



Turkish Studies

Economics, Finance and Politics

Volume 13/22, Summer 2018, p. 51-62

DOI Number: <http://dx.doi.org/10.7827/TurkishStudies.13769>

ISSN: 1308-2140, ANKARA-TURKEY

Research Article / Araştırma Makalesi

Article Info/Makale Bilgisi

✍ **Received/Geliş:** Haziran 2018

✓ **Accepted/Kabul:** Eylül 2018

✍ **Referees/Hakemler:** Dr. Öğr. Üyesi Ali AKGÜN - Dr. Öğr. Üyesi Mehmet Nuri SALUR

This article was checked by iThenticate.

SERMAYE PİYASALARINDA İSLAMİ ENDEKSLERİN KULLANIMI: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

*Suna AKTEN ÇÜRÜK**

ÖZET

Sermaye piyasaları, ülke içinde bulunan küçük tasarrufların büyük yatırımlara dönüştürülmesinde oldukça önemlidir. İslami sermaye piyasaları ise, yaklaşık 30 yıldır uygulama bulmasına ve geleneksel sermaye piyasalarına kıyasla oldukça küçük bir pazar payına sahip olmasına karşın, İslami finans sistemi içerisinde hızla yükselen bir segment olarak karşımıza çıkmaktadır. Bugün, uygulamanın sınırları, ilk çıktığı Ortadoğu ve Güneydoğu Asya'yı aşarak küresel bir boyut kazanmıştır. İslami hisse senetleri, İslami fonlar, İslami endeksler ve İslami borçlanma senetleri olarak tanımlayabileceğimiz sukuk İslami sermaye piyasalarında işlem gören ana enstrümanlar olarak sayılabilir. İslami endeksler, sermaye piyasalarında şer'i açıdan uygun şekilde yatırım yapmak isteyen yatırımcılar açısından alternatifleri artırmak ve geleneksel portföylerde çeşitlendirmeyi sağlamak üzere kullanılan sermaye piyasası araçlarından birisidir. Her bir İslami endeks, kendi şer'i danışma kurulu tarafından onaylanan kurallara ve düzenlemelere tabidir. Bir şirketin endeks şirketleri listesine girebilmesi için, faaliyet alanı ve finansal oranlar olmak üzere iki farklı kategorideki kriterleri sağlaması gerekir. Her iki kriteri de sağlayan şirketler listeye alındıktan sonra periyodik olarak bu işlemler tekrarlanır. Küresel çapta yaklaşık 20 yıldır işlem gören İslami endekslerin Türkiye'de 2011 yılından bu yana yayımlandığını görüyoruz. Katılım 50, Katılım 30 ve Katılım Model Portföy endeksleri bu alandaki boşluğu doldurmaktadır. Bu çalışma, sermaye piyasalarının derinliğini ve genişliğini artırabilecek, farklı bir ürün alternatifi olan İslami endeksler hakkında teorik bilgi sunma ve Türkiye uygulamalarını ortaya koyma amacındadır. Böylece, özellikle uluslararası piyasalarda İslami finans enstrümanlarına yatırım yapma arayışında olan küresel yatırımcılar için, yeni ürün geliştirme çabalarına bir katkı sağlanması beklenmektedir.



* Dr. Öğr. Üyesi, Necmettin Erbakan Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü, El-mek: sakten@konya.edu.tr

Anahtar Kelimler: İslami finans, İslami endeksler, Sermaye piyasaları

USING OF ISLAMIC INDICES IN CAPITAL MARKETS: THE CASE OF BORSA ISTANBUL

ABSTRACT

Capital markets are very important in transforming the small savings in the country into large investments. Islamic capital markets, however, have emerged as a rapidly emerging segment within the Islamic finance system, despite the fact that it has had a relatively small share compared to traditional capital markets in practice over the past 30 years. Today, the borders of the practice have gained a global dimension, surpassing the Middle East and Southeast Asia which is the origin. Islamic capital markets can be divided into four main categories: Islamic stocks, Islamic funds, Islamic indices and the sukuk market. Islamic indices are one of the capital market instruments used to increase alternatives in terms of investors who are willing to invest by shariah-complaint way in the capital markets, and to diversify the traditional portfolios. In order for a company to be able to enter the list of index companies, it has to fulfill two different categories of criteria, namely the field of activity and financial ratios. Once the companies providing both criteria are listed, these processes are repeated periodically. We see that the Islamic indices globally traded nearly 20 years has launched since the publication in 2011 in Turkey. Participation 50, Participation 30 and Participation Model Portfolio indices fill this gap. This study aims to provide a theoretical framework on Islamic indices and the practices in Turkish capital markets. So, it is expected to make a contribution to new product development efforts for global investors, especially those looking for investment in Islamic finance instruments in international markets.

STRUCTURED ABSTRACT

i. Introduction

Capital markets are very important in transforming the small savings in the country into large investments. Islamic capital markets, however, have emerged as a rapidly emerging segment within the Islamic finance system, despite the fact that they has a relatively small to traditional capital markets and practices for nearly 30 years. Today, the borders of the practice have gained a global dimension, surpassing the Middle East and Southeast Asia as the first outpost. Islamic indices are one of the capital market instruments used to increase alternatives in terms of investors who are willing to make shariah-compliant investments in the capital markets and to diversify the traditional portfolios. This study aims to provide a theoretical framework about Islamic indices that may increase the depth and breadth of capital markets and to state Turkey practices. Thus, it is expected to make a contribution to new product development efforts for investors who

especially look for investment at Islamic finance instruments in international markets,

ii. The Conceptual Framework

Islamic capital markets can be divided into four main categories: Islamic stocks, Islamic funds, Islamic indices and the sukuk market. It is also possible to evaluate Islamic indices by including Islamic funds.

The first index is DMI 150 (Dar al Mal al-Islami), which was created by two private banks named Faisal Finans and Bank Vontobel in April 1998. In the same year, we see that the "SAMI" (Socially Aware Muslim Index), which measures the performance of 500 companies according to the Islamic criteria, has been established. After this beginning, different financial markets and institutions in both Islamic countries and other countries have started to publish their own Islamic indices.

Each Islamic index is subject to rules and regulations approved by its own shariah advisory council. In order for a company to be able to enter the list of index companies, it has to fulfill two different categories of criteria, namely the field of activity and financial ratios. Once the companies providing both criteria are listed, these processes are repeated periodically.

In order for a company to be able to enter the list of index companies, it has to fulfill two different categories of criteria, namely the field of activity and financial ratios. Once the companies providing both criteria are listed, these processes are repeated periodically.

In some cases, the activity judged by a scholar as valid may not be accepted by another scholar, because there is not a standard way of interpreting the existing Islamic legal sources. For example, some scholars do not see these indices as halal, by claiming that accepting these indices is like accepting a food that include a little pig as a halal.

On the other hand, depending on the financial ratios of companies, there are also scholars who evaluate Islamic indices as halal or haram. For example, a company that does not receive KMI-30 Islamic index due to high debt ratio can be included in the Dow Jones Islamic Market Index because it meets the criteria.

In current market conditions, especially in countries where Islamic finance instruments are not available, companies often provide money-based financing. Evolving out of this reality, scholars agree that it is legal to invest in companies that have interest-based borrowed rates that do not exceed 33% of their capital. 33% expression, is based on the hadith of Hz. The Prophet (pbuh) that "one third is big and great". So less than 33% will not be much and can be forgiven. It is also stated that the majority of the company assets should not be made out of cash or accounts receivable. Otherwise, this means purchasing money for less money.

However, if the cash and receivables account does not constitute the majority of the company's assets, the purchase of the shares will look like the purchase of a real asset. This opinion has been removed from the law as "the majority deserves to be treated as a whole". On the other hand, companies generally want to provide returns by investing the excess funds in their current accounts to short-term money market

instruments. Even if their main activity is halal, the investment to be made to the companies that gain interest income with such activities will not be halal. However, by the provided that these revenues are deducted from the dividend amount and transferred to charitable businesses, scholars have not considered having interest incomes less than 5% of the company's total income as a problem.

iii. The Case Study of Borsa Istanbul

The development of Islamic capital market instruments in Turkey is quite slow compared to the banking sector. there is a very limited application in terms of asset volume and number of instruments. Depending on the changes made in the legislation and the developments in the global markets, it seems that new tools have been applied in recent years. The first Islamic index, the Participation 30 index, is traded on the Borsa Istanbul at the National Market and is an index of stocks that are in compliant with Islamic principles. The participation 50 index is subject to the same criteria as the participation 30 index in terms of activity and financial position. But this time, the top 50 companies with the highest market value are followed. Firstly, companies are examined according to their activity. the main list is created excluding the companies that are not suitable. In the second stage, the companies listed in the main list are reviewed again according to their financial ratios and activities. The list of index companies is determined by excluding the companies that are not suitable and the index is based on the data of these companies.

Screening Criteria of Participation 50 ve Participation 30 Indices	
Screening Criteria on Activity Area	Financial Screening Criteria
Participation fund is comprised of the companies not operating in the areas listed below. -Interest-based finance, trade, service, intermediation -Alcoholic beverages, gambling, games of chance -Pork and similar foods -Tourism, entertainment, press, publication, advertisement -Tobacco products, arms -Future dated trading of gold, silver or forex	The companies that will be in the index have to provide some financial ratios. -Total interest rate loans of the companies should be lower than 30% of their market value. -Interest-bearing cash and securities should be lower than 30% of their market value. -The revenue from said areas of operation should not be higher than 5% of the total revenue.

iv. Result and Conclusions

Despite the fact that capital markets have an important function to ensure effective fund transfer from saving owners to the investors , the desired level of market breadth and depth has not been achieved in Turkey. The fact that the stock exchange traders in Istanbul are composed of 70% foreign investors brings a great systematic risk. Parallel to the developments at the global level, we see that the Islamic indices have started to be published in our country since 2011. Thus, an alternative investment instrument was developed for investors who avoided from trading in the stock market due to their Islamic sensitivity and who followed the attitude of risk aversion in their investments for various reasons. However, despite the fact that the monitoring criteria are presented to the public, there are doubtful approaches to investing in indices, because *nass* or the advisory board's evaluations that underlie

these criteria are not explicitly stated. Just as all Islamic instruments, to ensure the clarity and transparency on Islamic indices can expose to the potential of domestic investment. Moreover, as practised in many countries, the establishment of a national legal advisory boards with a legal status will help accelerate financial engineering activities and bring new instruments to market.

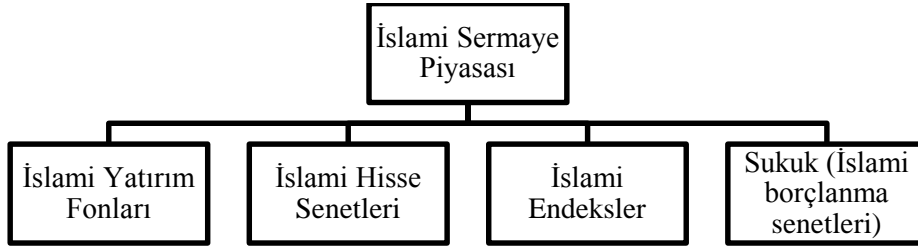
Keywords: Islamic finance, Islamic Indices, Capital markets

Jel Codes: P33, G20, O16

1. Giriş

Sermaye piyasaları, refahın halka dağıtılmasında ve ülkelerin kalkınmasında önemli bir fonksiyona sahiptir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, tasarrufların finansal sistem içerisinde değerlendirilmesi ve fon akışının sağlanmasında alternatif bir sistem olarak sermaye piyasalarının işlerlik kazanması için hükümetlerin ciddi çaba gösterdiği görülmektedir. İslami finans kavramı genel olarak her türlü finansal faaliyet ve işlemlerin İslami kurallar çerçevesinde uygulandığı sistemdir. (Nakiboğlu ve Levent, 2018: 179) İslami sermaye piyasaları ise, son 30 yıldır uygulama bulmasına ve geleneksel sermaye piyasalarına kıyasla oldukça küçük bir pazar payına sahip olmasına karşın, İslami finans sistemi içerisinde hızla yükselen bir segment olarak karşımıza çıkmaktadır. Uluslararası sermaye piyasalarına aktif olarak katılan yatırımcılar tarafından oldukça ilgi gören uygulamanın sınırları bugün, ilk çıktığı Ortadoğu ve Güneydoğu Asya'yı aşarak küresel bir boyut kazanmıştır.

İslami sermaye piyasaları, İslami hisse senetleri, İslami fonlar, İslami endeksler ve sukuk piyasası olmak üzere dört ana kategoriye ayrılabilir. İslami endeksleri İslami fonlara dâhil ederek değerlendirmek de mümkündür. Şekil 1 İslami sermaye piyasasının ana enstrümanlarını göstermektedir.



Şekil 1: İslami Sermaye Piyasasının Ana Enstrümanları

İlk İslami küresel yatırım ürünleri 1980'lerin ortalarında piyasaya sürülmüş olsa da, İslami yatırım fonlarının bir pazar odağı haline gelmesi, 1990'ların ikinci yarısını bulmuştur. Hem piyasa uygulayıcıları hem de şer'i âlimlerin kavrama ilişkin tartışmaları halen devam etmektedir. İslami fonlar, hisse senedi fonları, icara fonları, emtia fonları, murabaha fonları ve karma fonlar olmak üzere çeşitli şekillerde yapılandırılmaktadır. (Cox at all., 2005: 142)

İslami hisse senetleri, İslami prensipler çerçevesinde faaliyet gösteren firmaların ortaklık belgeleridir. Yani, şer'i ilkelere uygun olan alanlarda faaliyet gösteren ve İslami hisseleri izleme (screening) olarak bilinen bir süreç vasıtasıyla şer'i âlimler tarafından onaylanmış ve periyodik olarak gözden geçirilen şirketlerin hisseleridir. (Shanmugam ve Zahari, 2009:45) İslami endeksler, halka açık ve borsalarda işlem gören şirketler arasından şer'i ilkelere uygun olarak faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinin fiyat veya getiri hareketlerini izlemek üzere oluşturulmuş endekslerdir.

Sukuk, çeşitli şekillerde yapılandırılabilen ve bir varlıktan yararlanma hakkı sunan ve likidite sağlamada kullanılan en temel enstrümanlardan birisidir (IOSCO, 2008:7) . Mudaraba, icara,

murabaha, selem ve istisna sukuk gibi çeşitli şekilleri vardır. Murabaha ve müşareke sukuk, yatırımcısına getiri garantisi vermez. Yapılan yatırımdan elde edilmesi halinde kâr, önceden belirlenen oranlarda paylaşılır. İcara sukukta bir varlığın satın alınıp, kiraya verilmesinden doğacak gelirler yatırımcılara dağıtılır. Selem sukukta ise peşin bir ödeme yapılarak bir varlığın gelecekte teslim edileceği taahhüt edilir. Teslim tarihinde varlık satılarak, satışından elde edilen kâr yatırımcıya iletilir. İstisna sukuk, eşit değer taşıyan ve belirli bir ögenin üretilmesi için gerekli fonların hareketlendirilmesi amacıyla çıkarılan belgelerdir. Senetleri ihraç edenler, üreticileri(satıcı), iştirak edenler veya senet sahipleri de üretilecek ögenin alıcılarıdır. (Ayub, 2007: 398-405)

2. Endeks Kavramına Genel Bakış

Endeks kavramı “önceden belirlenmiş pazar değeri ile ilişkili olarak açıklanan bir ortalama” (Kondak, 1999: 139) veya “bir olgunun nicelik, boyut ve değer bakımından belli bir zamanda eriştiği düzeyin, o değişkenin temel alınan dönemdeki değerine göre ifade edilmesi” şeklinde tanımlanabilir. (TDK, 2004) Diğer bir deyişle endeks, “bir veya daha fazla değişkenin hareketlerinden ibaret olan oransal değişimi ölçmeye yarayan bir finansal gösterge” ve “karmaşık olayların tek bir rakama indirgenmesini sağlayan, olaylar ve sonuçları hakkında yaklaşık bilgi verebilen araçlar”dır. (İMKB, 2010: 45) Endeksler, belirli emtia/varlıkların fiyatı, maliyeti ve getirileri, üretim, enflasyon, nüfus vb. verilere dayanarak yayınlanabilir.

Hisse senedi endeksi, “genellikle belli bir hisse senedi örneğine bağlı olarak, piyasanın toplam performansını yansıtmak amacıyla oluşturulan istatistikî bir gösterge”dir. Bu kavram, literatürde piyasa endeksi, fiyat endeksi, piyasa göstergesi ve borsa endeksi gibi çeşitli adlarla ifade edilmektedir. (Dağlı, 2000: 190)

Borsa endeksleri finans dünyasının aktörleri kadar ekonomistler açısından da hayati öneme sahiptir. Uzun vadeli olarak yapılandırılmış sürekli endeksler, finansal aktörlerin gerçek davranışlarını, ekonomik durumu ve uluslararası karşılaştırmalardaki durumu anlamayı sağlayan düzenlemeleri değerlendirmede önemlidir. Fakat finansal endeksler, hisse senedi piyasaları hakkında özet, doğru, kolay ve hızlı bir şekilde bilgi almak isteyen trader veya yatırımcılar için daha yararlıdır. Borsaların performansını ölçmek için çok çeşitli endekslerin oluşturulduğunu görmekteyiz. (Hautcoeur, 2006: 1)

İslami endeksler ise İslam hukukunun kendine özgü niteliğine göre yapılandırılmıştır ve çok sayıda firmayı şer’i gereklilikler açısından filtrelemektedir. Bunlar; yüksek kaldıraca maruz kalma, düşük işletme sermayesi ve yeterli deneyimin (başarı) olmaması vb. şeklinde sıralanabilir. (Al-Khazali and Mirzaei, 2017: 190) Yine faiz veya tefecilik yasağı nedeniyle, İslami hisse senedi endeksleri, büyük miktarlarda faiz ödeyen veya alan firmaları (nakit mevcudundan veya kaldıraçtan) hariç tutmaktadır. (Akhtar and others, 2017: 218)

İslami bir endeks oluşturmak için endeks yayınlayan kurumlar, ilgili Şer’i denetleme kurulunun onayladığı şirketlerin hisselerini kapsama almalıdır. Endeks sıkı bir izleme ve gözden geçirme sürecine tabi tutulmalıdır. Üç veya altı aylık süre bazında gerçekleştirilecek olan sürekli denetim ve gözden geçirme süreçleri sayesinde, endeks sağlayıcı kurum, sertifikalı şirketlerden herhangi birinin izleme kriterlerine uymadığı tespit ederse, bu şirketler hemen endeksin evreninden çıkarılır. (Htay at all., 2013: 26)

3. İslami Endekslerin Dünyadaki Gelişimi

İslami endeksler ilk olarak doksanlı yılların sonlarında oluşturulmuştur. İlk endeks, Nisan 1998’de Faisal Finans ve Bank Vontobel isimli iki özel banka tarafından oluşturulan DMI 150’dir (Dar al Mal al-Islami). Aynı yıl, İslami kriterlere uygun 500 şirketin performansını ölçen “SAMI” (Socially Aware Muslim Index/Toplumsal açıdan Duyarlı Müslüman Endeksi)’nin oluşturulduğunu görüyoruz. Bu başlangıcın ardından gerek İslam ülkelerinde gerekse diğer ülkelerde, farklı finansal piyasalar ve kurumlar kendi İslami endekslerini yayınlamaya başlamıştır. (Trabelsia and Naifara, 2017:729)

Dow Jones Islamic Market 9 Şubat 1999’da ilk küresel İslami hisse senedi ölçüt endeksini yayınlamaya başladı. FTSE (Financial Times Stock Exchange/Financial Times Menkul Kıymetler Borsası) Grup, 1999 Ekiminden bu yana Küresel İslami Endeks serisini yayınlamaktadır. Standart and Poor’s 2006’da Şeri endeksini (S&P Shariah Index Series) yayınlamaktadır. Dow Jones ve FTSE, dünya çapında 2000’den fazla şirketi takip eden çeşitli İslami endeksler yayınlamış ve İslami kriterleri karşılayan endeksleri yayınlamak için gereken çeşitli tarama (screen) kriterlerinin oluşturulmasında öncü bir rol üstlenmişlerdir. (Iqbal and Molyneux, 2005: 56) Bu durum, ünlü bazı fon yönetim şirketlerinin, İslami fon yönetimi işine girmesine sebep olmuştur. MSCI Barra, Mart 2007’de Küresel İslam endeksini (Global Islamic Index) oluşturdu. Avrupa için Stoxx limited, Şubat 2011’de ilk Şeriat uyumlu endeks serisini (Stoxx Europe Islamic Indecis) başlattı. Uluslararası coğrafi kapsamda olan önceki endekslerin yanı sıra, Malezya, Hindistan, Pakistan, Suudi Arabistan, Tayvan, Bahreyn ve Türkiye ulusal düzeyde endeksler yayınlamışlardır. (Trabelsia and Naifara, 2017:729)

4. İslami Endeksleri İzleme Kriterleri

Her bir İslami endeks, kendi şer’i danışma kurulu tarafından onaylanan kurallara ve düzenlemelere tabidir. Bir şirketin endeks şirketleri listesine girebilmesi için, faaliyet alanı ve finansal oranlar olmak üzere iki farklı kategorideki kriterleri sağlaması gerekir. Her iki kriteri de sağlayan şirketler listeye alındıktan sonra periyodik olarak bu işlemler tekrarlanır.

Bazı durumlarda, bir alim tarafından uygun/geçerli olarak değerlendirilen faaliyet, mevcut İslam hukuku kaynaklarını yorumlamada standart bir yolun olmaması sebebiyle, diğer bir alim tarafından kabul görmeyebilir. (Zaidi at all., 2013: 241) Örneğin bazı alimler, bu endeksleri helal olarak görmemekte, bu endeksleri kabul etmenin içinde az miktarda domuz olan bir gıdayı helal olarak kabul etmeye benzediğini iddia etmektedir. (Shanmugam and Zahari , 2009: 63)

Diğer yandan şirketlerin finansal oranlarına bağlı olarak İslami endeksleri helal ya da haram olarak gören alimler de bulunmaktadır. Örneğin KMI-30 İslami endeksine yüksek borç oranı sebebiyle alınmayan bir şirket, kriterleri karşılaması sebebiyle Dow Jones Islamic Market Index kapsamına alınabilir. (Zaidi at all., 2013: 241)

Mevcut piyasa koşullarında, özellikle İslami finans enstrümanlarının ulaşılabilir olmadığı ülkelerde, şirketler çoğunlukla faize dayalı finansman sağlamaktadır. Bu gerçekten hareketle alimler, sermayesinin %33’ünü aşmayacak şekilde faizli borçlanma gerçekleştirmiş şirketlere yatırım yapmanın yasal olduğunu kabul etmişlerdir. %33 ifadesi ise Hz. Peygamber’in (sav) “üçte biri çoktur ve büyüktür” hadisine dayanmaktadır. Dolayısıyla %33’ten azı, çok olmayacaktır ve tolere edilebilir. Yine şirket varlıklarının çoğunluğunun nakit veya alacaklardan oluşmaması gerektiği ifade edilmektedir. Aksi takdirde bu, daha az para için para alımı anlamına gelecektir. Bu da, paranın (borç ya da nakit) ancak nominal değeri üzerinden ve spot/peşin olarak mübadele edilebileceği şeklindeki şer’i ilkeyi ihlal edecektir. Fakat nakit ve alacaklar hesabı şirket varlıklarının çoğunluğunu oluşturmuyorsa, hisselerin satın alınması reel bir varlık alımına benzeyecektir. Bu görüş, “Çoğunluk, bir şeyin bütünü olarak ele alınmayı hak eder” şeklinde yasadan çıkarılmıştır. Diğer yandan şirketler genellikle cari hesaplarında bulunan fazla fonları, kısa vadeli para piyasası araçlarına yatırarak getiri

sağlamak ister. Ana faaliyet konusu şer'i açıdan uygun olan bir şirketin, bu tür faaliyetlerle faiz geliri elde etmesi, bu şirketlere yapılacak yatırımı helal kılmaz. Bununla birlikte alimler, faiz gelirlerinin şirketin toplam gelirlerinin %5'inin daha az olması durumunu, bu gelirlerin temettü tutarından düşülmesi ve hayır işlerine aktarılması şartıyla, mahzurlu görmemişlerdir. (Htay at all., 2013: 25-26)

Tablo 1. Bazı Endekslerin İzleme Kriterleri		
	Faaliyet alanına ilişkin izleme kriterleri	Finansal izleme kriterleri
Malezya Menkul Kıymetler Komisyonu (Securities Commission of Malaysia)	Aşağıdaki işlemlerden elde edilen gelirleri %5'i aşan firmalar dahil edilmez ; - geleneksel bankacılık ve sigorta, kumar, alkol ve ilgili faaliyetler, domuz ve ilgili faaliyetler, helal olmayan ürünler ve şer'i açıdan uygun olmayan diğer faaliyetler. Aşağıdaki işlemlerden elde edilen gelirleri %10'u aşan firmalar dahil edilmez; , geleneksel hesaplardan ve enstrümanlardan elde edilen faiz gelirleri, tütün ve ilgili faaliyetler, Aşağıdaki işlemlerden elde edilen gelirleri %20'yi aşan firmalar dahil edilmez; şer'i açıdan uygun olmayan faaliyetlerden elde edilen kiralar, Aşağıdaki işlemlerden elde edilen gelirleri %25'i aşan firmalar dahil edilmez; -hotel ve konaklama faaliyetleri, hisse senedi ticareti, borsa faaliyetleri.	Borçların toplam aktiflere oranı %33'ü geçmemelidir.
Dow Jones Islamic Market Index	Aşağıdaki işlemlerden elde edilen gelirleri %5'i aşan firmalar dahil edilmez; -alkol, -tütün, -domuz ve ürünleri, -geleneksel finans hizmetleri (bankacılık, sigortacılık) -silah ve savunma, -eğlence (otel, gazino, kumar, sinema, pornografi, müzik vb.)	Aşağıdakilerin tamamı %33'ten az olmalıdır; -şirketin borç oranının şirketin 24 aylık ortalama piyasa değerine oranı, - şirketin nakit ve faiz içeren menkullerinin 24 aylık ortalama piyasa değerine oranı, -şirket alacaklarının şirketin 24 aylık ortalama piyasa değerine oranı.
FTSE ve Yasaar Research Inc.	Aşağıdaki işlemlerden elde edilen ve diğer uygun olmayan gelirleri %5'i aşan firmalar dahil edilmez -geleneksel finans, alkol, omuz ve ilgili ürünler, tütün, silah ve eğlence. "Yasaar Shariah Board" tarafından tesbit edilen İslam hukukuna uygun düşmeyen diğer faaliyetler.	Aşağıdakilerden daha fazlasını içeren firmalar çıkarılmaktadır; -toplam borç/toplam aktif oranının %33'ü aşması, -nakit ve faiz içeren varlıklar/toplam aktif oranının %33'ü aşması, -şirket alacakları ve nakitin %50'yi aşması, -toplam faiz gelirleri ve haram faaliyetlerden elde edilen gelirlerin %5'i aşması.
MSCI Global Islamic Indices	Aşağıdaki işlemlerden elde edilen gelirleri %5'i aşan firmalar dahil edilmez; -alkol ve tütün ürünlerinin üretimi ve dağıtımı, oyun ve kumar, -silah ve savunmaya ilişkin ürünlerin üretimi ve dağıtımı, -domuz ve ürünleri, -geleneksel bankacılık, sigortacılık ve diğer faiz-tabanlı finansal hizmetler, -müzik, -oteller, -sinema, yetişkin eğlence faaliyetleri,	Aşağıdakilerden daha fazlasını içeren firmalar çıkarılmaktadır; -borç/toplam aktif oranının %33.33'ü aşması, -nakit ve faiz içeren menkullerin %33.33'ü aşması, -şirket alacakları ve nakitin %33.33'ü aşması.
Kaynak: DJ, MSCI, FTSE, SCM websiteleri (E.T. 12.03.2018)		

Tablo 1’de görüldüğü üzere DJ, MSCI, FTSE, SCM tarafından yayınlanan İslami endekslerin tamamında alkol, tütün, domuz ve ürünleri, geleneksel finans hizmetleri (bankacılık, sigortacılık), silah ve savunma, otel, gazino, kumar, sinema, pornografi, müzik vb. içerikli faaliyetler gerçekleştiren firmalar, kapsam dışında tutulmaktadır. Bununla birlikte her endekste, faaliyetlerin karışımı ve rasyolar konusunda farklı kriterler ve oranların belirlenmesi uygulamada standart bir yaklaşımın olmadığını ve şer’i danışma kurulları arasında bile bu konuda bir ittifaka varılmadığı göstermektedir.

5. Türkiye’de İslami Endekslerin Kullanımı

Ekonomik sistemin aksamadan çalışmasını sağlayabilmek, o ekonomik sistemin temelini oluşturacak iyi bir finansal sistemin var olmasıyla mevcuttur. Finansal sistemler ekonomide fon fazlalığı olan taraftan, fon açığı olan tarafa fon aktarımını sağlayan sistemdir. (Yanık ve Sümer, 2017:432) Türkiye’de İslami sermaye pazarı enstrümanlarının gelişimi bankacılık sektörüne göre oldukça yavaştır. Gerek varlık hacmi gerekse enstrüman sayısı açısından oldukça sınırlı uygulama alanı bulmuştur. Son yıllarda gerek mevzuatlarda yapılan değişiklikler küresel gerekse piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak yeni araçların uygulama bulduğu görülmektedir.

İlk İslami endeks olan Katılım 30 endeksi, Borsa İstanbul Ulusal Pazar’da işlem gören ve İslami prensiplere uygun olan hisse senetlerinden oluşan bir borsa endeksidir. 06.01.2011 tarihinde yayınlanmaya başlanmıştır. 19.781,26 başlangıç değeri olan endeks şu anda 113.000 dolaylarındadır. Endeks danışma kurulunca belirlenen kriterlere uyan ve halka açık piyasa değeri en yüksek ilk 30 şirket, kapsama alınmıştır. 09.07.2014 tarihinden itibaren yayınlanmaya başlayan Katılım 50 endeksi de gerek faaliyet alanı gerekse mali açıdan Katılım 30 endeksi ile aynı kriterlere tabidir. Fakat bu kez, kriterlere uyan ve halka açık piyasa değeri en yüksek ilk 50 şirket izlenmektedir. 72.773,3279 ile başlangıç yapan endeks, şu an 113.000’i aşmış durumdadır. Her iki endekste de hesaplamalar fiyat ve getiri üzerinden gerçekleştirilmektedir. Endeks şirketleri, Tablo 1’de verilen kriterlere göre üçer aylık periyotlarla yeniden değerlendirilir.

Tablo 2. Katılım 50 ve Katılım 30 Endekslerini İzleme Kriterleri	
Faaliyet alanına ilişkin izleme kriterleri	Finansal izleme kriterleri
<p>Faaliyet alanı; faize dayalı finans, ticaret, hizmet, aracılık,</p> <ul style="list-style-type: none"> • alkollü içecek, kumar, şans oyunu, • domuz eti ve benzer gıda, • turizm, eğlence, basın, yayın, reklam, • tütün mamulleri, silah, • vadeli altın, gümüş ve döviz ticareti, olmayan şirketler endeks listesine alınır. 	<p>Endekse girecek şirketler bazı finansal oranları da sağlamak zorundadır.</p> <ul style="list-style-type: none"> • şirketlerin toplam faizli kredilerinin piyasa değerine oranı %30’dan, • faiz getirili nakit ve menkul kıymetlerinin piyasa değerine oranı %30’dan, • bahsedilen faaliyet alanlarından elde ettiği gelirlerinin <p>Toplam gelirlerine oranının da %5’ten az olması gerekmektedir.</p>

Öncelikle şirketler, faaliyet konularına göre incelenir, uygun olmayan şirketler hariç tutularak ana liste oluşturulur. İkinci aşamada ise ana listede yer alan şirketler finansal oranlarına ve faaliyetlerine göre tekrar incelenir, uygun olmayan şirketler çıkarılarak endeks şirketleri listesi belirlenir ve endeks bu şirketlerin verileri baz alınarak oluşturulur. Periyodik gözden geçirmeler sırasında finansal rakamlar için değerlendirme günü itibarıyla açıklanmış en son mali tablolar dikkate alınmaktadır. Endeksin kapsamında Endeks Dönemi içinde olabilecek değişikliklerde kullanılmak üzere 3 pay (31-33. sıralardaki paylar) yedek olarak seçilir ve dönemsel değişikliklerle birlikte ilan

edilir. (www.katilimendeksi.org) Tablo 2 ve Tablo 3 Katılım endeksi 30 ve Katılım Endeksi 50'de yer alan şirketleri göstermektedir.

Tablo 2: Katılım 30 Endeksi'nde Yer Alan Şirketler*			
KOD	HİSSE ADI	KOD	HİSSE ADI
AKCNS	Akçansa	KONYA	Konya
ALBRK	Albaraka Türk	LOGO	Logo Yazılım
ALKIM	Alkim Kimya	MRDIN	Mardin Çimento
ANELE	Anel Elektrik	NUHCM	Nuh Çimento
BANVT	Banvit	PETKM	Petkim
BIMAS	Bim Mağazalar	PNSUT	Pınar Süt
BOLUC	Bolu Çimento	PRKME	Park Elek. Madencilik
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	SASA	Sasa Polyester
EGEEN	Ege Endüstri	SELEC	Selçuk Ecza Deposu
ERBOS	Erbosan	SODA	Soda Sanayii
EREGL	Ereğli Demir Çelik	TATGD	Tat Gıda
FROTO	Ford Otosan	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör
GOODY	Good-Year	TTRAK	Türk Traktör
HEKTS	Hektaş	ULUSE	Ulusoy Elektrik
KARTN	Kartonsan	YATAS	Yataş
*2 Ocak 2018 tarihi itibarıyla. Kaynak: http://www.katilimendeksi.org			
Tablo 3: Katılım 50 Endeksi'nde Yer Alan Şirketler*			
KOD	HİSSE ADI	KOD	HİSSE ADI
AKCNS	Akçansa	KARTN	Kartonsan
AKMGY	Akmerkez GMYO	KONYA	Konya Çimento
ALBRK	Albaraka Türk	KRONT	Kron Telekomünikasyon
ALCAR	Alarco Carrier	KRSTL	Kristal Kola
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	LOGO	Logo Yazılım
ALKIM	Alkim Kimya	MEPET	Metro Petrol ve Tesisleri
ANELE	Anel Elektrik	MRDN	Mardin Çimento
AVGYO	Avrasya GMYO	NUHCM	Nuh Çimento
BANVT	Banvit	ORGE	Orge Enerji Elektrik
BFREN	Bosch Fren Sistemleri	PAGYO	Panora GMYO
BIMAS	Bim Mağazalar	PETKM	Petkim
BOLUC	Bolu Çimento	PETUN	Pınar Et Ve Un
BUCIM	Bursa Çimento	PNSUT	Pınar Süt
CEMTS	Çemtaş	PRKME	Park Elek. Madencilik
DGATE	Datagate Bilgisayar	SASA	Sasa Polyester
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	SELEC	Selçuk Ecza Deposu
EGEEN	Ege Endüstri	SODA	Soda Sanayi
EGGUB	Ege Gübre	TATGD	Tat Gıda
EGSER	Ege Seramik	TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret
ERBOS	Erbosan	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör
EREGL	Ereğli Demir Çelik	TTRAK	Türk Traktör
FROTO	Ford Otosan	TUKAS	Tukaş
GOODY	Good-Year	ULUSE	Ulusoy elektrik
HEKTS	Hektaş	VESBE	Vestel Beyaz Eşya
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	YATAS	Yataş
*2 Ocak 2018 tarihi itibarıyla. Kaynak: http://www.katilimendeksi.org			

6. Sonuç ve Değerlendirme

Sermaye piyasaları, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar arasında etkin fon aktarımının sağlanması için önemli bir fonksiyona sahip olmasına rağmen ülkemizde pazar genişliği ve derinliği açısından istenilen düzeye ulaşamamıştır. Borsa İstanbul'da işlem yapanların %70 düzeyinde yabancı yatırımcılardan oluşması, büyük bir sistematik riski de beraberinde getirmektedir. Küresel düzeyde ortaya çıkan gelişmelere paralel olarak ülkemizde de 2011 yılından bu yana İslami endekslerin yayınlanmaya başlandığını görüyoruz. Böylece hem İslami hassasiyetleri nedeniyle borsada işlem yapmaktan kaçınan hem de çeşitli sebeplerle yatırımlarında riskten kaçınma tutumu izleyen yatırımcılar için alternatif bir yatırım aracı geliştirilmiş oldu. Bununla birlikte, izleme kriterlerinin kamuoyunun bilgisine sunulmasına rağmen, bu kriterlere dayanak teşkil eden nassın ve/veya danışma kurullarının konu üzerindeki şer'i değerlendirilmelerinin açıkça ortaya konmaması, endekslere yatırım konusunda şüpheli yaklaşımları beraberinde getirmektedir. Tüm İslami finans araçlarında olduğu gibi, İslami endekslerin şer'i durumu konusunda açıklık ve şeffaflığın sağlanması, yerel yatırımcı potansiyelinin açığa çıkmasına imkânı sunacaktır. Dahası birçok ülkede uygulama bulduğu üzere, ulusal şer'i danışma kurullarının yasal bir statü ile oluşturulması, finansal mühendislik faaliyetlerini hızlandırarak, yeni enstrümanların piyasaya kazandırılmasına destek olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akhtar Shumi, Farida Akhtar, Maria Jahromi, Kose John (2017), "Impact of interest rate surprises on Islamic and conventional stocks and bonds", *Journal of International Money and Finance*, No:79, pp.218–231.
- Ayub, Muhammad (2007), *Understanding Islamic Finance*, England: John Wiley & Sons Ltd.
- Cox Stella and Lawrence Oliver with Abdulkader Thomas (2005) "Islamic Asset Management", in *Structuring Islamic Finance Transactions*, (Ed: Abdulkader Thomas, Stella Cox and Bryan Kraty), London: Euromoney Books, pp.137-153.
- Dağlı, Hüseyin (2000) "Hisse Senedi Piyasa Endeksleri Ve Türkiye", Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt:3 Sayı:4.
- Hautcoeur, Pierre-Cyrille (2006). "Why and how to measure stock market fluctuations? The early history of stock market indices, with special reference to the French case". PSE Working Papers in 2006-10.
- Htay, Sheila Nu Nu, Zafar Abedeen and Syed Ahmed Salman, "Towards Standardization of Shari'ah Screening Norms and Practices", *International Journal of Humanities and Social Science Invention*, Volume 2 Issue 11, pp.23-30.
- IOSCO (2008), *Analysis of The Application of IOSCO's Objectives And Principles of Securities Regulation For Islamic Securities Products*.
- Iqbal Munawar and Philip Molyneux (2005), *Thirty Years of Islamic Banking*, New York: Palgrave Macmillan.
- İMKB, (2010) "Cevaplarla Borsa ve Sermaye Piyasası", <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/media/9629/cevaplarla%20borsa%20ve%20sermaye%20piyasasi.pdf>, E.T: 07.03.2018.
- Khazali Osamah Al- and Ali Mirzaei (2017), "Stock Market Anomalies, Market Efficiency And The Adaptive Market Hypothesis: Evidence From Islamic Stock Indices", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, No: 51, 190–208.

-
- Kondak, Nuray (1999), *Menkul Kıymet Pazarlarına Giriş*, Der Yayınları, İstanbul.
- Nakiboğlu, A., Levent, M., (2018). İslami Finans ve Katılım Bankacılığı: Türkiye ve Dünyadaki Uygulamaları, *International Periodical for the Languages, Literature and History of Turkish or Turkic*, Volume 13/7, Winter 2018, p. 175-186 DOI Number: <http://dx.doi.org/10.7827/TurkishStudies.12905> ISSN: 1308-2140, ANKARA-TURKEY
- Shanmugam Bala and Zaha Rina Zahari (2009), *A Primer on Islamic Finance*, Malaysia: The Research Foundation of CFA Institute.
- TDK İktisat Terimleri Sözlüğü 2004, www.tdk.gov.tr, E.T. 15.03.2018.
- Trabelsia Nader and Nader Naifara(2017), “Are Islamic stock indexes exposed to systemic risk? Multivariate GARCH estimation of CoVaR”, *Research in International Business and Finance*, No. 42, pp.727–744.
- Yanık R., Sümer S., (2017). Kamu Katılım Bankacılığının Bankacılık Sektörüne Beklenen Etkileri, *International Periodical for the Languages, Literature and History of Turkish or Turkic*, Volume 12/31, p. 427-448, www.turkishstudies.net, DOI Number: <http://dx.doi.org/10.7827/TurkishStudies.12792> ISSN: 1308-2140, ANKARA-TURKEY
- Zaidi, Syed Anees Haider, Ijaz Hussain Shah, Rana Umair Ashraf, Shahid Mohammad Khan Ghauri and Ibne Hassan, “Standardization of Islamic market indices”, *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 25 No. 2, 2015, pp. 240-256