1.25264	1.40346	-0.89095
Meksika	0.00266	1.68882	1.23774	-1.36230	0.00043	1.68882	1.17724	-1.43419
Peru	-0.00142	1.68882	1.09857	-1.53858	0.00397	1.68882	1.27399	-1.32250
Rusya	0.00170	6.06361	1.16883	-5.18629	0.00304	6.06361	1.34966	-4.49045
Tayland	0.00464	1.56813	1.18252	-1.32217	0.00684	1.56813	1.12490	-1.38793
Türkiye	0.00438	16.94257	0.92140	-18.38304	-0.00300	16.94257	1.16693	-14.52152
Çin	0.00541	2.21875	1.13840	-1.94426	0.00603	2.21875	1.03819	-2.13131
Şili	-0.00116	3.36764	0.99741	-3.37754	-0.00101	3.36764	0.89966	-3.74436
Ortalama	0.00154	5.06295	1.09996	-4.60147	0.00247	5.06295	1.15111	-4.39617

Tablo incelendiğinde görüleceği üzere İslami Endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmiş ülkeler ortalama Treynor oranının, Geleneksel Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha küçük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami endeks ve geleneksel endeks getirilerinden gelişmekte olan ülkeler için birimler bazında hesaplanan Jensen performans endeksi değerleri tablo 27'deki gibidir.



**Tablo 2.27 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Jensen Performans Endeksi Değerleri**

Ülke	İslami Endeks					Geleneksel Endeks				
	Ri	Rf	$\beta$	Rm	Jensen	Ri	Rf	B	Rm	Jensen
Brezilya	-0.00307	8.57958	1.46204	0.00664	-0.01278	-0.00031	8.57958	1.42048	0.00664	-0.00974
Endonezya	0.00456	6.08854	1.11363	0.00664	-0.00284	0.00615	6.08854	1.21569	0.00664	-0.00192
Filipinler	0.00697	5.17188	0.94394	0.00664	0.00070	0.00644	5.17188	0.89405	0.00664	0.00051
G.Afrika	-0.00556	6.37708	1.00526	0.00664	-0.01223	0.00161	6.37708	1.08255	0.00664	-0.00557
Hindistan	0.00735	6.61229	1.31265	0.00664	-0.00137	0.00599	6.61229	1.38121	0.00664	-0.00318
Katar	0.00202	4.66319	0.35199	0.00664	-0.00032	0.00157	4.66319	0.34258	0.00664	-0.00070
Kolombiya	-0.00133	4.80167	0.99422	0.00664	-0.00793	-0.00035	4.80167	1.15803	0.00664	-0.00804
Kuveyt	-0.00123	1.96667	0.56968	0.00664	-0.00501	-0.00012	1.96667	0.51678	0.00664	-0.00355
Macaristan	-0.00127	1.25264	1.11623	0.00664	-0.00869	0.00224	1.25264	1.40346	0.00664	-0.00708
Meksika	0.00266	1.68882	1.23774	0.00664	-0.00556	0.00043	1.68882	1.17724	0.00664	-0.00738
Peru	-0.00142	1.68882	1.09857	0.00664	-0.00872	0.00397	1.68882	1.27399	0.00664	-0.00449
Rusya	0.00170	6.06361	1.16883	0.00664	-0.00606	0.00304	6.06361	1.34966	0.00664	-0.00592
Tayland	0.00464	1.56813	1.18252	0.00664	-0.00321	0.00684	1.56813	1.12490	0.00664	-0.00062
Türkiye	0.00438	16.94257	0.92140	0.00664	-0.00174	-0.00300	16.94257	1.16693	0.00664	-0.01075
Çin	0.00541	2.21875	1.13840	0.00664	-0.00215	0.00603	2.21875	1.03819	0.00664	-0.00086
Şili	-0.00116	3.36764	0.99741	0.00664	-0.00778	-0.00101	3.36764	0.89966	0.00664	-0.00698
Ortalama	0.00154	5.06295	1.09996	0.00664	-0.00576	0.00247	5.06295	1.15111	0.00664	-0.00517

Tablo incelendiğinde görüleceği üzere İslami Endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmiş ülkeler ortalama Jensen performans endeksinin, Geleneksel Endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha küçük olduğu görülmektedir. Ülkeler bazında bakıldığında ise katsayıları arasında farklar olduğu görülmektedir.

İslami ve Geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan finansal performans göstergeleri arasındaki farkların incelenmesi amacıyla yapılan eşlenik örneklem t-testinin bulgularına Tablo 28’de yer verilmektedir.

**Tablo 2.28 Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Eşlenik Örneklem T-Testi Bulguları**

Değişken	Endeks	$\bar{X}$	S.S	Corr	t	sig.
Beta	İslami	1.03841	0.26780	0.908	t(15)=-1.626	0.125
	Geleneksel	1.09034	0.30477			
Sharpe	İslami	-37.12271	28.80620	0.977	t(15)=-0.119	0.907
	Geleneksel	-36.90817	24.30509			
Treydor	İslami	-5.24696	4.59909	0.983	t(15)=-1.225	0.239
	Geleneksel	-4.93602	3.96310			
Jensen	İslami	-0.00536	0.00408	0.616	t(15)=-0.703	0.493
	Geleneksel	-0.00477	0.00346			

$\bar{X}$ : Ortalama, S.S: Standart Sapma, Corr: korelasyon, t: test istatistiği, (parantez içleri serbestlik derecesini içerir)

İslami (1.03841±0.26780) ve Geleneksel (1.09034±0.30477) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan sistematik risk değerleri arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiksel bakımdan önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. (t(15)=1.626, Sig.>0.10).

İslami ( $37.12271 \pm 28.80620$ ) ve Geleneksel ( $-36.90817 \pm 24.30509$ ) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Sharpe Oranları arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki bakımdan önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. ( $t(15)=0.119$ , Sig. $>0.10$ ).

İslami ( $-5.24696 \pm 4.59909$ ) ve Geleneksel ( $-4.93602 \pm 3.96310$ ) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Treynor Oranları arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki bakımdan önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. ( $t(15)=1.225$ , Sig. $>0.10$ ).

İslami ( $-0.00536 \pm 0.00408$ ) ve Geleneksel ( $-0.00477 \pm 0.00346$ ) endekslerin getirileri üzerinden hesaplanan Jensen Performans endeksleri arasında %10 anlamlılık düzeyinde dahi istatistiki bakımdan önemli bir farkın olmadığı görülmektedir. ( $t(15)=-0.703$  Sig. $>0.10$ ).

## 2.2. Makroekonomik Değişkenlerin İslami Ve Geleneksel İndekslere Üzerindeki Etkisi

Sermaye piyasaları, dünyadaki herhangi bir ekonominin parasal aracılığında çok önemli bir rol oynamaktadır. Yetkili bir sermaye piyasası, finansal sektörü istikrara kavuşturarak ve yerli ve yabancı sermayeyi çekmeye yardımcı olan kritik bir yatırım kanalı sağlayarak ekonomik büyümeyi ve refahı teşvik edebilir. Hisse senedi piyasası, ekonominin büyümesi ve verimliliği için gerekli olan rakip kullanımlar arasında tasarrufların harekete geçirilmesi ve tahsisi için değerli bir araçtır. Ayrıca yatırımcılar, fon yatırımı yapmadan önce bileşik hisse senedi endeksini gözlemleyerek hisse senedi piyasalarının performansını dikkatli bir şekilde değerlendirirler. Piyasa endeksi, bireysel portföylerin performansını değerlendirmek için bir ölçüt olan tarihsel borsa performansını verir ve ayrıca yatırımcılara gelecekteki piyasa eğilimlerini tahmin etme yeteneği sağlar (Naik ve Phadi, 2012: 74).

Ross'un 1976'daki Arbitraj Fiyatlandırma Teorisine göre, sanayi üretimi, beklenmeyen enflasyon ve faiz oranları gibi çeşitli makroekonomik faktörler esas olarak borsayı etkiler. Makroekonomik değişkenlerin hisse senedi endekslerini etkilediği iddiası, finansal ekonomi literatüründe köklü bir teoridir. Son yirmi yılda, araştırmacılar tarafından bu makroekonomik etkileri incelemek için birçok çaba sarf edilmiştir (Habib ve Islam, 2017: 1). Ancak, İslami finansın artan gücü nedeniyle ilgi çekici bir araştırma alanı haline gelen makroekonomik değişkenler ve Şariat endeksleri arasındaki ilişkiye ilişkin literatürde belirli bir boşluk bulunmaktadır.

Bu nedenle, bu çalışma makroekonomik değişkenlerin (Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla Reel Efektif Döviz Kuru, tüketici fiyat endeksi, Petrol Fiyatları, Faiz Oranları) hisse senedi getirileri (İslami ve geleneksel) üzerindeki etkisini inceleyerek karşılaştırmalı bir analiz yapmayı amaçlamaktadır. Çalışmanın ana katkısı, geniş bir kapsama alanı elde etmek için çok sayıda ülkeyi kullanarak bu arabağlantıyı gözlemlemektir.

Bu çalışma birçok yönden önemli ve değerli olabilir. İlk olarak, yatırımcılar için, makroekonomik ortamdaki belirli değişiklikler göz önüne alındığında piyasanın nasıl hareket edeceğini anlayabilirler.

İkincisi, alandaki araştırmacıların aynı makroekonomik koşullar altında geleneksel endeksler ile İslami endeksleri arasındaki farkı tahmin etmelerini sağlar.

### 2.2.1. Literatür taraması

Hisse senedi endeksleri ile enflasyon, döviz kuru, faiz oranları ve diğerleri gibi makroekonomik değişkenler arasındaki ilişki bir dizi çalışma ile ele alınmıştır. Ancak bu ilişkiyi İslami hisse senedi piyasaları bağlamında gözlemleyen çok az çalışma bulunmaktadır.

Marjan Naseri ve Mansur Masih (2013) Malezya örneğinde İslami hisse senedi piyasası ile üç makroekonomik değişken arasındaki nedenselliği inceledi. Böylece, İslami hisse senedi piyasası için FTSE Bursa Malezya Emas Şariat Endeksi ile para arzı, tüketici fiyat endeksi ve döviz kuru olmak üzere seçilen üç makroekonomik değişken arasındaki uzun vadeli denge ilişkilerini incelediler. Uygulanan yöntemler vektör hata düzeltme, Uzun dönem yapısal modelleme ve varyans ayrıştırma teknikleridir. Fonksiyonların kararlılığı da cusum ve cusum square testleri ile test edilmiştir. Sonuçlar, İslami hisse senedi piyasası ile seçilen makroekonomik değişkenler arasında eşbütünleşme olduğunu ve beklendiği gibi makroekonomik değişkenlerin Malezya'daki İslami hisse senedi piyasası üzerinde etkileri olduğunu önerme eğilimindedir. Bu bulgular, enflasyon, para arzı ve döviz kuru gibi makroekonomik değişkenleri kontrol etmenin Malezya'daki İslami hisse senedi piyasasının gelişmesine yardımcı olacağına dair bir politik çıkarımına sahiptir.

Dewandaru, Rizvi, Sarkar, Bacha ve Masih (2014), 37 ülkeden oluşan geniş bir grupta hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere odaklanmıştır. Bulguları, İslami ve geleneksel endekslere kıyasla makroekonomik faktörler arasında bir bağlantının varlığını desteklemektedir. İncelenen makroekonomik faktörlerden endüstriyel üretimin İslami hisse senetleri üzerinde daha yüksek bir etkiye sahip olduğunu, buna karşın para arzı ve faiz oranının İslami hisse senetleri üzerinde geleneksel emsallerine kıyasla daha düşük bir etkiye sahip olduğunu bildirdiler.

Nika Pranata, Nurzanah (2015), Endonezya'da İslami ve geleneksel hisse senedi endekslerinin performansını ve oynaklığını belirleyici faktör değişkenleriyle birlikte değerlendirmiştir. Çalışma, İslami Endeks (JII) ve geleneksel LQ45'in performansını karşılaştırmak için Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modelini (SVFM) benimser. Oynaklığı ölçmek için beta hesaplaması ve belirleyicileri ve performansın arkasındaki nedeni yakalamak

için Otoregresif Dağıtılmış Gecikme (ARDL) kullanmıştır. Veri kapsamı Ocak 2006'dan Kasım 2015'e kadardır. Çalışma şunları bulur: (1) JII ve LQ45 arasında performans açısından önemli bir fark yoktur, (2) JII, 2010 hariç LQ45'ten daha az uçucudur ve (3) JII performans, ham petrol fiyatı dışında dış faktörlerden daha az etkilenir.

Slah Bahloul, Mourad Mroua, Nader Naifar (2016), İslami hisse senedi piyasalarında geleneksel hisse senedi piyasalarının getirisi ve oynaklığının ve çeşitli makroekonomik değişkenlerin (enflasyon oranı, kısa vadeli faiz oranı, eğitim getiri eğrisi ve para arzı dahil) etkisini inceledi. Markov anahtarlamalı regresyon modellerini kullanarak 20 gelişmiş ve gelişmekte olan pazar üzerinde çalıştılar. 2002-2014 dönemi için ampirik sonuçlar, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan İslami hisse senedi endekslerinin hem düşük hem de yüksek oynaklık rejimleri için geleneksel hisse senedi endeks getirilerinden ve para arzından etkilendiğini göstermektedir. Ancak diğer makroekonomik değişkenler, özellikle yüksek oynaklık rejiminde İslami hisse senedi endekslerinin dinamiklerini açıklamakta yetersiz kalmaktadır. MS-VAR modeli kullanılarak da benzer sonuçlar elde edilmiştir.

Mohsina Habib, Khalid Ul Islam (2017), Hindistan'daki İslami hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisi olan makroekonomik değişkenleri inceledi. Enflasyon, sanayi üretimi, döviz kuru, faiz oranları ve para arzı gibi makroekonomik değişkenleri incelediler. Çalışmanın verileri Nifty Shariah endeksi bu tarihten önce başlatıldığı için Şubat 2007'den Haziran 2016'ya alınmıştır. Makroekonomik değişkenlerin İslami hisse senedi getirilerindeki değişimi anlamlı bir şekilde açıklayıp açıklamadığını test etmek için sıradan en küçük kareler regresyonunu uygulamışlardır. Çalışmanın sonuçları, İslami hisse senedi piyasasının performansı üzerinde sadece döviz kurlarının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Nurasyikin Jamaludin, Shahnaz Ismail, Syamimi Ab Manaf (2017), seçilen üç ASEAN ülkesinde (Singapur, Malezya, Endonezya) enflasyon, para arzı (MS) ve döviz kuru (ER) gibi makroekonomik değişkenlerin geleneksel ve İslami hisse senedi piyasalarının getirileri üzerindeki etkisini inceledi. Ocak 2005 ile Aralık 2015 arasındaki aylık veriler kullanılarak yapılmıştır. Panel en küçük kareler regresyon tekniklerini uygulayan sonuçlar, hisse senedi piyasası getirilerinin döviz kuru oranından ve enflasyon oranından önemli ölçüde etkilendiğini göstermektedir. MS önemsiz bulunmuştur. Bu makalenin sonuçları ayrıca enflasyonun daha büyük bir etkiye sahip olduğu ve borsa getirileri ile ters orantılı olduğu sonucuna varmıştır.

Mazhar Hallak Kantakji Masih (2019), Ocak 1996'dan Eylül 2013'e kadar olan döneme odaklanan çeşitli zaman serisi teknikleri uygulayarak ABD borsasında ekonomik

temellerin İslami ve geleneksel hisse senetleri üzerindeki etkisini inceledi. Sonuçlar, İslami ve geleneksel endekslerin makroekonomik ortamdaki değişikliklerden benzer şekilde etkilenmediğini göstermektedir. Örneğin, İslami endeksin faiz oranındaki değişikliklere tepkisi geleneksel endekse göre oldukça düşüktür, endüstriyel üretimin etkisi İslami endeks üzerinde geleneksel muadili ile karşılaştırıldığında daha yüksektir. Bu durum öncelikle İslami finansın ekonominin reel sektöründe (örneğin imalat, tarım, telekomünikasyon vb.) yüksek oranda yoğunlaşması ve ikincisi, İslami finans faaliyetleri ve işlemlerinin bir tarama sürecine tabi olduğu. Borsaya kayıtlı şirketlerin yasa dışı faaliyetlerden ve işlemlerden kesinlikle kaçınmasını sağlayan Şeriat taramasıdır.

Angga Khoerul Umam (2019), döviz kuru, faiz oranları, sanayi üretim endeksi, SBIS ve enflasyon gibi makroekonomik değişkenlerin Endonezya İslami hisse senedi endeksi (ISSI) üzerindeki etkisini inceledi. Bu çalışma, Mayıs 2011'den Aralık 2018'e kadar aylık verileri kullanmaktadır. Bu araştırma, belirli değişkenler üzerindeki uzun vadeli etki ve şok tepkisini görmek için Johansen Eşbütünleşme Testi ve Vektör Hata Düzeltme Modelini uygulayan nicel bir çalışmadır. Bulgular, makroekonomik değişkenler ile Endonezya İslami hisse senedi endeksi arasında kısa ve uzun vadeli nedenselliğin varlığına işaret etmektedir. Özellikle uzun vadede sanayi üretim endeksi ve enflasyon ISSI üzerinde önemli bir etkiye sahipken döviz kuru, faiz oranları ve SBIS'in ISSI üzerinde anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. IRF sonuçları, her bir değişkenin tepkisinin farklı zamanlarda kararlı olduğunu göstermektedir. ISSI tepkisi, sanayi üretim endeksi ve enflasyonda meydana gelen olumlu bir şok yaşadı. Öte yandan döviz kuru, Bungan kuru ve SBIS'e ISSI tarafından olumsuz yanıt verildi.

### **2.2.1.1. Veri**

Araştırma bu kısımda İslami ve geleneksel endekslerin performansları karşılaştırılmak istenmektedir. Bu bağlamda literatürde en çok kullanılan makroekonomik değişkenlerin sözcüğü endeksler üzerindeki etkisinin ayrı ayrı incelenip karşılaştırılması amaçlanmaktadır. Araştırmada örneklem olarak 52 adet ülke için 12 adet yıllık gözlem derlenerek 624 adet gözlem içeren bir panel veri çözümlenmesi yapılmıştır. Kullandığımız seride negatif bir değer var ise, serinin tüm gözlemlerini pozitif yapacak en küçük sabit eklenir ve daha sonra logaritma alınır.

Tablo 2.29 Değişken Tanımları

<b>Bağımlı Değişkenler</b>			
<b>Değişken</b>	<b>Simge</b>	<b>Tanım</b>	<b>Kaynak</b>
İslami Performans İndeksi Getirisi	RIEX	Her ülke için t dönemindeki indeks değeri	Morgan Stanley Capital International (MSCI) Datastream
Geleneksel Performans İndeksi Getirisi	RCEX	Her ülke için t dönemindeki indeks değeri	Morgan Stanley Capital International (MSCI) Datastream
<b>Bağımsız Değişkenler</b>			
<b>Değişken</b>	<b>Simge</b>	<b>Tanım</b>	<b>Kaynak</b>
Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla	GDP	Her ülke için t dönemindeki reel büyüme (Annual percent change) değeri	World Development Indicators, And International Monetary Fund (IMF)
Reel Efektif Döviz Kuru	REER	Her ülke için t dönemindeki reel efektif döviz kuru değeri	International Financial Statistics (IFS), Bank for International Settlement (BIS), and Bruegel
Tüketici Fiyat Endeksi	CPI	Her ülke için t dönemindeki yurt içi tüketici fiyat endeks değeri	International Financial Statistics (IFS), Bank for International Settlement (BIS)
Petrol Fiyatları	WTI	Crude Oil Prices: West Texas Intermediate (WTI), Dollars per Barrel	Federal Reserve Bank of St. Louis
Faiz Oranları	IR	Interest rate : 3-Month Or 90-Day Rates And Yields (Due To A Lack Of 3-Month Or 90-Day Rates And Yields from:Morocco, India, Oman Pakistan we use money market rate, and short term interest rate for United Arab Emirates .	International Financial Statistics AND Main Economic Indicators, copyright OECD

Tablodaki bütün değişkenlerle ilgili gözlemler 2009 ve 2020 yıllarında eksiksiz şekilde toplanmıştır ve dengeli panel data setleri oluşturulmuştur. Çalışmanın içerdiği zaman boyutu dikkate alındığı zaman kısa 12 tane gözlemin bulunduğu anlaşılmaktadır. Bu kadar az gözlemi bulunan zaman boyutundaki panel data setleriyle ilgili alan yazında mikro panel tanımlanmasında bulunulduğu görülmektedir ve panel data ekonometrisinde zaman boyutunda oluşabilecek durağan olmamaktan kaynaklanan sahte regresyon tehlikesinin

bulunmadığı bilinir (Baltagai, 2005: 237-238). Bundan dolayı panel data modellerinin çözümlenmeleri esnasında durağanlığın tespitine yönelik olarak birim kök testleri gerçekleştirilmemiştir.

### 2.2.1.2. Metodoloji

Çalışmanın bu kısmında araştırma modelleri, araştırma modellerindeki değişkenler ve araştırma modellerinin çözümlenmesinde kullanılmakta olan ekonometrik panel veri analiz yöntemleri açıklanmıştır.

#### 2.2.1.2.1. Araştırma Modeli

Çalışma çerçevesinde çözümlenmesi hedeflenen araştırma modelleri denklem 1 ile denklem 2 'deki gibidir.<sup>13</sup>

$$LNRIEX_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 REER_{it} + \beta_3 CPI_{it} + \beta_4 WTI_{it} + \beta_5 IR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$LNRCEX_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 REER_{it} + \beta_3 CPI_{it} + \beta_4 WTI_{it} + \beta_5 IR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Modellerdeki  $\alpha$  sabit parametreleri,  $\varepsilon$  model hata terimlerini,  $\beta_i$  bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üstündeki tesirini belirten parametreleri ( $i=1, 2, 3, 4, 5$ ),  $i$  alt indisi panelin birim (ülke),  $t$  alt indisi de panelin zaman (sene) boyutunu belirtmektedir. LN ön ekleri değişkenlerin logaritmik olduğunu ifade etmektedir. Modellerdeki değişkenlerle ilgili tanımlarsa tablo 1'dedir.

#### 2.2.1.2.2. Veri Analizi

Çalışma kapsamında veri kaynaklarından elde edilen veriler Stata 14 versiyonuna aktararak tüm analizler söz konusu paket programda gerçekleştirilmiştir. Bulgular bölümünün ilk kısmında değişkenlere ait betimsel istatistikler, değişkenler arası korelasyon matrisi ve değişken varyans enflasyon faktörü değerleri sunulmuştur. İkinci kısımda modellerdeki birim etkileri Breusch-Pagan (1980) yaklaşımı ile test edilmiştir.

Panel veri tahmincileri arasından seçim yapabilmek adına birinci adımda birim etkinin varlığı sınımıştır. Birim etkisi testi Lagrange çarpanı yaklaşımıyla incelenmiş olup ; Breusch-Pagan (1980) bireysel heterojenliği farklı bir ifadeyle havuzlanmış en küçük kareler yönteminin uygunluğunu sınımıştır. Test için 0 hipotezi aşağıdaki gibidir;

$$H_0: \text{Birim etki varyansı sıfırdır. } (\sigma_u^2 = 0)$$

<sup>13</sup> Modellerin gösteriminde parametrelerin zaman ve birim etkilerinin gösterilmesi tercih edilmiştir; zaman boyutunun kısa olması ( $T < 30$ ) nedeniyle modellerin parametrelerinde zaman etkisi bulunmazken, birim etkisi için yapılacak testlerin sonuçları neticesinde birim etkisi elde edilecektir.

Breusch-Pagan LM istatistiği denklem 3'teki gibi hesaplanır.

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T u_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T u_{it}^2} - 1 \right]^2 \quad (3)$$

Hesaplanan test istatistiği 1 serbestlik derecesinde Ki-Kare ( $\chi^2$ ) dağılımı ile uyumludur. LM istatistiğiyle  $\chi^2$  tablosu karşılaştırılmış, bunun sonucunda  $H_0$  hipotezi reddedilemez ise birim etkinin görülmeyeceği, bundan dolayı klasik havuzlanmış en küçük kareler yönteminin kullanılabilir olduğu anlaşılmaktadır. Ters durumda birim etkisinin mevcut olduğu sonucu ortaya çıkacaktır, ki bu da birim etkisin türünü belirlenmeyi gerekli kılmaktadır (Breusch & A.Pagan, 1980).

Modellerde birim etkisinin görülmemesi üzerinde her iki modelin tahmini için birim etkisiz Klasik Havuzlanmış tahmin yöntemlerinin uygun olduğu görülmüştür. Klasik modelin tahmini sırasında tutarlılık bakımından parametre heterojenliği ve yatay kesit bağımlılıkları incelenmiştir.

Modellerde parametre homojenliği Swamy S (1971) yaklaşımı ile test edilmiştir. Katsayılar homojenliğin test edilmesine yönelik olarak panel yapısını göz ardı eden birimlere özgün en küçük kareler tahminleriyle grup içi tahmincilerin ağırlıklı ortalama matrisleri arasında söz konusu olan fark incelenebilir. Arada istatistiki açıdan anlamlı bir farka rastlanmadığı takdirde, parametrelerin homojen olduğu sonucuna ulaşılır. Swamy S (1971) testine ait hipotezler aşağıdaki gibidir;

$$H_0: \beta_i = \beta \text{ (Parametreler homojendir.)}$$

$$H_1: \beta_i \neq \beta \text{ (Parametreler homojen değildir.)}$$

Swamy (1971)'nin ürettiği ve Hausman türünde bir test olan bu teste ilişkin test istatistiği ise denklem 4'te gösterildiği şekilde hesaplanır.

$$\begin{aligned} \hat{S} &= X_{K(N-1)}^2 \\ &= \sum_{i=1}^N (\hat{\beta}_i - \bar{\beta}^*)' \hat{V}_i^{-1} (\hat{\beta}_i \\ &\quad - \bar{\beta}^*) \end{aligned} \quad (4)$$

Bu noktada  $\hat{\beta}_i$  birimlere göre regresyonda ulaşılan en küçük kareler tahmincilerinin,  $\bar{\beta}^*$ , ağırlıklı grup içi tahmincisinin ve  $\hat{V}_i$  ise iki tahmincinin varyansları arasında söz konusu olan farkı ifade eder. Test istatistiği  $T(N-1)$  serbestlik derecesine ve  $\chi^2$  (Ki-Kare) dağılımına sahiptir. Test istatistiği kritik değer üzerinde büyük ise, parametreler heterojendir (Swamy, 1971).



Swamy testi sonucu her iki modelde de heterojenlik parametre yapısının bulunduğunu göstermektedir. Bir sonraki aşamada ise modeldeki birimler arası bağımlılık Pesaran (2004) yatay kesit bağımlılık testlerine başvurulularak araştırılmıştır.

Pesaran (2004), birimler arası korelasyonun sınanmasına yönelik önermiş olduğu yaklaşımda, ADF birim kök testi regresyonundan ulaşılan kalıntıları kullanmıştır. Yaklaşım her bir birimin kendisi dışındaki birimler ile olan korelasyonunu hesaplama temeli üzerine kurulur. Burada, N sayıda birim boyut gözlemine sahip bir panel için  $N \times (N - 1)$  korelasyon hesaplaması yapılır. CD test için temel ve alternatif hipotezler aşağıdaki gibidir;

$$H_0: \rho_{ij}=0$$

$$H_1: \rho_{ij} \neq 0$$

$\rho_{ij}$  i ve j birimlerindeki kalıntılar arasındaki korelasyonu ifade eder. Pesaran (2004) birimler arası korelasyonu sınamak amacıyla dengeli paneller için denklem 5'teki CD istatistiği hesaplanmasını önermiştir.

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left( \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij} \right) \quad (5)$$

$$\hat{\rho}_{ij} = \hat{\rho}_{ji} = \frac{\sum_{t=1}^T e_{it}e_{jt}}{(\sum_{t=1}^T e_{it}^2)^{1/2}(\sum_{t=1}^T e_{jt}^2)^{1/2}} \quad (6)$$

Denklemdaki  $\hat{\rho}_{ij}$  i ve j birimleri kalıntıları arasındaki korelasyon denklem 6'da verilen formül yardımı ile tahmin edilmektedir.

$e_{it}$  birimler için ADF regresyon kalıntılarıdır. (Pesaran M. H., 2004)

Panel veri modelinin birimlere göre parametrelerde heterojen ve yatay kesit bağımlılığa sahip olduğu görüldüğünden her iki durum içinde etkin ve tutarlı tahmin sunduğu bilinen Genişletilmiş Ortalama Grup Tahmincisinden (Augmented Mean Group Estimator (AMG)) faydalanılmıştır. (Eberhardt & F.Teal, 2010).

Eberhardt ve Teal (2010) Ve Bond (2009), genişletilmiş ortalama grup tahmincisini, Pesaran tarafından ortaya atılan CCEMG tahmincisine alternatif olması amacıyla geliştirmiştir. Pesaran'ın (2006) CCEMG tahmincisinde regresyon denklemindeki bağımlı ve bağımsız değişkenlerin yatay kesit ortalamaları ile gözlenmesi mümkün olmayan ortak faktörlerin varlığı dikkate alınmakta, birimler için ulaşılan katsayıların Pesaran ve Smith'in (1995) MG yaklaşımı ile heterojen olarak veya birimlere özgü parametrelere izin vermek için birimlere özgü parametrelerde etkileşimli ortalamaların alınması yoluyla havuzlanmış olarak tüm panel için hesaplanmaktadır.

AMG tahmincisinde, birimlere özgü regresyonlarda ortak dinamik sürecin içerilmesiyle yatay kesit bağımlılık dikkate alınmaktadır. Söz konusu sürecin birinci aşamasında, birinci farklar havuzlanmış regresyon (FD-OLS) T-1 adet zaman gölge değişken katsayılarıyla genişletilerek, bu katsayılar denklem 7’de verildiği şekilde tahmin edilmektedir.

$$\Delta Y_{it} = b' \Delta X_{it} + \sum_{t=2}^T c_i \Delta D_t + e_{it} \rightarrow \hat{c}_i \approx \hat{\mu}_t^* \quad (7)$$

İkinci adımda,  $\hat{\mu}_t^*$  birimlere özgü regresyonların her birinde içerilmekte ve modeller denklem 8’deki gibi tahmin edilmektedir.

$$Y_{it} = \alpha_i + b_i' X_{it} + c_{it} + d_i \hat{\mu}_t^* + e_{it} \quad (8)$$

Alternatif olarak  $\hat{\mu}_t^*$ 'nin bağımlı değişkenden farkı alınır, bu her birime uygulanan ortak bir süreç olduğunu gösterir. Üçüncü aşamadaysa, her iki halde de genişletilmiş ortalama grup tahmincisi, Pesaran ve Smith’in (1995) MG yaklaşımından yararlanılarak denklem 9’daki gibi elde edilmektedir.

$$\hat{b}_{AMG} = N^{-1} \sum_i \hat{b}_i \quad (9)$$

Modelin AMG tahmininin ardından modelde otokorelasyon sorunu Wooldridge Otokorelasyon Testi ile değişen varyans sorunu ise White Değişen Varyans Testi ile denetlenmiştir. (Wooldridge, 2002) (White, 1980) Modelde otokorelasyon sorununa rastlanmaz iken, değişen varyans sorunu olduğu görülmüştür. Değişen varyans sorununun neden olabileceği etkinlik kaybının önlenmesi amacıyla modeldeki standart hatalar Huber (1967), Eicker (1967) ve White (1980) yöntemi ile dirençli (Robust) hale getirilmiştir. (Huber, 1967) (Eicker, 1967).

Çalışmanın bu kısmında veri analizi sonucunda ulaşılan bulgular paylaşılmıştır.

## 2.2.2. Bulgular

### 2.2.2.1. Betimsel İstatistikler

Araştırma değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 30’da sunulmuştur.

Tablo 2.30 Betimsel İstatistikler

Değişken	Minimum	Maksimum	Ortalama	S.S	J.B	p
RIEX	-13.14665	12.58328	0.016220	1.321346	1.72	0.424
RCEX	-4.58680	4.45496	-0.02667	1.780622	5.94	0.051
GDP	-14.84	25.18	1.951859	4.091119	2.58	0.275
REER	54.793	149.084	99.47407	13.15305	2.78	0.249
CPI	87.93512	895.092	119.7433	48.14952	4.11	0.128
WTI	39.16	97.98	68.80333	21.10248	3.588	0.166
IR	-0.79	60.04	3.617687	5.351736	5.41	0.066

S.S: Standart Sapma, J.B: Jarque Bera Normallik Testi

RIEX değişkeni minimum -13.14665 ile maksimum 12.58328 değerleri arasında 0.016220 ortalamayla 1.321346 standart sapma değeriyle normal dağılım göstermektedir ( $p>0.10$ ). RCIEX değişkeni minimum 4.58680 ile maksimum 4.45496 değer aralığında -0.02667 ortalama etrafında 1.780622 standart sapma değeriyle normal dağılım göstermektedir ( $p>0.05$ ). GDP değişkeni minimum -14.84 ile maksimum 25.18 değer aralığında 1.951859 ortalama etrafında 4.091119 standart sapma değeriyle normal dağılım göstermektedir ( $p>0.10$ ). REER değişkeni minimum 54.793 ile maksimum 149.084 değer aralığında 99.47407 ortalama etrafında 13.15305 standart sapma değeriyle normal dağılım göstermektedir ( $p>0.10$ ). CPI değişkeni minimum 87.93512 ile maksimum 895.092 değer aralığında 119.7433 ortalama etrafında 48.14952 standart sapma değeriyle normal dağılım göstermektedir ( $p>0.10$ ). WTI değişkeni minimum 39.16 ile maksimum 97.98 değer aralığında 68.80333 ortalama etrafında 21.10248 standart sapma değeriyle normal dağılım göstermektedir ( $p>0.10$ ). IR değişkeni minimum -0.79 ile maksimum 60.04 değer aralığında 3.617687 ortalama etrafında 5.351736 standart sapma değeriyle normal dağılım göstermektedir ( $p>0.05$ ). Değişkenlere ait birimlere özgü zaman seyir grafikleri ekte sunulmuştur. (Ek1)

Araştırma modellerindeki değişkenlerin korelasyon matrisi Tablo 31'de sunulmuştur.

Tablo 2.31 Korelasyon Matrisi

Değişken	RIEX	RCEX	LNGDP	LNREER	LNCPI	LNWTI	LNIR
<b>RIEX</b>	1.0000						
<b>RCEX</b>	0.4171*** (0.0000)	1.0000					
<b>LNGDP</b>	0.0746* (0.0746)	0.1617*** (0.0001)	1.0000				
<b>LNREER</b>	0.0715* (0.0878)	0.0826** (0.0484)	0.0481 (0.2511)	1.0000			
<b>LNCPI</b>	-0.0160 (0.7017)	-0.0806* (0.0541)	-0.0024 (0.9541)	- 0.3374*** (0.0000)	1.0000		
<b>LNWTI</b>	0.0716* (0.0871)	0.1413*** (0.0007)	0.2493*** (0.0000)	0.1278*** (0.0014)	0.0613 (0.1433)	1.0000	
<b>LNIR</b>	0.0220 (0.5991)	-0.0528 (0.2071)	0.0632 (0.1314)	0.0994** (0.0130)	0.6305*** (0.0000)	0.1404*** (0.0004)	1.0000

\*\*\*(%1\*\*(%5),\*(%10) anlamlılık düzeyinde istatistiksel anlamlılığı simgeler, (parantez içleri anlamlılık değerlerini içerir.)

Tablo incelendiğinde birinci model için bağımlı değişken-bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları 0.0220 ile 0.0746 arasında değişmekte olduğu anlaşılmaktadır. İkinci model için ise bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları -0.0826 ile 0.1617 arasında değişmektedir. Her iki model için bağımsız değişkenle arasındaki korelasyon ilişkileri incelendiğinde ise -0.3374 ile 0.6305 arasında değişen korelasyon katsayılarının olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenler arasındaki söz konusu korelasyon ilişkilerinin tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorununa yol açmayacak derecede oldukları söylenebilir. ( $|R_{XY}| < 0.80$ ) (Damador N. Gujarati, s. 319-352). Öte taraftan tama yakın çoklu doğrusal bağıntı sorununu incelemek amacıyla değişkenlere ait Varyans Enflasyon Faktör (VIF) değerleri ise tablo 32'teki gibidir.

Tablo 2.32 Bağımsız Değişken VIF Değerleri

Değişken	VIF	1/VIF
LNCPI	1.91	0.524929
LNIR	1.73	0.577255
LNREER	1.18	0.847186
LNWTI	1.11	0.901202
LNGDP	1.07	0.935295
Ortalama	1.40	

Tablo incelendiğinde bağımsız değişkenler için hesaplanan VIF değerlerinin ve ortalama VIF değerinin 10'dan küçük olduğu görülmektedir. Bu durumda her iki model için de tama yakın çoklu doğrusal bağıntı kuşkusu kalmadığı söylenebilir (VIF<10).

### 2.2.2.2. Birim Etki Testleri

Araştırma modellerindeki birim etkilerin tespit edilmesi amacıyla uygulanan Breusch-Pagan (1980) Lagrange Çarpan Testi bulguları tablo 33'teki gibidir.

**Tablo 2.33 Tüm Ülkeler İçin Breusch-Pagan (1980) Lagrange Çarpan Testi Bulguları**

Model	Model 1		Model 2		
Değişken	$\sigma_u^2$	$\sigma_u$	Değişken	$\sigma_u^2$	$\sigma_u$
<b>RIEX</b>	0.3792543	0.6158363	<b>RCEX</b>	0.0656451	0.2562129
<b>E</b>	0.3837359	0.6194642		0.0629953	0.2509887
<b><math>\mu</math></b>	0.000000	0.000000		0.000000	0.000000
<b>Breusch-Pagan Test</b>	$\chi^2(01)=0.000$ Sig.=1.000		$\chi^2(01)=0.000$ Sig.=1.000		

$\chi^2$ : Ki-Kare test istatistiği, (parantez içi test serbestlik derecesini içerir.) $\sigma_u^2$ : Birim Etki Varyansı, $\sqrt{\sigma_u^2} = \sigma_u$ : Standart Hata,  $\epsilon$ : Hata Terimi,  $\mu$ : Birim Etkisi

Tablo incelendiğinde bağımlı değişkenler, hata terimleri ve birim etkilerine ait varyans ve standart hatalar ile birlikte Breusch-Pagan Test istatistiklerinin raporlanmış olduğu görülür. Model 1 için Breusch-Pagan Test istatistikleri %0 anlamlılık düzeyinde modelde birim etkisinin olmadığı yönündeki sıfır hipotezinin reddedilmediğini göstermektedir ( $\chi^2(01)=0.000$  Sig>0.10). Daha net bir ifadeyle model 1'de istatistiki açıdan önemli bir birim etkisi olmadığı söylenebilir. Benzer şekilde model 2 için hesaplanan Breusch-Pagan Test istatistikleri incelendiğinde %10 anlamlılık düzeyinde modelde birim etkisinin olmadığı yönündeki hipotezin reddedilmediği görülmektedir. ( $\chi^2(01)=0.000$ , Sig>0.10). Daha net bir ifadeyle model 2 için de istatistiki açıdan önemli bir birim etkisinin olmadığı söylenebilir.

### 2.2.2.3. Model Tahminleri

Araştırma modelleri için Breusch-Pagan (1980) Lagrange Çarpan Testi prosedürü çerçevesinde birim etkilerinin incelenmesi ile modellerde istatistiksel olarak önemli birim etkilerinin görülmemesi sebebiyle her iki modelin de Klasik Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi ile tahmininin uygun olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Diğer yandan otokorelasyon, değişen varyans, yatay kesit bağımlılık ve heterojenlik gibi durumlara uygun Klasik modelin seçilmesi tahmin etkinliği ve tutarlılığı bakımından önemlidir. Söz konusu durumların test

edildiği tanısal istatistikler ile tanısal istatistiklere uygun model tahminlerine Tablo 34’da yer verilmektedir.

**Tablo 2.34 Model Tahminleri Ve Tanısal İstatistikler**

Değişken	Model 1: RIEX				Model 2: RCEX			
	B	S.H <sup>R</sup>	T	p	B	S.H <sub>R</sub>	t	p
LNGDP	0.114	0.066	1.72*	0.085	0.184	0.059	3.09***	0.002
LNREER	1.916	0.682	2.81***	0.005	1.515	0.669	2.26**	0.024
LNCPI	-2.299	1.361	-1.69*	0.091	-2.948	1.277	-2.31**	0.021
LNWTI	-0.045	0.066	-0.68	0.497	-0.028	0.052	-0.55	0.586
LNIR	-0.154	0.072	-2.16**	0.031	-0.185	0.069	-2.66**	0.008
Sabit	-9.093	3.299	-2.76***	0.006	-4.533	2.804	-1.62	0.106
Tanısal İstatistikler								
Pesaran	$\chi^2(52)=45.623^{**}$ *			p=0.000	$\chi^2(52)=58.108^{**}$ *			p=0.000
Swamy S	$\chi^2(306)=534.24^*$ **			p=0.000	$\chi^2(306)=473.24^*$ **			p=0.000
Wooldridge	F(1, 51)=6.139**			p=0.017	F(1, 51)=5.286**			p=0.0256
Breusch-Pagan ve Cook-Weisberg	$\chi^2(01)=109.07^{**}$ *			p=0.000	$\chi^2(01)=0.79$			p=0.373
Wald Test	$\chi^2(05)=18.83^{***}$			p=0.002	$\chi^2(05)=27.35^{***}$			p=0.000
Gözlem	N=52	T=11	NXT=572		N=52	T=11	NXT=572	

\*\*\*(%1\*\*(%)5),\*(%)10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel anlamlılığı simgeler, S.H :Standart Hata, R üst imi dirençli standart hata,  $\chi^2$ : Ki-Kare test istatistiği, F: F test istatistiği, (Parantez içleri test serbestlik derecelerini içerir)

Tabloya göre, model 1 için yatay kesit bağımlılığı test eden Pesaran test bulguları doğrultusunda modelde %1 anlamlılık düzeyinde yatay kesit bağımlılık göstermektedir ( $\chi^2(52)=45.623$ ,  $p<0.01$ ). Swamy S testi bulguları ise panelin %1 anlamlılık düzeyinde heterojen yapıda parametrelere sahip olduğunu göstermektedir. ( $\chi^2(306)=534.2$ ,  $p<0.01$ ). Klasik model altında heterojenlik ve yatay kesit bağımlılık durumunda tutarlı tahminler ürettiği bilinen MG tahmincisinin kullanımı uygundur. Modelde Wooldridge otokorelasyon testi bulguları incelendiğinde %5 anlamlılık düzeyinde önemli bir otokorelasyon sorunu görülürken ( $F(1, 51)=6.139$ ,  $p<0.05$ ), Breusch-Pagan ve Cook-Weisberg heteroskedastisite testi bulguları ise modelde %1 anlamlılık düzeyinde değişen varyans sorunu olduğuna işaret etmektedir. ( $\chi^2(01)=109.07$ ,  $p<0.01$ ) Otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarının ortaya çıkarabileceği etkinlik kaybını önlemeye yönelik model MG tahmincisi dirençli standart hatalar yönteminden faydalanılarak tahmin edilmiştir.

Tahmini yapılan modelin anlamlılığı, bütün olarak Wald Testi istatistiği ile sınanmış olup; sonuçlar model 1'in %1 anlamlılık düzeyinde bir bütün olarak anlamlı bir model olduğunu göstermektedir ( $\chi^2(05)=18.83$ ,  $p<0.01$ ).

Sonuçlar LNGDP değişkeninin RİEX değişkeni üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli ve pozitif bir etkisi bulunduğunu göstermektedir ( $\beta_1=0.114$ ,  $p<0.10$ ). Daha açık bir ifade ile ele alınan dönem boyunca panel veri setinde yer alan ülkeler için ekonomik büyümedeki artışlar İslami Endeks getirisinde de artışa neden olmaktadır.

LNREER değişkeninin RİEX değişkeni üzerinde %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak önemli ve pozitif bir etkisinin olduğu görülmektedir. ( $\beta_2=1.916$ ,  $p<0.01$ ). Ele alınan dönem boyunca panel veri setinde yer alan ülkeler için reel efektif döviz kurundaki (yerli para) artışlar İslami Endeks getirisinde de artışa neden olmaktadır.

LNCPI değişkeninin RİEX değişkenine %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli ve negatif yönlü bir etki ettiği anlaşılmaktadır ( $\beta_3=-2.299$ ,  $p<0.10$ ). Ele alınan dönem boyunca panel veri setinde yer alan ülkeler için tüketici fiyat endeksindeki (Enflasyon) artışlar İslami Endeks getirisinde azalışa neden olmaktadır.

LNWTI değişkeninin RİEX değişkeni üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli bir etkisi saptanamamıştır. ( $\beta_4=-0.045$ ,  $p>0.10$ ).

LNIR değişkeninin RİEX değişkeni üzerinde %5 anlamlılık düzeyinde istatistiki açıdan önemli ve negatif bir etkisinin olduğu görülmektedir. ( $\beta_5=-0.154$ ,  $p<0.05$ ). Ele alınan dönem boyunca panel veri setinde yer alan ülkeler için faiz oranlarındaki artışlar İslami Endeks getirisinde azalışa yol açmaktadır.

Tabloda model 2 'ye ait tanısal istatistikler incelendiğinde yatay kesit bağımlılığı test eden Pesaran test bulguları doğrultusunda modelde %1 anlamlılık düzeyinde yatay kesit bağımlılığın olduğu görülmektedir. ( $\chi^2(52)= 58.108$ ,  $p<0.01$ ). Swamy S testi bulguları ise panelin %1 anlamlılık düzeyinde heterojen yapıda parametrelere sahip olduğunu göstermektedir. ( $\chi^2(306)= 473.24$ ,  $p<0.01$ ). Model 2 için de model 1 ile benzer şekilde Klasik model altında heterojenlik ve yatay kesit bağımlılık durumunda tutarlı tahminler ürettiği bilinen MG tahmincisinin kullanımı uygundur. Modelde Wooldridge otokorelasyon testi bulguları incelendiğinde %5 anlamlılık düzeyinde önemli bir otokorelasyon sorunu görülürken ( $F(1, 51)= 5.286$ ,  $p<0.05$ ), Breusch-Pagan ve Cook-Weisberg heteroskedastisite testi bulguları ise modelde önemli bir değişen varyans sorunu olmadığı görülmektedir. ( $\chi^2(01)=0.79$ ,  $p>0.01$ ) Otokorelasyon sorunu kaynaklı etkinlik kaybının önlenmesi amacıyla model MG tahmincisi dirençli standart hatalar yöntemi ile tahmin edilmiştir.

MG yöntemi ile Tahmin edilen modelin anlamlılığını bütün olarak test eden Wald Testi istatistiği incelendiğinde model 1'in %1 anlamlılık düzeyinde bir bütün olarak anlamlı bir model olduğu görülmektedir. ( $\chi^2(05)= 27.35, p<0.01$ ).

LNGDP değişkeninin RCEX değişkeni üzerinde %1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak önemli ve pozitif bir etkisinin olduğu görülmektedir. ( $\beta_1=0.184, p<0.01$ ). Daha açık bir ifade ile ele alınan dönem boyunca panel veri setinde yer alan ülkeler için ekonomik büyümedeki artışlar GE getirisinde de artışa neden olmaktadır.

LNREER değişkeninin RCEX değişkeni üzerinde %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak önemli ve pozitif bir etkisinin olduğu görülmektedir. ( $\beta_2=1.515, p<0.05$ ). Ele alınan dönem boyunca panel veri setinde yer alan ülkeler için reel efektif döviz kurundaki (yerli para) artışlar Geleneksel Endeks getirisinde de artışa neden olmaktadır.

LNCPİ değişkeninin RCEX değişkeni üzerinde %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak önemli ve negatif bir etkisinin olduğu görülmektedir. ( $\beta_3=-2.948, p<0.05$ ). Ele alınan dönem boyunca panel veri setinde yer alan ülkeler için tüketici fiyat endeksindeki (Enflasyon) artışlar Geleneksel Endeks getirisinde azalışa neden olmaktadır.

LNWTİ değişkeninin RCEX değişkeni üzerinde %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak önemli bir etkisi saptanamamıştır. ( $\beta_4=0.052, p>0.10$ ).

LNİR değişkeninin RCEX değişkeni üzerinde %5 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak önemli ve negatif bir etkisinin olduğu görülmektedir. ( $\beta_5=-0.85, p<0.05$ ). Ele alınan dönem boyunca panel veri setinde yer alan ülkeler için faiz oranlarındaki artışlar Geleneksel Endeks getirisinde azalışa neden olmaktadır.

İki model bulguları karşılaştırıldığında birçok açıdan yakın oldukları görülmektedir. Bağımsız değişkenlerin etkilerine dair anlamlılık düzeyleri farklılaşmakla beraber, her iki model için de aynı değişkenlerin endeks getirileri üzerindeki etkileri anlamlıdır. Model bütünlüğüne dair anlamlılık incelendiğinde ise her iki model de %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı iken, geleneksel endeks getirilerinin bağımlı değişken olarak tanımlandığı 2.modele ait Ki-Kare istatistiğinin bir miktar daha büyük olduğu görülmektedir.



## SONUÇ

2007'deki finansal kriz sadece geleneksel finansal sistemin işleyişini zora sokmakla kalmamış, aynı zamanda dikkatleri 'sosyal sorumlu' ve 'etik' yatırım alanına çekmiştir. Giderek daha fazla yatırımcı, sosyal sorumlu yatırımlar aracılığıyla yatırımlarını ilkeleriyle uyumlu hale getirmeye çalışmaktadır. İslami finans, yapısal prensiplerden oluşan "etik finansın" bir bölümüdür " (Hassoune, 2008). Diğer bir ifade ile İslami finans, ahlaki boyutun ve sosyal sorumluluğun dikkate alınması yoluyla etik finansın ayrılmaz bir parçasıdır (Guéranger, 2009). İslami finans, İslam'ın emirlerine ve bunların iş alanındaki uygulamalarına saygı göstererek geleneksel finanstan ayrılır. Faiz yasağı, iki finansal sistem arasındaki temel ayırt edici özelliktir. Faizli kredilere alternatif olarak İslami finans, Kar ve Zarar Paylaşımına dayalı bir sistem getirmiştir. Dolayısıyla, İslami bankalar sadece borç veren olarak hareket etmek yerine, tüm paydaşlar arasında kâr ve zararın adil bir şekilde paylaşıldığı ortaklar olarak hareket ederler. Sonuç olarak, İslami finans, geliştirdiği aktif ( müşareke) ve pasif ( mudarabe) ortaklık sözleşmelerinin bir sonucu olarak genellikle katılımcı olarak adlandırılır.

Tez çalışmamız, MSCI İslami ile geleneksel endeksler arasındaki performansı karşılaştırmayı amaçlamaktadır. Bu amaca dönük olarak, geleneksel endeksler ile islami endekslerin performanslarının karşılaştırılmak için Gelişmiş ülkeler (20 ülke), Gelişmekte olan ülkeler (16 ülke) ve sınır ülkeler (4 ülke) olmak üzere 3 ayrı panel veri seti analiz edilmiştir.

Betimsel istatistiklerin sonuçlarına göre gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelerde tüm endekslerin ortalama aylık getirileri pozitif olup, sınır ülkelerde İslami endekslerin ortalama aylık getirileri negatiftir. İslami endeksler ile geleneksel endeksler arasındaki ortalama getiriler karşılaştırıldığında İslami endekslerin geleneksel emsallerine göre biraz daha iyi performans gösterdiği gözlemlenmiştir. Maksimum getiri için karşılaştırma yapıldığında İslami endekslerin geleneksel emsallerinden daha iyi performans gösterdiği görülmektedir. Getiri dağılımı açısından İslami endekslerin standart sapmasının geleneksel endekslere göre az farkla daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir.

Uygulanan CAPM'ne göre İslami endeks ile geleneksel endeks getirilerinden hesaplanan  $\beta$  (Beta) yani sistematik riskler karşılaştırıldığında birbirlerine yakın olmakla beraber islami endeks sistematik riskin bir miktar daha küçük olduğu görülmekle birlikte bu farklılığın t testi sonuçlarına göre anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Gelişmiş ülkelerde İsviçre ve Japonya piyasaları sırasıyla 0,712 ve 0,785 ile en düşük betalara sahiptir. Ancak Almanya, Avusturalya, İrlanda, Hollanda ve İsveç gibi birçok pazar için beta birden büyüktür.

Sınır ülkelerde Fas pazarı, 0.33 ile en düşük betaya sahiptir, ancak Vietnam'ın betası birden büyüktür. Gelişmekte olan ülkeler arasında Katar pazarı 0.35'e ile en düşük beta yani sahip iken, Brezilya'nın betası 1.46 en yüksek olanıdır.

Riske göre ayarlanmış performansı incelemek için Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen performans endeksi kullanılmıştır. Sharpe oranı sonuçlarına göre üç grupta İslami endeks getiri üzerinden hesaplanan ortalama Sharpe oranının Geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden çok az miktarda büyük olduğu görülmektedir. Sharpe oranına göre İslami endekslerin performansı daha yüksektir. Treynor oranı sonuçlarına göre üç grupta, İslami endeks getiri üzerinden hesaplanan ortalama Treynor oranının, geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden az farkla büyük olduğu görülmektedir. Jensen performans endeksi sonuçlarına göre, İslami endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmiş ülkeler ve sınır ülkeler ortalama Jensen performans endeksinin, geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla İslami endeksler risk/getiri açısından daha yüksek performansa sahiptir. Ancak, İslami endeks getiri üzerinden hesaplanan gelişmekte olan ülkeler ortalama Jensen performans endeksinin, geleneksel endeks getirileri üzerinden hesaplanan değerden daha küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla geleneksel endeksler risk/getiri açısından daha yüksek performanslıdır.

Buna göre, İslami ve Geleneksel endeksler üzerinden hesaplanan tüm değerler ülkeler ve panel birimler bazında karşılaştırılmıştır. Elde edilen performans göstergelerinin değerleri endeks bazında farklı değerlere sahip olsa da, söz konusu karşılaştırmalara ek olarak herhangi bir performans göstergesinin İslami ve geleneksel endeks için farklılaşıp farklılaşmadığını tespit etmek amacıyla eşlenik örneklem t-testi sonuçlarına ele alındığında, İslami ve geleneksel endeksler arasında özel bir fark bulunamamıştır. Elde edilen sonuçlar Hassan ve Girard (2008) çalışmalarında FTSE Global İslami endeks ve geleneksel endeks performanslarını karşılaştırmak için Sharp, Treynor ve Jensen performans ölçüleri ile birlikte Fama performans ölçütlerini ve Charhat dört faktör modelini kullanmışlardır.

Abbes (2012) MSCI İslami endeksinin risk ve getiri karakteristiğini incelediği çalışması Haziran 2002-Nisan 2012 tarih aralığını kapsamaktadır. Sharpe oranı ve FVFM kullanılarak performans analizi yapılan çalışmada ayrıca İslami endeksler ve geleneksel muadillerinin EGARCH tekniğine dayalı volatilité modellemesi yapılmaktadır. Bu çalışmalar, çalışmamızda elde edilen sonuçlarla benzer yönde sonuçlar işaret ederek, İslami endeksler ile geleneksel endeksler arasında risk ve getiri karakteristiği açısından anlamlı bir fark olmadığını tespit etmektedirler.

İslami ve geleneksel endekslerin performansını analiz eden araştırmaların gelişmesiyle, İslami ve geleneksel endekslerin ekonomik değişkenlerden farklı şekilde etkilenip etkilenmediği konusu da tartışılmaktadır. Bu amaçla uygulamanın takip eden kısmında, makroekonomik değişkenlerin (Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla Reel Efektif Döviz Kuru, tüketici fiyat endeksi, Petrol Fiyatları, Faiz Oranları) hisse senedi getirileri (İslami ve geleneksel) üzerindeki etkisini inceleyerek karşılaştırmalı bir analiz yapılması amaçlanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, makroekonomik değişkenlerin İslami ve geleneksel endeksin performansı üzerinde benzer bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Yükselen enflasyon ve faiz oranları, İslami ve geleneksel endekslerin getirilerinin düşmesine, ekonomik büyümedeki (GSYİH) ve reel efektif döviz kurundaki artış, İslami ve geleneksel endekslerin getirilerinde artışa neden olmaktadır. Petrol fiyatının iki endeks üzerinde, istatistiksel olarak önemli bir etkisi görülmemektedir. Bu değerlendirmelere göre, yatırımcılar ve finansal analistler için geleneksel ve İslami hisse senedi endekslerinin performansı ile makroekonomik değişkenler arasındaki bağımlılık ilişkileri hakkında yeni bilgiler sunmaktadır.

Araştırmanın sonuçları, İslami yatırımın geleneksel yatırımın performansı açısından aynı olduğunu teyit etmektedir. Bu açıdan bakıldığında, yatırımcılar için iki yatırım aracının aynı derecede isabetli olduğu söylenebilir. İslami finans, geleneksel piyasaya “alternatif” bir finansal piyasa sunmaktadır. Her iki finansman alternatifi, yatırımcılara daha çeşitlendirilmiş ürünler sunma avantajına sahiptir. Dolayısıyla, yalnızca risk/getiri dengesini optimize etmeye çalışan bir yatırımcı için, bir alternatifin diğerine göre daha iyi performans göstermesi söz konusu olmadığından, islami finans ile geleneksel finans yöntemlerini kullanarak yatırım yapması aynı yönde sonuçlar göstermektedir. Bununla birlikte İslami yatırım daha geniş bir çeşitlendirme aracı olarak kullanılabilir. Ancak, yatırımcı özellikle ahlaki nitelikteki belirli gereksinimleri karşılamaya çalıştığı takdirde, geleneksel yatırımla aynı performansı sunacak olan etik yatırıma yönelebilir.

Son olarak, herhangi bir araştırmada olduğu gibi, tezimizin de belirli sınırlamaları bulunmaktadır. İlk olarak çalışmamızın ana sınırı, gözlem örneğimizin bileşiminde yatmaktadır. Daha genel sonuçlar elde etmek için, İslami ve geleneksel endeksler çalışmamızın ampirik katkılarını, birkaç endeks ailesini kullanan benzer çalışmalarla doğrulamak kesinlikle uygun olacaktır. Ayrıca, İslami ve geleneksel endekslerin getirileri üzerinde hangi makroekonomik değişkenlerin daha fazla etkiye sahip olduğunu belirlemek için, uzun bir dönemin ( $t > 20$ ) tarihsel fiyatlarını yeniden yapılandırarak başka bir endeks ailesini incelemek ve değişkenlerin tek tek ülkeler bazındaki etkilerini göz önüne alarak değerlendirme yapmak yeni araştırma sorularına zemin hazırlayabilir. Çalışmamızın sınırları,

yeni araştırmacıların belirli gri alanları aydınlatmak ve sonraki araştırmalarda yeni cevaplar sağlamak için ele alacağı araştırma yollarını oluşturmaktadır.

## KAYNAKÇA

- Abbes, M. (2012). Risk and return of Islamic and conventional indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5, 1-23.
- Abd Rahman, N. A., Yusuf, N. H. M. , & Zamzamin, Z. (2014). Performance of global Islamic versus conventional share indices: International evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 110-121.
- Abderrazak Belabes (2010). Le lien entre finance et economie islamiques via le modele principiel. *Etudes en économie islamique*, 16-36
- Abdullah, F., Mohamed, S., & Hassan, T. (2002). A comparative performance of malaysian islamic and conventional mutual funds. *Pertanika*, 8(2), 30-49.
- Abdul-Rahman, Y. (2009). *The art of Islamic banking and finance: Tools and techniques for community-based banking*. Hoboken Edition; New Jersay (USA), 115.
- Adamsson, H. (2015). *Essays on Islamic equity investing* (Doctoral dissertation, University of St Andrews).
- Aglietta, M., & Rigot, S. (2009). *Crise et rénovation de la finance*. Odile Jacob. Book
- Ahmad, A. U., Abdullah, A., Sulong, Z., & Abdullahi, A. T. (2015). Causal relationship between stock market returns and macroeconomic variables in Nigeria. *IOSR Journal of Humanities and Social Science*, 20(5), 74-96.
- Ahmad, K. (1992). Nature and significance of Islamic economics. *Lectures on Islamic economics*, 7-23.
- Ahmad, Z., & Ibrahim, H. (2002). A study of performance of the KLSE Syariah index. *Malaysian Management Journal*, 6(1&2), 25-34.
- Al Najjar, Ahmad. (1993). *Harakat al-bunuk al-islmiya: haqiq al-asl wa awhm alsura (Le mouvement des banques islamique: les vérités de l'original et les illusions de l'image)*, Le Caire: Sprint Corporation, 22.
- Alam, N., Kabir, H. & AminulHaque, M. (2013). Are islamic bonds different from conventional bonds ? International evidence from capital market tests. *Borsa Istanbul Review*, n°13, 22-29
- Albaity, M., & Ahmad, R. (2008). Performance of Syariah and composite indices: Evidence from Bursa Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(1), 23-43.
- Alioui, F. Z., Guellil, Z., & Badraoui, S. (2015). La finance islamique, des fondements au système. *Management Intercultural*, (33), 5-13.

- Allais, M. (1993). Les conditions monétaires d'une économie de marchés: des enseignements du passé aux réformes de demain. *Revue d'économie politique*, 317-367.
- Altin, H., & Nihan, C. A. B. A. (2016). Borsa İstanbul'da işlem gören katılım endekslerinin performanslarının değerlendirilmesi. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 8(15), 229-248.
- Al-Zoubi, H. A., & Maghyreh, A. I. (2007). The relative risk performance of Islamic finance: a new guide to less risky investments. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 10(02), 235-249.
- Aniss, B., and Jerome, C. (2009). The Stability of Islamic Banks during the Subprime Crisis. *SSRN*, 1-15
- Arjaliès, D. L. (2011). Qu'est-ce que l'Investissement Socialement Responsable (ISR)?(What is Socially Responsible Investment (SRI)?). *Revue du financier*, (193), 7-19.
- Arouri, M. E., Ben Ameer, H., Jawadi, N., Jawadi, F., & Louhichi, W. (2013). Are Islamic finance innovations enough for investors to escape from a financial downturn? Further evidence from portfolio simulations. *Applied Economics*, 45(24), 3412-3420.
- Atta, H. (2000). *Ethical rewards: An examination of the effect of Islamic ethical screens on financial performance and of conditioning information on performance measures*. Master of Science Dissertation, University of Durham.
- Boualem, B. (1996). La moucharaka ou mode de financement de la participation, in Introduction technique de financement des produits de la finance islamique, Banque Islamique de développement, 35.
- Badr Ben Ali Abdellah Ezamel, (2010). *Les comptes de placement dans les banques islamiques*. Dar Ibn Aljawzi, Damam, Arabie Saoudite, 30.
- Baltagai, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. San Francisco: Johan Wiley & Sons, Ltd.
- Beauge, G. et M. Chatelus (1990). "*Les capitaux de l'islam*." CNRS
- Ben Terdeyet, Z. (2007). *Banques et assurances: les nouveaux produits de la finance islamique et éthique musulmane*. Isla Invest Consulting.
- Benhalima, A. A. (2018). *Finance éthique et moralisation de l'activité financière Cas: la Finance islamique* (Doctoral dissertation).
- BinMahfouz, S., & Hassan, M. K. (2012). A Comparative Study between the Investment Characteristics of Islamic and Conventional Equity Mutual Funds in Saudi Arabia. *The Journal of Investing*, 21(4), 128-143.

- Bitar, M., & Madiès, P. (2013). Les spécificités des banques islamiques et la réglementation de Bâle III. *Revue d'économie financière*, 111(3), 293-310.
- Black, F. (1972). Capital market equilibrium with restricted borrowing. *The Journal of business*, 45(3), 444-455.
- Black, F., Jensen, M. C., & Scholes, M. (1972). The capital asset pricing model: Some empirical tests. *Studies in the Theory of Capital Markets*, 79-21.
- Blume, M. E., & Friend, I. (1973). A new look at the capital asset pricing model. *The journal of finance*, 28(1), 19-33.
- Boujelbène Abbes, M. (2012). Risk and return of Islamic and conventional indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1), 1-23.
- Bouthir, y et Al.( 2016). *L'innovation financière islamique : un levier efficace pour faire face aux crises financières*. Sfax Internal Conference of Islamic Finance. Université de Zitouna, Tunisie, 6.
- Bridts, M. (2017). L'investissement socialement responsable: critères et performances. *HEC-Ecole de gestion de l'ULg*, 7-9.
- Campeau, L., Lacroix, A., Marchildon, A., & Dostie, C. (2011). *Historique et définitions de la finance socialement responsable*. Université de Sherbrooke, Chaire d'éthique appliquée, Canada.
- Causse-Broquet, G. (2012). *La finance islamique*. RB Revue banque, 165
- Cobbaut. R, Gillet. R, Hurner. H, (2015). *La gestion de portefeuille : Instruments, stratégie et performance*, Edition De boeck.
- Comair-Obeid, N. (1996). *Les contrats en droit musulman des affaire* *Revue internationale de droit comparé*, 3.
- Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, « La finance islamique », Maroc, octobre 2011, 7.
- Cognaud, B. (2007). *L'univers des risques en finance: un équilibre en devenir*. Presses de Sciences.
- De Brito, C., Lucas-Leclin, V., & Desmartin, J. P. (2005). *L'investissement socialement responsable*. Economica.
- Demoustiez, A., & Bayot, B. (2005). L'investissement socialement responsable. *Courrier hebdomadaire du CRISP*, 1866(1), 5-49.
- Desban, M. (2019). *Modèles d'évaluation des actifs financiers, anomalies et notation extra-financière* (Doctoral dissertation, Paris Est).

- Dewandaru, G., Bacha, O. I., Masih, A. M. M., & Masih, R. (2015). Risk-return characteristics of Islamic equity indices: Multi-timescales analysis. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 115-138.
- Dewandaru, G., Rizvi, S. A., Sarkar, K., Bacha, O., & Masih, M. (2014). *How do macroeconomic changes impact Islamic and conventional equity prices? Evidence from developed and emerging countries.*
- Dhafer, S. (2011). *La finance islamique à l'heure de la mondialisation 2eme édition*, 23-24.
- Djoufouet, W. F. (2020). *Les Banques Islamiques: Analyser, Comprendre, Investir.* Lulu. Com, 148
- Douceret, M. H. (2010). *Le takaful en France demain: fiction ou réalité.* MBA ENASS.
- Douceret, M. H. (2010). *Le Takaful en France demain : fiction ou réalité?*, Thèse professionnelle MBA ENASS, 19
- Draz, M.A. 2003. *Ar'riba, l'intérêt bancaire.* Arrisala. Paris.
- Dussarrat, M. (2014). *Analyse comparative de la performance d'indices boursiers islamiques et conventionnels.* HEC Montréal.
- Dusuki, A. W. & Mokhtar, S. (2010). Critical appraisal of shari'ah issues on ownership in assetbased sukuk as implemented in the islamic debt market. *International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA)*, (8), 1-33 .
- Edlinger, C., Merli, M., & Parent, A. (2011). La diversification des portefeuilles français à la veille de 1914 ou l'image écornée du rentier français du 19 e siècle. *Revue d'économie politique*, 915-934.
- Eicker, F. (1967). *Limits Theorems for Regressions with Unequal and Dependent Errors.* *Fifth Berkeley Symposium in Matematical Statistics and Probability.* Berkeley: University Of California, 59-82
- El Khamlichi, A. (2012). *Ethique et performance: le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique* (Doctoral dissertation, Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand I).
- El Khamlichi, A., Sarkar, K., Arouri, M., & Teulon, F. (2014). Are Islamic equity indices more efficient than their conventional counterparts? Evidence from major global index families. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 30(4), 1137-1150.
- Elfakhani, S., Hassan, M. K., & Sidani, Y. (2005, December). Comparative performance of Islamic versus secular mutual funds. In *12th economic research forum conference in Cairo, Egypt*, 53, 19-21.



- El-Gamal, M. A. (2010). *Finance islamique: التمويل الإسلامي: aspects légaux, économiques et pratiques*. De Boeck.
- Elisabeth, F. (2009). «Le développement durable dans la finance éthique et la finance islamique», in *Finance éthique et finance islamique : quelle convergence ?*, Actes du séminaire : «Finance éthique et finance islamique», École de Management Strasbourg.
- Erragraguy, E. (2015). *L'éthique en finance: le cas de l'investissement socialement responsable et de l'investissement islamique* (Doctoral dissertation, Université de Toulon).
- Masmoudi, F., Belabed. T. (2010). *La finance islamique dans le contexte de la crise financière: opportunités et défis*. Capmena, 1.
- Falih Hassan Khalaf, *Les banques islamiques*, Jidar pour le livre international, Jordanie.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of political economy*, 81(3), 607-636.
- Firano, Z., El Marzouki, A., & Laaguid, A. (2017). Analyse comparative des performances des indices islamiques et éthiques. *Recherches et Applications en Finance Islamique (RAFI)*, 1(1), 77-97.
- Frédérique, D. (2005). *L'investissement socialement responsable: étude du cas français*. Paris: Collection FNEGE-Éditions Vuibert.
- Friend, I., & Blume, M. (1970). Measurement of portfolio performance under uncertainty. *The American economic review*, 60(4), 561-575.
- Gendron, C., & Bourque, G. L. (2003). Une finance responsable à l'ère de la mondialisation économique. *L'Économie politique*, (2), 50-61.
- Gendron, C., & Bourque, G. L. (2003). Une finance responsable à l'ère de la mondialisation économique. *L'Économie politique*, (2), 50-61.
- Girard, E. C., & Hassan, M. K. (2008). Is there a cost to faith-based investing: Evidence from FTSE Islamic indices. *The Journal of Investing*, 17(4), 112-121.
- Guéranger, F. (2009). *Finance islamique: une illustration de la finance éthique*. Dunod.
- Markowitz, H. (1996). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Second Edition, Blackwell.
- Meliani, H., Aghrout, A. (2012). Développement de la micro-finance islamique : défis et perspectives », *Les cahiers de la finance islamique n° 2*, Ecole de management de Strasbourg.eu, 2.

- Habib, M., & Islam, K. U. (2017). Impact of macroeconomic variables on islamic stock market returns: Evidence from NIFTY 50 Shariah Index. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 6(1), 37.
- Hakim, S., et M. Rashidian. 2002. « Risk & return of Islamic stock market indexes ». 9th Economic Research Forum Annual Meeting.
- Hardie, A. R., & Rabooy, M. (1991). Risk, piety, and the Islamic investor. *British Journal of Middle Eastern Studies*, 18(1), 52-66.
- Hashim, N. (2008). *The FTSE Global Islamic and the Risk Dilemma*. AIUB Bus Econ Working Paper Series.
- Hassan, M. K., & Girard, E. (2010). Faith-based ethical investing: The case of Dow Jones Islamic indexes. *Islamic Economic Studies*, 17(2).
- Hassoune, A. (2008). La finance islamique connaît une croissance vertigineuse mais fragmentée. *La finance islamique à la française*, 87-126.
- Hoepner, A. G., Rammal, H. G., & Rezec, M. (2009). *Islamic Mutual Funds: Reviewing their Financial Performance and Investment Style Around the World*. Opalesque Islamic Finance Intelligence, 4.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of financial economics*, 93(1), 15-36.
- Hourani, H. (2004). The three principles of Islamic finance explained. *Int'l Fin. L. Rev.*, 23, 46.
- Huber, P. (1967). The Behavior of Maximum Likelihood Estimates Under Non-Standard Conditions. *Fifth Berkeley Symposium in Mathematical Statistics and Probability*. Berkeley: University Of California, 221-233.
- Hussain, M., Shahmoradi, A., & Turk, R. (2016). An overview of Islamic finance. *Journal of International Commerce, Economics and Policy*, 7.
- Hussein, K. (2004). Ethical investment: empirical evidence from FTSE Islamic index. *Islamic Economic Studies*, 12.
- Hussein, K., & Omran, M. (2005). Ethical investment revisited: evidence from Dow Jones Islamic indexes. *The journal of Investing*, 14(3), 105-126.
- Ibrahima, B. A. (2000). Services financiers et allègement de la pauvreté. Document de travail NG, PME et Institutions Financières Islamiques. Département du Développement des Entreprises et Coopératives. Bureau International du Travail, Genève.

- Iqbal, M., & Al Jarhi, M. A. (2001). *Banques Islamiques: Réponses à des questions fréquemment posées (Occasional Paper)* (No. 131). The Islamic Research and Teaching Institute (IRTI). P.25.
- Islamic Financial Services Board (IFSB). (2009). *Capital adequacy requirements for sukuk, securitisations and real estate investment*, 1-21
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1):13–37.
- Jamaludin, N., Ismail, S., & Ab Manaf, S. (2017). Macroeconomic variables and stock market returns: Panel analysis from selected ASEAN countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(1), 37-45.
- Jaquillat, B., & Solnik, B. (1997). *Marchés financières: gestion de portefeuille et des risques*, 3 e editie, Ed. Dunod, Paris.
- Jouaber-Snoussi, K. (2012). *La finance islamique*. Revue La Decouverte, Paris, 5.
- Jouini, E., & Pastré, O. (2014). *La Finance Islamique-Une solution à la crise?* 25.
- Kammoun Abdelmoul, A., Mamoghli, C., Abid, F. (2009). *Gestion De Portefeuille*. Edition Centre De Publication Universitaire.
- Kantakji, M. H. (2019). The Impact of Macroeconomic Factors on US Islamic and Conventional Equity. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 32(2).
- Kaouter, J. S. (2012). *La finance islamique*. La Découverte, Repères Gestion.
- Karagöz, Y. (2016). *Uygulamalı İstatistiksel Analizler*. Ankara: Nobel.
- Kassim, S. H. Et Abdmajid, M. S. (2010). “Impact of Financial Shocks on Islamic Banks: Malaysian Evidence during 1997 and 2007 Financial Crises”, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 3(4), 291-305.
- Khan, T., Elsiefy, E. & EunKyoung, L. (2014). Legal and regulatory issues in issuing sukuk in south korea: Lessons from developed countries experience. *International Journal of Economics, Commerce and Management (IJEEM)*, II(7), 1-39.
- Lasserre-Capdeville, J. (2009). La finance islamique: une finance douteuse?, *Revue de Droit bancaire et financier*, (5), 15.
- Lean, H. H., & Parsva, P. (2012). Performance of Islamic indices in Malaysia FTSE market: Empirical evidence from CAPM. *Journal of applied Sciences*, 12(12), 1274-1281.
- Lee, K. H., & Ullah, S. (2007). Integration of Islamic and conventional finance. *International Review of Business Research Papers*, 3(5), 241-265.
- Loiselet, É. (2003). Investissement socialement responsable: l'âge de la diffusion. *L'Économie politique*, (2), 62-74.

- Madfoune, M. (2013). *Etude d'opportunité de création d'un opérateur Takaful*. Madfoune. Institut National De Statistique Et D'économie Appliquée. mémoire. 1-131
- Mahmoud El-Gamal (2011). Finance islamique, Aspects légaux, économiques et pratiques. *Revue internationale de droit comparé*, 97-98.
- Majidi, E. (2016). *Finance islamique et croissance économique: quelles interactions dans les pays MENA* (Doctoral dissertation, Pau).
- Mannan, M. A. (1986). *Islamic economics: Theory and practice* »; Cambridge: The Islamic Academy; Revised Edition, 18.
- Martens, A. (2001). La finance islamique: fondements, théorie et réalité. *L'Actualité économique*, 77(4), 475-498.
- Mehmood, K., Akhter, W., & Shahbaz, M. (2016). *Performance of Islamic vs. Conventional Capital Markets during Global Financial Crisis: An Empirical Study*. Article of Center of Islamic Finance, Department of Management Sciences, COMSATS Institute of Information Technology, Lahore, Pakistan.
- Moaté, M. (2011). *La création d'un droit bancaire islamique* (Doctoral dissertation, Université de La Rochelle). Université de la Rochelle France, 89-90.
- Mohamed, O, S. (1996). La mourabaha comme mode d'intervention dans les banques islamiques », in *Introduction aux techniques de financement islamique*, op. cit. , 126.
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica: Journal of the econometric society*, 768-783.
- MuhammadAnas, Z. (1997). *Istisna Financing of Infrastructure Projects*. Islamic Economic Studies, 68-74
- Naseri, M., & Masih, M. (2013). *Causality between Malaysian Islamic Stock Market and Macroeconomic Variables*.
- Nazar, J. K. (2011). Regulatory and financial implications of sukuk's legal challenges for sustainable sukuk development in Islamic capital market. *8th International Conference on Islamic Economics and Finance*. Center for Islamic Economics and Finance, Qatar Faculty of Islamic Studies, Qatar Foundation.
- Obaidullah, M. (2005). *Islamic financial services*.
- Pagès, A. (2006). *Les performances de l'investissement socialement responsable: mesures et enjeux*. Mémoire de fin d'étude. Paris: HEC.
- Patel A., Toxe L. et Genre (2001). *Finance islamique et immobilier en France*. édition Economica, Paris, 19.

- Pranata, N., & Nurzanah, N. (2015). Conventional and Islamic indices in Indonesia: a comparison on performance, volatility, and the determinants. *The Indonesian Capital Market Review*, 7(2), 5.
- Rahman, A. A., Ahmad, W. M. W., & Buang, A. H. (2011). Can a takaful company reinsure with a reinsurance company?, *African Journal of Business Management*, 5(30), 11768-11778.
- Rana, M. E., & Akhter, W. (2015). Performance of Islamic and conventional stock indices: empirical evidence from an emerging economy. *Financial Innovation*, 1(1), 1-17.
- Rashwan, M. (2012). How did listed Islamic and Traditional Banks Performed: pre and post the 2008 financial crisis?.
- Revelli, C. (2012). La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable: proposition d'une grille de lecture. *La revue des Sciences de Gestion*, (6), 43-49.
- Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable. *Revue française de gestion*, (7), 79-92.
- Rhatous, A., & Daoui, D. (2020). La diversification du portefeuille et la volatilité du marché boursier «Une Revue De Litterature». *Revue du contrôle, de la comptabilité et de l'audit*, 4(1).
- Roll, R. (1977). A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of financial economics*, 4(2), 129-176.
- Quazi, M. (2021). *Conventional and Islamic Indices in Bangladesh: A Comparison on Performance and Volatility*. United International University (UIU)
- Al-Suwailem, S. (2004). Venture capital: A Proposal Model of Mousharaka. *Journal of Islamic Economic*.
- Sairally, B. S. & al. (2017). *Sukuk: Principales & practices*. International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA) & Securities Commission Malaysia. Pearson Malaysia: Kuala Lumpur, 30.
- Saout, E. L., & Buscot, C. (2009). Comment expliquer la performance de l'investissement socialement responsable?, *Revue management et avenir*, (3), 153-169.
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of business ethics*, 189-194.
- Serret, V. (2004). L 'engagement actionnarial: principes, enjeux et limites. Available Document téléchargé depuis [www. cairn. info](http://www.cairn.info)-Fondation du Roi Abdul Aziz Al Saoud--81.192, 111-6.

- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442.
- Slah, B., Mourad M., and Nader N. (2016). Stock Market Variables On Islamic Index Returns Under Regime Switching.
- Smith, H. (2009). Guide de la finance islamique. *Journal de la Finance Islamique*, 1.
- Sohail Jaffer (2004). Islamic asset management: Forming the future for Shari'a compliant investment strategies. Euromoney Books; London, 5
- Sundararajan, V. (2011). *Islamic finance*. SAGE Edition; New-Delhi; India .
- Swamy, P. A. (1971). *Statistical Inference in Random Coefficient Regression*. Models. New York: Springer.
- Taoual, S. (2016). *Sukuk: A potential for stability and development in the GCC*. Economics Discussion Papers n°7, Kingston University London: United Kingdom.
- Tatoğlu, F. Y. (2018). *Panel Zaman Serileri Analizi*. İstanbul: Beta.
- Taylor, J. B. (2009). *The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong* (No. w14631). National Bureau of Economic Research.
- Thomas, A., Cox, S. & Kraty, B. (2005). *Structuring islamic finance transactions*. London
- Totaro, L. (2009). *Vatican says Islamic finance may help western banks in crisis*. Bloomberg available at: [www.bloomberg.com/apps/news](http://www.bloomberg.com/apps/news).
- Toussi, A. (2010). La banque dans un système financier islamique. *La banque dans un système financier islamique*, 1-120.
- Umam, A. K., Ratnasari, R. T., & Herianingrum, S. (2019). The effect of macroeconomic variables in predicting Indonesian sharia stock index. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam/ Journal of Islamic Economics and Business*, 5(2), 223-240.
- Usmani, M. T. (2001). *Principles of chari'a covering islamic investment funds*.
- Uusmani, M. T., & Taqī 'Uṣmānī, M. (2002). *An introduction to Islamic finance* (Vol. 20), 109.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator And A Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, 817-838.
- William, F. S. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425.
- Wilson, R. (2009). Why Islamic Banking Is Successful? Islamic Banks are unscathed despite of Financial Crisis.

- Wooldridge, J. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge: MIT Press.
- Zahdarane, M. (2021). *Étude comparative des performances et risques des indices sectoriels du S&P, TSX avant et post-COVID-19* (Doctoral dissertation, Université du Québec en Outaouais).
- Zied, C., & Pluchart, J. J. (2006). *La gouvernance de la banque islamique*. Communication à l'IAE Poitiers.
- Zulhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237-248.

## Ö Z G E Ç M İ Ş

<b>Adı ve SOYADI</b>	Sakina KARROUM
<b>EĞİTİM DURUMU</b>	
<b>Mezun Olduğu Lise</b>	11 Janvier / Ain Taoujdate / Fas
<b>Lisans Diploması</b>	Moulay İsmail Üniversitesi / İşletme / Meknes / Fas
<b>Tezli Yüksek Lisans Diploması</b>	Abdelmalek Saidi Üniversitesi / İşletme/ Tetouan / Fas
<b>Tez Konusu</b>	Kurum Kültürünün Müşteri İlişkileri Yönetiminin Uygulanmasına Etkisi: Lafarge-Ciments Grup Örneği
<b>Doktora Diploması</b>	Akdeniz Üniversitesi / İşletme/ Türkiye / Antalya
<b>Tez Konusu</b>	Etik Finans Uygulaması Olarak İslami Finans Ve İslami Endekslerin Performans Değerlendirmesi
<b>Yabancı Dil / Diller</b>	Arapça (anadil)- Fransızca (çok iyi)- İngilizce (orta)
<b>BİLİMSEL FAALİYETLER</b>	
Sakina, K. Ve Afissou, B.(2022). Katılım Şirketlerinde Performans Analizi: Türkiye Örneği, Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi	
<b>İŞ DENEYİMİ</b>	
<b>Stajlar</b>	2020-2021 Muhasebe ve Vergi yönetici /FK Conseils / Fransa 2014 Lafage-Holcim Grubu / Idare Bölümü / Fas 2011 BNP Paribas Bankası /Arka Ofis Bölümü / Fas 2010 Crédit Agricole Bankası /Arka Ofis Bölümü / Fas 2009 Krallık Genel Hazinesi / Vergi Tahsilati Bölümü / Fas
<b>Çalıştığı Kurumlar</b>	2014- 2015 Gold Protection / Müdür Yardımcısı /Fas 2022-2023 Lumane, Cerfrance / Muhasebeci / Fransa