ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

KATILIM MODEL PORTFÖY ENDEKSİ ŞİRKETLERİNDE SİSTEMATİK RİSK ÖLÇÜMÜ

Yeşim GÜLSÜN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Mercan HATİPOĞLU

Çankırı – 2019

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

KATILIM MODEL PORTFÖY ENDEKSİ ŞİRKETLERİNDE SİSTEMATİK RİSK ÖLÇÜMÜ

Yeşim GÜLSÜN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Dr. Öğr. Üyesi Mercan HATİPOĞLU

Çankırı- 2019

İÇİNDEKİLER

Sayfa

Bilimsel Etik Bildirimi ..... **iii**

Önsöz ..... **v**

Özet ..... **vi**

Abstract ..... **vii**

Kısaltmalar ..... **viii**

Tablo Listesi ..... **ix**

Şekil Listesi ..... **x**

GİRİŞ **1**

BÖLÜM 1: KAVRAMSAL ÇERÇEVE **4**

1.1. Katılım Endeksi 4

1.1.1. Katılım Model Portföy Endeksi 5

1.2. İslami Finans Kavramı 8

1.2.1. İslami Finansın Ortaya Çıkış Sebepleri 10

1.2.2. İslami Finansın Tarihsel Gelişimi 12

1.2.3. Türkiye'de İslami Finans 14

1.2.4. İslami Finansman Yöntemleri 18

1.2.5. İslami Finansın İlkeleri 19

1.2.6. İslami Finansın Geleceği 20

1.2.7. İslami Finans İçin Risk Faktörleri 22

1.3. Risk Kavramı 23

1.3.1. Risk Bileşenleri 24

1.4. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli 32

1.4.1. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelinin Varsayımları 34

1.4.2. İslami Finansal Varlık Fiyatlama Modeli 34
1.4.3. İslami Finansal Varlık Fiyatlama Modeli Kullanılarak Yapılan Çalışmalar ... 35

BÖLÜM 2: YÖNTEM 39
2.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi 39
2.2. Araştırma Verileri 39
2.3. Verilerin Değerlendirilmesi 40
2.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler 40
2.3.2. Korelasyon Analizi 40
2.3.3. Regresyon Analizi 41
2.4. Araştırmanın Sınırlılıkları 42

BÖLÜM 3: BULGULAR 43
3.1. Tanımlayıcı İstatistikler 43
3.2. Korelasyon Analizi Sonuçları 46
3.3. Regresyon Analizi Sonuçları 50

SONUÇ VE ÖNERİLER 53
KAYNAKÇA 57
ÖZGEÇMİŞ 67

BİLİMSEL ETİK BİLDİRİMİ

Yüksek Lisans tezi olarak hazırladığım *Katılım Model Portföy Endeksi Şirketlerinde Sistematik Risk Ölçümü* adlı çalışmanın öneri aşamasından sonuçlanmasına kadar geçen süreçte bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle uyduğumu, tez içindeki tüm bilgileri bilimsel ahlak ve gelenek çerçevesinde elde ettiğimi, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu çalışmamda doğrudan veya dolaylı olarak yaptığım her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu beyan ederim.

03/12/2019

Yeşim GÜLSÜN

ÇANKIRI KARATEKİN ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Yeşim GÜLSÜN tarafından hazırlanan "Katılım Model Portföy Endeksi Şirketlerinde Sistematik Risk Ölçümü" başlıklı bu çalışma, 03.12.2019 tarihinde yapılan tez savunma sınavı sonucunda [oybirliği/oy çokluğuyla] başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

TEZ JÜRİSİ ÜYELERİ (Unvanı, Adı ve Soyadı)

Başkan	: …….	İmza: ……..
Danışman	: ……	İmza: ……..
Üye	: ……	İmza: ……..

ONAY

Bu Tez, Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun ...../..../ 201.. tarih ve ..... sayılı oturumunda belirlenen jüri tarafından kabul edilmiştir.

Unvanı Adı Soyadı

Enstitü Müdürü

ÖNSÖZ

Katılım Model Portföy Endeksi Şirketlerinde Sistematik Risk Ölçümü konusu, günümüz işletmelerinin rekabetçi konumlarını sürdürmelerinde giderek önem kazanan "tüketici odaklı" yaklaşımlar bağlamında üzerinde durulmaya değer bulunmuştur.

Bu çalışmanın hazırlanmasında yardımlarını esirgemeyen danışman hocam Dr. Öğr. Üyesi Mercan HATİPOĞLU'na; tezin yazım aşamasında ve tashihinde katkılarını esirgemeyen Çankırı Valiliği İl Yazı İşleri Müdürü Özlem ŞENTÜRK ile İnşaat Mühendisi Serdar OPÇİN'e ve eğitim hayatım boyunca yetişmemde katkısı olan tüm hocalarıma teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

Çalışmamı tamamlamam konusunda moral ve motivasyonumu üst düzeyde tutmama yardımcı olan aileme şükranlarımı sunarım.

03/12/2019

Yeşim GÜLSÜN

Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Özeti

Tezin Başlığı : Katılım Model Portföy Endeksi Şirketlerinde Sistematik Risk Ölçümü
Tezin Yazarı : Yeşim Gülsün
Danışman : Dr. Öğr. Üyesi Mercan HATİPOĞLU
Anabilim Dalı: İşletme
Bilim Dalı :
Kabul Tarihi : 03/12/2019
Sayfa Sayısı : 11 (ön kısım) + 64 (tez) + 1 (ekler)
Bu tez çalışmasının amacı, katılım model portföy endeksinde yer alan firmaların finansal risklerinin hesaplanmasıdır. Bu kapsamda araştırmanın örneklemini İslami kurallara göre faaliyet gösteren halka açık 13 şirketin dahil olduğu Katılım Endeksi firmaları oluşturmaktadır. Analizlerde ilgili firmaların 2016-2017 yılları arası günlük frekanstaki hisse senedi fiyat verileri kullanılmıştır. Analiz kapsamında öncelikle hisse senetlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler hesaplanmış, müteakiben katılım endeksine dahil firmaların hisse değerleri arasındaki korelasyon analiz edilmiş, son olarak regresyon analizi ile hisse senetlerinin sistematik riskleri hesaplanmıştır. Analiz sonuçları katılım endeksinin araştırmaya dahil edilen 13 hisse üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Araştırma sonuçları, İslami Finans kapsamına giren varlıklara yatırım yapma eğiliminde olan yerli ve yabancı yatırımcılar için Katılım Endeksinin bir portföy çeşitlendirme aracı olarak kullanılabileceğini göstermektedir. Yüksek risk alan yatırımcılar tarafından beta katsayısı yüksek olan Emlak Konut, Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik ve Kütahya Porselen gibi hisselere, yüksek riskten kaçınan yatırımcılar tarafından ise piyasa riski görece daha düşük olduğu sonucuna ulaşılan Akçansa, Albaraka Türk, Çemtaş, Nuh Çimento, Pınar Et ve Un, Pınar Süt, Selçuk Ecza ve Soda Sanayii gibi hisselere yatırım yapılabilir. Sonuç olarak, araştırma İslami Finans varlıklarına ilişkin sınırlı literatürü özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından genişletmiş ve İslami Finansal varlıkların risk değerlerinin inceleyerek literatüre katkı yapmıştır.
Anahtar Kelimeler: Katılım Model Portföy Endeksi, Risk, Sistematik Risk.

Çankırı Karatekin Üniversity Graduate School of Social Sciences Abstract of Master's Thesis

Title of the Thesis: Systematic Risk Measurement in Participation Model Portfolio Index Companies	
Author	**:** Yeşim Gülsün
Supervisor	**:** Asst. Professor. Mercan HATİPOĞLU
Department	**:** Business Administration
Sub-field	**:**
Date	**:** 03/12/2019

The purpose of this research is to calculate the financial risks of firms in the Participation Model Portfolio Index. In this context, the sample of the research consists of the Participation Index firms, which include 13 publicly traded companies operating according to Islamic rules. In the analysis, the stock value data of the related companies in the daily frequency between 2016-2017 were used. Within the scope of the analysis, firstly descriptive statistics related to stocks were calculated, then the correlation between the stock values of the firms included in the participation index was analyzed, and finally the risks of stocks were calculated by regression analysis. The results of the analysis show that the participation index has a statistically significant affect on 13 stocks included in the research. The results of the research show that the Participation Index can be used as a portfolio diversification tool for domestic and foreign investors who tend to invest in assets covered by Islamic Finance. Investors who are willing to take high risks would invest in Emlak Konut, Akçansa, Albaraka Türk, Çemtaş, Nuh Çimento, Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik and Kütahya Porcelain, which are found to be relatively riskiser assets, and investors who avoid high risk would invest in Pınar Et ve Un, Pınar Süt, Selçuk Ecza and Soda Sanayii. Consequently, the research made significant contributions to the literature in terms of expanding the limited literature on Islamic Finance assets especially for developing countries, and examining the risk values of Islamic Financial assets.

Keywords: Participation Model Portfolio Index, Risk, Systematic Risk.

KISALTMALAR

ALBRK : Albaraka Türk

AKNCS : Akçansa

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

CAPM : Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli

CEMTS : Çemtaş

DESİYAB : Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası

DJIM : Dow Jones Islamic Market

EGSER : Ege Seramik

EKGYO : Emlak Konutu

ERBOS : Erbosan

EREGL : Ereğli Demir Çelik

GIIS : Global Islamic Index Series

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

GYO : Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

KUTPO : Kütahya Porselen

NUHCM : Nuh Çimento

OPEC : Organization of Petrol Exporting Countries

PETUN : Pınar Et ve Un

PNSUT : Pınar Süt

SELEC : Selçuk Ecza

SESTRIC : İslam Ülkeleri İstatistik, Ekonomik ve Sosyal Araştırma ve Eğitim Merkezi

SODA : Soda Sanayi

TABLO LİSTESİ

Tablo No **Sayfa**

Tablo 1.1: Çalışmada kullanılan Katılım Model Portföy Endeksinde Yer Alan Şirketler 8
Tablo 1.2: Batı Ülkelerindeki ve Offshore Merkezlerdeki 13
Tablo 1.3: 2019 Yılı İlk Altı Aylık Döneme İlişkin Veriler 17
Tablo 3.1: Katılım Endeksi'nde Yer Alan 13 Firmanın Tanımlayıcı İstatistikleri 44
Tablo 3.2: Korelasyon Analizi Sonuçları 48
Tablo 3.3: Regresyon Analizi Sonuçları 51

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil No **Sayfa**
Şekil 1.1: Katılım Model Portföy Endeksi Borsa Yatırım Fonu Akış Şeması..... 7
Şekil 1.2: Küresel İslami Finans Varlık Seviyesi..... 21

GİRİŞ

Risk genel olarak "beklenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığı" şeklinde ifade edilmektedir (Usta, 2008: 231). Finansal anlamda ise "bir getirinin geleceğin alternatif durumlarına bağlı olması ve bu durumlardan en az birisinin negatif veya pozitif getiri ile neticelenmesi durumu" şeklinde ifade edilmektedir (Usta, 2008: 253). Yatırımcılar belli bir süre içerisinde kendilerine en yüksek getiriyi sağlayacak yatırım aracını belirlemek isterler. Bu aşamada, yatırımcının karar verirken en fazla dikkate aldığı husus, elde edilmesi muhtemel getirinin hangi faktörlerden ne ölçüde etkileneceği, farklı bir ifade ile risk derecesinin hesaplanmasıdır. Risk, ülkenin ekonomik, politik ve sosyal yaşamından etkilenmekte, bu durum menkul kıymetlerin fiyatlarını olduğu gibi yatırımcıların kararlarını da etkilemektedir (Usta ve Demireli, 2012).

Risk kavramının belirsizlik ve belirsizliğe maruz kalma durumu olmak üzere iki unsuru bulunmaktadır. Usta (2008)'e göre risk, belirsizliğin ölçülebilen kısmıdır. Farklı bir ifade ile, geleceğe ilişkin olasılık tahmini sübjektif olarak yapılmış ise belirsizlik, objektif olarak yapılmış ise risk kavramından söz edildiği manasına gelir. Bu kapsamda, yatırımcının maruz kaldığı risk sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki bileşenden oluşmaktadır.

Sistematik riskler makro düzeydeki riskleri, sistematik olmayan riskler ise mikro düzeydeki riskleri ifade etmektedir. Farklı bir ifade ile, sistematik riskler işletmenin müdahale sınırları dışında kalan politik risk, enflasyon riski, piyasa riski veya kur riski gibi riskleri ifade ederken, sistematik olmayan riskler işletme yönetiminin dahil olabileceği finansal risk, yönetim riski, endüstri riski gibi riskleri ifade etmektedir (Sayılgan, 2003: 340; Korkmaz ve Ceylan, 2006).

Finansal risk olarak bilinen bu kavram gerek finansal kurumlar gerekse yatırımcılar açısından önemli olup, bu risklerin ölçümü için birçok yöntem geliştirilmiştir. Bu ölçüm araçlarının amacı, etkin risk yönetimi uygulamaları geliştirilmesine, doğru tahminler yapmak sureti ile risk unsurlarının yatırım üzerindeki etkilerinin minimuma indirilmesine katkı yapmaktır.

Risk yönetimi, olası risklerin belirlenmesi ve ortaya çıkmadan önce önlenebilmesi veya azaltılabilmesi amacıyla geliştirilmiş bir tekniktir (Yavuz, 2005: 1). Dolayısı ile risk yönetimi, finans sektörünün her unsuru için ciddi derecede önemli bir kavram haline gelmiştir. Bu bağlamda, karşılaşılan veya karşılaşılması muhtemel risklerin tanımlanması ve ölçülmesi, çıkan sonuçlar çerçevesinde de yönetilmesi her sektör için bir gereklilik halini almıştır (Mandacı, 2003: 67).

Bu tez çalışması kapsamında Katılım Model Portföy Endeksi firmalarının finansal riskleri hesaplanmıştır. Katılım Model Portföy Endeksi, Katılım Bankalarının çalışma prensipleri dikkate alınarak yatırım yapılabilecek hisse senedi fiyat ve getiri performanslarını ölçebilmek maksadı ile oluşturulmuştur. Bu endeks kullanılarak, firmaların içinde bulundukları kategoriden kaynaklanan riskleri de hesaplamaya dahil edilecektir.

Bu bağlamda, çalışmanın örneklemini, endeksi İslami kurallara göre faaliyet gösteren halka açık 13 şirketin dahil olduğu endeks firmaları oluşturmaktadır. Araştırma kapsamında kullanılacak veriler, şirketlerin bilançoları, gelir tabloları ve hisse senedi fiyatlarıdır. Dönem olarak 2015-2017 arası günlük frekanstaki veriler kullanılmıştır. Çalışmada aynı zamanda sermaye varlıkları fiyatlama modeli söz konusu şirketler için test edilmiştir.

Çalışmanın amacı doğrultusunda araştırma kapsamına dahil edilen 13 şirkete ilişkin tanımlayıcı istatistikler hesaplanmış ve korelasyon ile regresyon analizi yapılmıştır. Tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde, Akçansa, Albaraka Türk, Çemtaş, Nuh Çimento, Pınar Et ve Un, Pınar Süt, Selçuk Ecza ve Soda Sanayii firmalarının beta katsayılarının her iki dönem için, Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik ve Kütahya Porselen firmalarının beta katsayısı ise 2015-2016 döneminde 1'den küçük olduğu görülmüştür. Diğer taraftan, Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik ve Kütahya Porselen firmalarının beta katsayısı 2016-2017 döneminde, Emlak Konut firmasının beta katsayısı ise her iki dönemde de 1'den büyük olduğu görülmüştür.

Korelasyon analizi sonuçları incelendiğinde, Albaraka ve Pınar Süt hisseleri ile katılım endeksi arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir korelasyon olmadığı, diğer taraftan Akçansa ile istatistiksel açıdan anlamlı ancak negatif yönlü bir korelasyon olduğu görüldü. Araştırma kapsamına dahil edilen diğer 10 hisse senedi ile katılım

endeksi arasında ise istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif yönlü bir korelasyon olduğu görülmüştür.

Son olarak, yapılan regresyon analizi neticesinde hesaplanan R^2 değerlerine bakıldığında, piyasa riskine en fazla maruz kalan hissenin Emlak Konut GYO olduğu görülmüştür. İlave olarak, Albaraka Türk ve Akçansa ve Erdemir diğer hisselere nazaran piyasa riskine daha fazla maruz kalan hisseler olarak ön plana çıkmıştır. Diğer taraftan, Çemtaş, Kütahya Porselen, Nuh Çimento ve Selçuk Ecza Deposu piyasa riskine en az maruz kalan hisse senetleridir.

Bu tez çalışması ile özellikle sınırlı olan İslami Finans literatürüne önemli bir katkı yapılacak olup, spesifik olarak İslami Finans özelliklerine uygun hisse senetlerinden oluşan Katılım Endeksinin endeksi oluşturan hisse senetleri üzerindeki etkisi analiz edilecektir. Son olarak, İslami Finansal varlıkların risk değerlerinin incelenmesi ve bu kapsama giren hisselere yatırım yapmayı planlayan yatırımcılar ve tasarlanacak yeni modeller açısından önemli sonuçlar vereceği değerlendirilmektedir.

BÖLÜM 1

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Katılım Endeksi

Katılım Endeksi ülkemizde BIST' te işlem gören ve Katılım Bankacılığı kriterlerine uygun hisselerden oluşan endeks olarak ifade edilmektedir. Katılım Model Portföy Endeksi, Katılım-50 Endeksi ve Katılım-30 Endeksi, Katılım Bankalarının çalışma prensipleri dikkate alınarak, yatırım yapılabilecek payların fiyat ve getiri performanslarını ölçebilmek maksadı ile oluşturulmuştur (Katılım Endeksi, 2018). Endekslerin hesaplanması, sürekliliğin sağlanması ve verilerin sunulması işlemleri Borsa İstanbul tarafından yapılmaktadır. Endekslerin hesaplanmasında BIST tarafından kayda alınan son fiyatlar kullanılır ve hesaplamada aşağıdaki formül kullanılmaktadır;

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^{n} F_{it} * N_{it} * H_{it} * K_{it}}{B_t} \qquad (1.1)$$

E_t : Endeksin t zamandaki değeri

n : Endekse dahil olan şirket (pay) sayısı

F_{it} : "i" nci payın t zamandaki fiyatı

N_{it} : "i" nci payın t zamandaki toplam sayısı

H_{it} : "i" nci payın t zamandaki endeks hesaplamasında kullanılan fiili dolaşımda bulunan kısmının toplam pay sayısına oranı

K_{it} : "i" nci payın t zamandaki katsayısı

B_t : Endeksin t zamandaki bölen değeri

Katılım endeksinde yer alacak şirketler iki aşamalı bir süreçten geçmektedir. Birinci aşamada işletmenin faaliyet alanına bakılmaktadır. Katılım endeksinde yer alacak firmaların faize dayalı finans, ticaret, hizmet, aracılık, alkollü içecek, kumar ile şans oyunları, domuz eti ile benzer gıda, basın-yayın ile reklam, turizm, eğlence, tütün mamulleri, silah, vadeli altın, gümüş ile döviz ticareti alanlarında faaliyet göstermemesi gerekmektedir. İkinci aşamada ise finansal oranlar dikkate alınmaktadır. Katılım endeksine dahil edilecek firmaların aşağıdaki kriterleri sağlaması beklenir;

1. $Toplam\ faizli\ krediler\ /\ Piyasa\ değeri\ <\ \%30$
2. $Faiz\ getirili\ nakit\ ve\ menkul\ kıymetler\ /\ Piyasa\ değeri\ <\ \%30$
3. $İlk\ aşamadaki\ uygun\ olmayan\ sektör\ gelirleri\ /\ Toplam\ gelir\ <\ \%5$

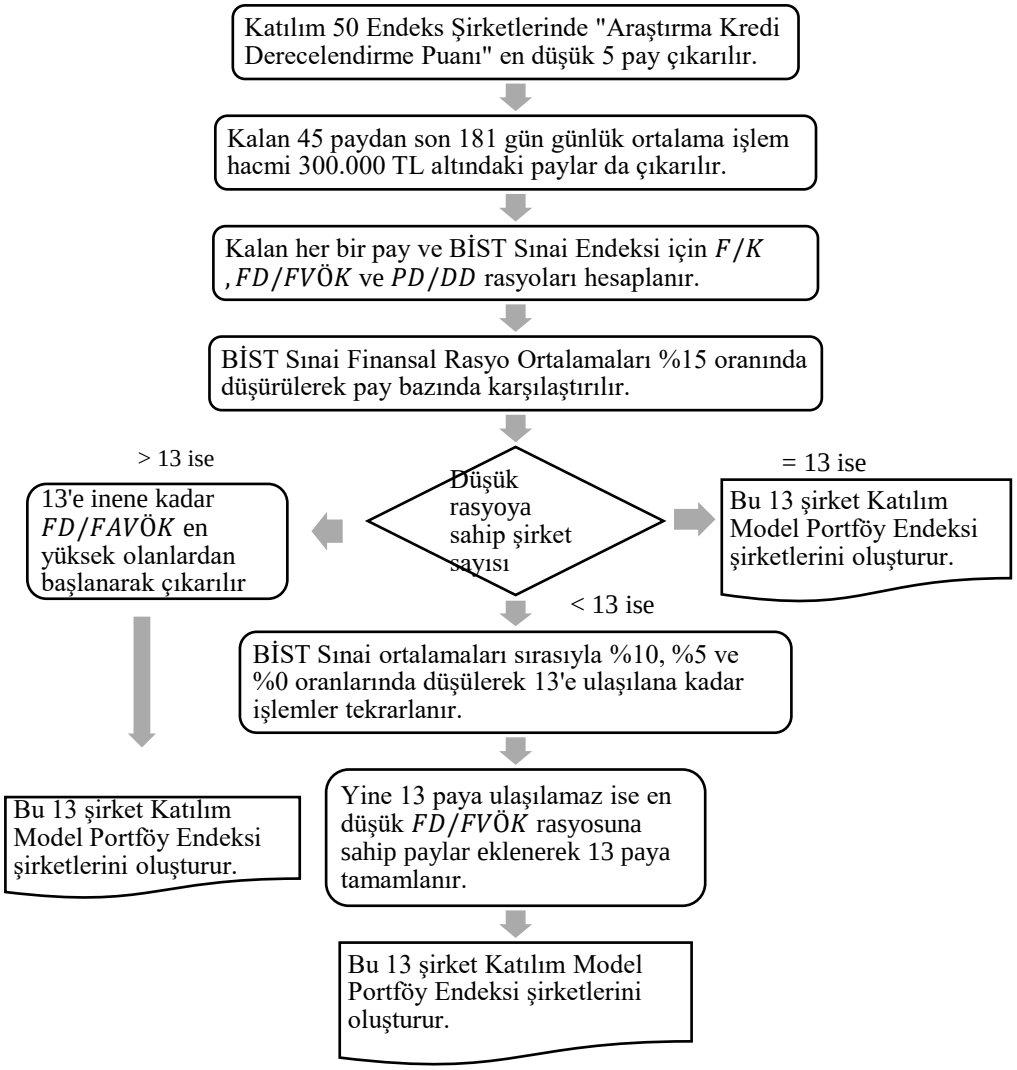
Bu kriterlere uygun olmayan işletmeler Katılım Endeksi'nden çıkartılır. Her iki aşamada da uygun kriterleri sağlayan işletmeler piyasa değeri büyüklüğüne göre sıralanır ve ilk 50 sıradaki işletmeler Katılım-50 Endeksi'ni oluşturur. Katılım-30 Endeksi, 50 yerine 30 pay sayısına göre uygulanır. Katılım Model Portföy Endeksinde yer alan paylar ise Katılım-50 Endeksinde bulunan toplam 50 pay arasından seçilir. Şirket sayısı 13 olan ve 09.07.2014 tarihinden itibaren BIST bünyesinde hesaplanmaya başlanan Katılım Model Portföy Endeksi 15 günde bir gözden geçirmeye tabi tutulmaktadır (Yıldız, 2015).

Katılım Model Portföy Endeksi

Katılım Model Portföy Endeksi'nde bulunan işletmeler, katılım bankacılığı kriterlerine uygun bulunan işletmelerden oluşan ve Katılım 50 Endeksi'nde yer alan firmalardan seçilir. Seçilen 13 pay arasında katılım bankası sayısı ikiden fazla olamaz. İkiden fazla aday olması durumunda, F/K rasyosu en küçük iki işletme seçilir. Çıkarılan kadar pay, 13 pay arasına giremeyenlerden en küçük F/K rasyosuna sahip olanlardan seçilerek sayı 13'e eşitlenir. Bu değişiklik; takip eden ilk iş günü ilan edilmekte ve takip eden üçüncü iş gününden itibaren de yeni endeks dönemi başlamaktadır (TKKB, 2019.).

Endeksteki hisse senetlerinin gözden geçirilmesi işlemi 15 günlük dönemler halinde tekrarlanmaktadır. Bu gözden geçirme süreçlerinde piyasa rasyolarına göre pahalanmış senetler endeksten çıkarılarak yerlerine daha ucuz rasyolara sahip şirketler dahil edilir. Katılım Model Portföy Endeksi Borsa Yatırım Fonu Akış Şeması Şekil 1'de gösterilmiştir (TKKB, 2019).

Şekil 1.1: Katılım Model Portföy Endeksi Borsa Yatırım Fonu Akış Şeması



(Kaynak: TKKB, 2019**)**

Çalışmada kullanılacak Katılım Model Portföy Endeksinde yer alan şirketler Tablo 1.1'de gösterilmiştir.

Tablo 1.1: Çalışmada kullanılan Katılım Model Portföy Endeksinde yer alan şirketler

HİSSE KODU	**HİSSE ADI**
ALBRK	Albaraka Türk
AKNCS	Akçansa
CEMTS	Cemtaş
EGSER	Ege Seramik
EKGYO	Emlak Konutu
ERBOS	Erbosan
EREGL	Ereğli Demir Çelik
KUTPO	Kütahya Porselen
NUHCM	Nuh Çimento
PETUN	Pınar Et ve Un
PNSUT	Pınar Süt
SELEC	Selçuk Ecza
SODA	Soda Sanayi

1.2. İslami Finans Kavramı

İslami finans, her türlü finansal işlemin İslami kurallar dahilinde yürütülmesini gerektirmektedir (Tekbaş, 2013). İslam dininde faiz haram kabul edildiğinden modern finans anlayışına alternatif olarak değerlendirilen ve elli yıl öncesine kadar pek çok kişi için rüyadan ibaret olan İslami finans yakın dönemde global finans piyasasında ciddi ilerleme kaydetmiştir (Çürük, 2013).

İslam ekonomisi, üretim, tüketim ve dağıtım faaliyetlerinde uygulanabilecek politika ile bunları faaliyete geçirecek işletmelerin alt yapılarının nasıl olması gerektiğini ve teorik olarak disiplin haline getirilebilmesi için gerekli bilimsel ortamın oluşmasını hedefleyen bir modeldir (Çelik, 2016). Bu tanım ışığında İslami finans sistemi İslam ekonomisinin alt bileşeni olarak değerlendirilmektedir. İslami finans sisteminde anaparanın işletilerek getiri sağlaması esastır. Faiz, herhangi bir ekonomik hareket veya varlık transferi ile değil, borç verme eylemi nedeni ile ortaya çıktığı için yasaklanmaktadır (Alpaslan ve Kudun, 2016).

İslami finans sistemi, genel anlamda düşünüldüğünde İslam'ın ahlaki ilkelerine göre finansal faaliyetlerin gerçekleşmesi için kurgulanmış bir finansal yapı olarak görülebilir. Faiz, paranın el değiştirmesi sonucunda taraflar arasında gündeme gelen bir irattır (Çelik, 2016). İslami finans kurallarının en önemlisi faizin yasaklanmasıdır. Faizin yasaklanması, birincisi parasının asli değeri yoktur, alınıp satılamaz, ikincisi fon sağlayıcılar iş riskini paylaşmalıdır şeklinde iki prensibe dayanmaktadır.

İslami finans faiz yasağı dışında başka kurallara da sahiptir. Bunlar;

- Bütün finansal işlemler bir ekonomik harekete dayanmalıdır
- Finanse edilen hareketler İslami hukuka uygun olmalıdır
- Sözleşme yapılmalı ve iki taraf da ürün ile hizmet hakkında yeterli bilgiye sahip olmalıdır (Sezgin ve Şahin, 2016).

Faizsiz finans veya İslami Finans sisteminin getirdiği ürünlerin kullanımı 1975 yılına kadar gitmektedir. Geçmiş yıllarda sadece Orta Doğu ve Güneydoğu Asya ülkelerinde kullanılan sistem, günümüzde İngiltere ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerde de kullanılmaya başlanmıştır. Faizsiz finans kurumları, aktif dağıtımı, fon temini, ödeme işlemi ile döviz işlemi, risk yönetimi ve riskten korunma gibi çeşitli hizmetleri yerine getirmektedir. Son yıllarda, risk paylaşımı, kâr/zarar ortaklığı gibi klasik ürünlerin yanında, Sukuk (Tahvil), DJİM (Dow Jones Islamic Market) ve GIIS (Global Islamic Index Series) gibi finansal ürünlerin de geliştirildiği ve yaygın olarak kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Diğer taraftan, Malezya ve körfez ülkeleri öncülüğünde kurulan İslami refah fonlarının da İslami Finansın ilerlemesine büyük bir katkı sağlamaktadır (Yıldıran, 2011).

İslami finansın mevcut finansal sistem içerisine dahil edilmesinde, yeni dünya düzeninde yaşanan gelişmeler ve uluslararası finansal sistemin geleneksel yapısı da etkili olmuştur. Dolayısı ile İslami bankacılığın mevcut finans sistemine dahil edilmesi için Müslüman ülkelerde olduğu gibi Müslüman olmayan ülkelerde de alternatif finansman ve risk yönetimi yöntemleri geliştirilmeye çalışılmıştır (Tekbaş, 2013). Bunun yanında, İslami bankacılık uygulamalarında ciddi eleştirilen konular da bulunmaktadır. Araştırmalara göre İslami finans uygulamaları kapsamında dini olarak yasak olan uygulamalara düşük oranda yer verilirken, itilaflı konulara da daha az yer verilmektedir (Karahan ve Ersoy, 2016).

İslami finans uygulamasında eleştirilen konuların başında denetim konusu gelmektedir. Her ülkenin kendi yasal düzenlemesi ve bu sistemin kuruluşlarının kendi denetim organlarınca denetimlerinin tek taraflı yapılması, denetimin keyfiliğini ortaya koymaktadır. Bu durum da İslami finans uygulamasının İslami çerçevede gerçekleşip gerçekleşmediği şüphesini arttırmaktadır (Çelik, 2016).

1.2.1. İslami Finansın Ortaya Çıkış Sebepleri

İslami kurallar dahilinde yaşamını sürdüren Müslümanlar, kendilerini sıradan bir varlık olarak değil, her şeyi ile hesaba çekilecek bir misafir olarak görmekte ve yaşam standartlarını da buna göre belirlemektedir (Çelik, 2016). Yaşamını bu şekilde sürdüren bireylerin finansal faaliyetlerini de bu standartlara göre şekillendirmesi normaldir (Çürük, 2013: 7). Ancak, geleneksel olarak faaliyet gösteren bankalar, kontrolündeki parayı kullanarak faiz geliri elde etmektedir. Faiz ise İslam dini kurallarına göre haram olarak nitelendirilmektedir. Dolayısı ile İslami Finans sistemi faizi ve gelecekte belirsizlikler öngören anlaşmaları yasaklamaktadır (Kabir ve Mahlkrecht, 2011: 74).

Sonuç olarak, İslami finansın ortaya çıkış nedeni, finansal faaliyetlerin ve oluşumların İslam dininin prensiplerine uygun olarak gerçekleştirilebilmesine imkân veren bir sistem ihtiyacından kaynaklanmaktadır (Serpam, 2013: 3). Farklı bir ifade ile Müslümanları mevcut sistem dahilinde inançlarından taviz vermeden ekonomiye ayak uydurabilmeleri ancak İslami inançlara göre oluşturulan bir yapı ile mümkün olabileceğinden bu sistemin kurulması kaçınılmaz olmuştur. Literatür incelendiğinde,

İslami Finans Sisteminin kuruluş nedenleri Celebcioğlu (2017) tarafından şu şekilde özetlenmiştir;

1. İslami finans kurumları İslami prensiplere uygun bir yapıdadır. Kur-an'ın emrettiği şekilde helal ve haram ayrımına uygun şekilde faaliyet gösterirler.
2. Müşteri ile ilişkiler kar ya da zararı paylaşma esasına dayanmakta olup, müşteriler kurumun aynı zamanda bir ortağı olarak görülür.
3. Faizden para kazanma hırsının yerini, üretim ve emek almıştır.
4. Para bir mübadele aracı ve değer ölçüsü olarak kullanılır.
5. Bu kurumlar tarafından toplanan paranın tamamına yakını ekonomiye dahil edilir.
6. Faiz sabit olmayıp, kullanılan kaynaklardan elde edilen gelire göre değişkenlik gösterir.
7. Faizden etkilenen bir enstrüman kullanılmadığından faizde meydana gelecek dalgalanmalara duyarlı değildir. Bu nedenle kriz ve piyasa hareketlerinden daha az etkilenir.
8. Faizin haram olması nedeni ile yastık altında muhafaza edilen birikimlerin ekonomiye dahil edilmesine katkı sağlar.
9. Geleneksel bankaların yatırımcılara kullandırdıkları kredileri, yatırımcının gelir elde etmesi için yeterli süreyi tanımada geri talep etmeleri nedeni ile yatırımcı olumsuz etkilenmektedir. Bu durum özellikle katılım bankalarının ortaya çıkma sürecini hızlandıran bir etken olarak görülmektedir.
10. Müşteri ile ortaklık kurulması nedeni ile ülke ekonomisine olumlu katkı yapmakta ve devlet tarafından desteklenmektedir.
11. Kaynaklar doğrudan reel ekonominin finansmanında kullanıldığından krizlerin etkilerini hafifletme ve daha az etkilenme özelliğine sahiptir.

Son olarak, İslami Finansın ortaya çıkması ve gelişmesinde en önemli etkenlerden birisi de 1970'li yılların başında OPEC üyesi ülkelerin almış oldukları bir karar ile petrol fiyatlarını ve dolayısı ile yatırım amaçlı olarak kullanabilecekleri fon miktarını artırması olmuştur (Özsoy, 1987). Artan petrol fiyatları sayesinde elde edilen yüklü miktarda paralar batılı ülkelere transfer olmuş ve bu ülkelerin gelişimine katkı yapmamıştır. Bu nakit varlıkların batılı ülkelere transferine engel olmak isteyen İslam ülkeleri, kendi aralarında sermaye hareketlerini geliştirecek, para akışını

sağlayacak ve en önemlisi İslami kurallara uygun şekilde faaliyet gösterecek bir sistem arayışına girmişlerdir (Celebcioğlu, 2017).

1.2.2. İslami Finansın Tarihsel Gelişimi

İslami finansın fikir tohumları 19. Yüzyılın başlarında Pakistanlı bilim insanları tarafından atılmıştır (Çelik, 2016). Bu konuda bilinen ilk araştırma, bir ekonomist olan Muhammed Uzair tarafından yapılmıştır (Akın, 1986: 113). İlk olarak bankacılık sektörü ile başlayan İslami Finans uygulama ve araçları, daha sonra sigorta ve sermaye alanına da yayılarak çeşitlenmiş ve zenginleşmiştir (Çürük, 2013: 79).

İslami finans faaliyetleri, 1960'lı yıllarda bazı Arap ülkelerinde ortaya çıkmış olup, finansal faaliyetler için islam hukukuna uygun bir seçenek oluşturmuştur. Son yıllarda HSBC, Lloys TSB, Citibank, ANZ Bank, Barclays Capital, Credit Suisse gibi önemli finans kuruluşları tarafından da benimsenen İslami Finansal faaliyetlerin temeli 1960'lı yıllara dayanmaktadır. Bilinen ilk İslam Bankası, 1963 yılında Ahmad El-Naggar tarafından tekstil endüstrisini fonlamak için kurulan Mit Gamr'daki bankadır (Akın, 1986: 113). Ancak bu banka ve uygulamalarına karşı çıkanlar nedeni ile bankanın faaliyetleri 1977 yılında sonlandırılmıştır.

Diğer taraftan, 1975 yılında faaliyet göstermeye başlayan Dubai İslam Bankası gerek sanayi gerek tarım ve gerekse emlak sektörlerinden finansman tedarik etmesi nedeni ile İslami Bankacılık sisteminin ilk somut örneği olarak değerlendirilmektedir (Çelik, 2016). İslami bankacılık sisteminin dünya genelinde bilinir hale gelmesi ise İslam Kalkınma Bankası'nın kurulması ile gerçekleşmiştir. 1975 yılında Cidde'de kurulan İslam Kalkınma Bankası'nın amacı Müslüman ülkeler arasındaki ticareti hacmini artırmak, gelişmekte olan ülkelerin projelerine destek vermek, kamu yatırımları için fon sağlamak, eğitim ve araştırma faaliyetlerine destek olmaktır (Türker, 2010: 11).

Bu kurumun kuruluşundan önce, faizsiz uygulamaların organize şekilde sistemleştirilmesine zemin hazırlayan çalışmalar 1973 yılında Kahire'de toplanan ve Suudi Arabistan, Libya, Ürdün, Sudan, Fas, Yemen, İran, Afganistan, Pakistan,

Endenozya, Malezya, Türkiye, Mali temsilcilerinden oluşan komite tarafından yapılmıştır. Bu komite tarafından, İslam ekonomisinin oluşturulması, İslami ülkelerdeki kaynak fazlasının diğer İslam ülkelerinde kullanıma imkânı sağlaması amacı ile İslami Finansın temelleri atılmıştır (Darçın, 2007: 12-48). Takip eden yıllarda, Kuveyt'te Kuweyt Finance House, Mısır'da Faisal İslam Bankası, Sudan'da Faisal İslam Bankası, Bahreyn'de Bahreyn İslam Bankası ve nihayet Türkiye'de Al-Baraka Grubu kurulmuştur.

1983 yılında Bank İslam Malezya Bhd tarafından çıkarılan İslami hisse senetleri, İslami sermaye piyasalarına ilişkin ilk uygulama olarak görülmektedir (Çürük, 2013). İlk İslami hisse senedi yatırım fonu 1990'lı yılların başında Malezya'da oluşturulmuştur. 2000'li yıllara gelindiğinde Dow Jones, FTSE ve SveP gibi büyük borsalarda da İslami endeksler görülmeye başlanmıştır (Johnes vd., 2010: 2).

İlerleyen yıllarda, İslami Finans uygulamalarındaki başarı nedeni ile, geleneksel kurallara göre faaliyet gösteren batılı bankalar tarafından da İslami Finans uygulamalarına yer verilmeye başlanmıştır (Ece, 2011: 3). Batılı ülkelerde İslami kurallara göre faaliyet gösteren banka sayısı Tablo 1.2'de gösterilmiştir.

Tablo 1.2: Batı Ülkelerindeki ve Offshore Merkezlerdeki İslâmî Banka Sayıları

Ülke	**Sayı**
İngiltere	22
ABD	10
Avusturalya	4
İsviçre	4
Fransa	3
Kanada	1
Cayman Adaları	1
Almanya	1
İrlanda	1
Lüksemburg	1
Rusya	1

Kaynak: İslami Finans (Islamic Finance) 2013:4

İslami finans sektörü 2000 yılından beri istikrarlı bir şekilde büyüme göstermekte olup, günümüzde İslami varlıklar toplam finans varlıklarının %1'lik bir bölümünü oluşturmaktadır (Çürük, 2013).

1.2.3. Türkiye'de İslami Finans

İslami Finans'ın Türkiye'deki gelişimi de Dünya'daki gelişimine paralel bir seyir izlemiştir. İslami Finans konusunun uluslararası düzeyde görüşüldüğü ilk konferans olan 1. Uluslararası İslami İktisadi Konferansı 1976 yılında Mekke'de düzenlenmiştir. Konferansta farklı ülkelerden gelen bilim insanları birbirileri ile tartışma ve beyin fırtınası yapma imkânı bulmuştur. 1978 yılında Ankara'da kurulan İslam Ülkeleri İstatistik, Ekonomik ve Sosyal Araştırma ve Eğitim Merkezi (SESTRIC) bu konferansın bir sonucu olarak faaliyetlerine başlamıştır (Çürük, 2013).

Bu gelişmeler ile paralel olarak, tasarruflarını faizsiz şekilde değerlendirmek isteyen kişilere hizmet vermek amacı ile Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası (DESİYAB) kurulmuştur. 1976 yılında faaliyetlerine başlayan DESİYAB amacına uygun şekilde 200'den fazla şirkete hizmet vermiş ancak yetki alanının sınırlı olması nedeni ile kuruluş döneminde konulan hedeflere ulaşamamıştır. Nihayet 1983 yılında "İşçi Şirketleri ve Çok Ortaklı Şirketler Modeli başarısız olmuştur" gerekçesi ile faaliyetlerine son verilmiştir (Şahinkaya, 2002: 10).

Faizsiz bankacılık sisteminin kurulmasına yönelik ilk girişimin de başarısız olması nedeni ile, 1980'li yıllara kadar tarım, hayvancılık, ticaret vb. işlerle uğraşan kişiler servetlerini bankalarda değerlendirmek yerine evinde veya işyerinde saklamayı tercih etmişlerdir. Hatta bu durum halk arasında yastık altında tutmak olarak tabir edilmektedir. Nihayet, 16 Aralık 1983 tarihli ve 83/7506 sayılı kanun hükmünde kararname ile faizsiz bankaların "Özel Finans Kurumları" adı ile kurulmasına izin verilmiştir (Yayar ve Baykara, 2012). Bu tarihten sonra kurulan katılım bankaları 19 Aralık 1999 tarihine kadar bu kanuna tabi iken, anılan tarihten sonra 4491 sayılı kanun ile 4389 sayılı Bankalar Kanunu'na tabi hale gelmiştir. Son olarak, 1 Ocak 2006 tarihinde geçerli olmak üzere yasal hüviyetleri "Katılım Bankası" olarak

değiştirilmiştir (Günal, 2007: 149). Bu kanun ile katılım bankaları hem Türkiye'de hem de Dünya'da daha prestijli hale gelmiştir (Yayar ve Baykara, 2012).

Ülkemizde 1985 yılında kurulan Albaraka Türk Finans Kurumu A.Ş. ile Faisal Finans Kurumu AŞ, İslami Finans prensiplerine uygun kurulan ilk kurumlardır. Bunları 1989 yılında kurulan Kuveyt Türk Evkaf Finans Kurumu A.Ş., 1991 yılında kurulan Anadolu Finans Kurumu A.Ş., 1995 yılında kurulan İhlas Finans Kurumu AŞ ile 1996 yılında kurulan Asya Finans Kurumu A.Ş. izlemiştir. 2001 yılında Türkiye'de yaşanan kriz döneminde; İhlas Finans Kurumu A.Ş. iflas etmiş ve kurum kapatılmıştır. Yine 2001 yılında Ülker Grubunca devralınan Faisal Finans, Family Finans adını almış, bu banka 2005 yılında Anadolu Finans ile birleşerek Türkiye Finans Katılım Bankası kurulmuştur (Ustaoğlu, 2014: 38)

Yaşanan bu kriz ve sarsılan güven nedeni ile küçülen sektör, bu sorunların çözülebilmesi amacı ile kurulan Özel Finans Kurumları Birliği (Finans-Bir) (Özulucan ve Özdemir, 2010: 16) tarafından mevduat bankaları için halihazırda var olan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu benzeri bir yapının özel finans kurumları için de sağlanmasına yönelik bir talep Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK)'na bildirilmiştir. Yapılan başvuru neticesinde 18.9.2002 tarihli ve 24880 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan yönetmelik ile Özel Finans Kurumları Özel Cari ve Katılma Hesapları Güvence Fonu oluşturulmuştur (TMSF, t.y.).

İslami sermaye pazarı enstrümanlarının gelişimi ise Türkiye'de katılım bankalarının gelişimine nazaran oldukça yavaş bir seyir izlemiştir. Gelir endeksli senetler ve kira sertifikaları uygulanan enstrümanlardan oluşan katılım endeksi İMKB Ulusal Pazar'da işlem gören ve İslami Finans prensiplerine uygun hisse senetlerinin izlendiği bir endeks olarak 31 Aralık 2008 tarihinde kurulmuştur (Yıldız, 2015).

Diğer taraftan, diğer alanlara göre oldukça yavaş gelişen bir diğer sektör ise İslami sigortacılık faaliyetleridir. Türk Ticaret Kanunu'nun 14 Şubat 2011 tarihli ve 27846 sayılı yasasında tekafül kavramı "birden çok kişinin birleşerek, içlerinden herhangi birinin, belli bir rizikonun gerçekleşmesi durumunda doğacak zararlarını tazmin etmeyi borçlanmaları karşılıklı sigorta" şeklinde açıklanmıştır (Çürük, 2013). Günümüzde tekafül işlemleri kooperatif şirketler aracılığı ile gerçekleştirilebilmektedir.

Türkiye Katılım Bankaları Birliği tarafından hazırlanan rapora göre ülkemizde faaliyet gösteren katılım bankalarının konsolide olmayan toplam aktif büyüklüğü 2017 yılında bir önceki yıla göre %20,5 oranında artış göstererek 160.136 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde net dönem karı ise %43 oranında artış göstererek, 1.106 milyon TL'den 1.584 milyon TL'ye, özkaynak toplamı ise %18,7 oranında artarak 13.645 milyon TL'ye yükselmiştir (TKKB, 2017).

Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) veri tabanından alınan verilere göre 2019 yılı ilk döneminde aktif katılım bankalarının sahip oldukları aktif büyüklüklere ilişkin bilgiler Tablo 1.3'te sunulmuştur.

Tablo 1.3: 2019 Yılı İlk Altı Aylık Döneme İlişkin Veriler

	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş.	Türkiye Emlak Katılım Bankası A.Ş.	Türkiye Finans Katılım Bankası A.Ş.	Vakıf Katılım Bankası A.Ş.	Ziraat Katılım Bankası A.Ş.
Toplam Aktifler	44,593,923.00	83,569,920.00	1,412,915.00	51,218,267.00	23,416,142.00	24,957,680.00
Toplam Krediler	27,778,116.00	50,921,172.00	805,743.00	32,136,103.00	14,597,797.00	20,211,588.00
Toplam Toplanan Fonlar	30,627,739.00	63,511,618.00	163,259.00	32,117,232.00	17,381,888.00	16,046,711.00
Toplam Özkaynaklar	3,257,122.00	5,683,103.00	1,115,735.00	4,412,731.00	1,567,970.00	2,667,407.00
Ödenmiş Sermaye	900,000.00	3,497,322.00	750,000.00	2,600,000.00	1,020,000.00	1,750,000.00
Net Dönem Kar/Zararı	0,00	254,003.00	14,629.00	83,265.00	52,650.00	104,261.00
Bilanço Dışı Hesaplar	103,061,069.00	590,887,923.00	704	552,391,054.00	120,248,152.00	40,571,817.00
Şube Sayısı (Adet)	231,00	419,00	1,00	308,00	91,00	81,00
Personel Sayısı (Adet)	3,930.00	5,867.00	173	3,540.00	1,096.00	1,090.00

Kaynak: www.tkbb.org (Erişim Tarihi: 10/05/2019)

1.2.4. İslami Finansman Yöntemleri

İslami finansın yöntemlerini sıralamadan önce bunun finansal bir faaliyet değil, ticari bir faaliyet olduğunu vurgulamakta yarar vardır. Bu bağlamda, İslami finans kurumları tarafından geliştirilen yöntem ve araçlar iki gruba ayrılmaktadır. Bunlardan ilki, ortaklık yolu ile doğrudan finansman sağlama yöntemleri olan müşareke ve müdarebe olup, ikincisi kiralama veya satış sözleşmesi yolu ile dolaylı finansman sağlama yöntemleri olan icare, murabaha ve selem'dir. Bu yöntemlerin ortak noktası ise yatırımcıların fonun nerede kullanılacağı konusunda bilgilendirilmesi ve bazı durumlarda ticari faaliyetin içerisinde doğrudan bulunmasıdır (Tekbaş, 2013: 4).

1.2.4.1. Mudaraba

Sermaye ile iş arasındaki kar ortaklığını ifade etmektedir. Bu kar ortaklığı yatırımcı ile banka arasında olabileceği gibi fon sağlayıcılar arasında da olabilir. İslami finans usullerine göre faaliyet gösteren kurum yatırımcının veya fon sağlayıcının fonlarını kabul eder ve kar-zarar iki taraf arasında paylaşılır (Döndüren, 2008).

1.2.4.2. Murabaha

Üzerinde anlaşılan belli bir kar veya kar oranı karşılığında malların satılmasını ifade eder. Murabaha satışı iki şekilde olur. İlkinde ürün banka tarafından satın alınır ve müşteri talebi bilinmeden satışa hazır hale getirilir. İkincisinde ise müşteriler tarafından talep edilen ürünler satın alınır ve aynı müşteriye satılır. Farklı bir ifade ile banka tarafından satın alma işlemi ancak müşteri satın alma sözü verdiğinde gerçekleştirilir.

1.2.4.3.Muşaraka

İslami finans kurumu ile yatırımcı arasındaki ortaklığı ifade eder. Mevcut bir proje veya yeni bir proje kapsamında karşılıklı mutabakata varılan oranlarda ortaklık söz konusudur. Ve her ortak payı derecesinde projenin sahibi konumundadır. Kar ve zarar ortaklık payları oranında dağıtılır (Netzer, 2004: 20).

1.2.4.4.Sukuk

Maddi varlık kullanım hakkı veya hizmet ve projelerin varlıklarını ifade eden sertifikalardır. Bu bağlamda, sukuk gayrimenkul varlık ve gayrimenkul geliştirme projelerine bağlı olarak tamamlayıcı bir rol oynamaktadır (Çanakçı, 2014).

1.2.4.5.Takaful

Kısa ifade ile eş garanti düzenlemesi olarak bilinen Takafül uygulamaları geleneksel sigortacılıktan farklı olarak ortak-karşılıklı garantiyi temsil etmektedir. Genel takafül, aile takafülü ve tekrar takafülü olmak üzere üç türü bulunmaktadır. Genel tekafül, yangın veya iş kazası gibi genel risklere karşı koruma sağlarken, aile tekafülü sağlık, kaza sigortası gibi hayat sigortası niteliğindeki risklere karşı koruma sağlamaktadır (Çürük, 2013). Tekrar takafülü ise geçmişte sigorta edilen bir riskin kısmen veya tamamen yeniden sigorta edilmesidir (Altaş, 2008: 23)

1.2.5. İslami Finansın İlkeleri

İslami finansın en temel özelliği, sosyal, politik ve kültürel anlamda olduğu gibi ekonomik anlamda da insan yararını gözeten, haksız ve doğru olmayan uygulamaları ortadan kaldırmayı amaçlayan bir sistem olmasıdır (Miller vd., 2008). İslami Finansın temel prensipleri Karahan ve Ersoy (2016) tarafından faizin yasak olması, risk, kar ve zarar paylaşımı ve belirsizliğin yasak oluşu olmak üzere üç başlık altında özetlenmiştir.

1.2.5.1.Faizin Yasak Olması

Faiz, borç verilen miktarın belli bir süre sonunda belirli bir fazlalık ile geri alınması veya vadeli bir alacağın vadesinde ödenmemesi durumunda ek vade karşılığında alınan fazlalık anlamında kullanılmaktadır (Yozgat, 2010). Dolayısı ile bu anlamda faizin yasak olması islam hukukunun asli kaynaklarından olan ayet ve hadisler ile belirlenmiştir (Karahan ve Ersoy, 2016).

1.2.5.2.Risk, Kar ve Zarar Paylaşımı

Faizin olmadığı finansın temelinde ise ortaklık kavramı yer almaktadır. İslam hukuku paranın faiz ile değil, emekle ve ticaretle kar ve zarar ortaklığı sureti ile

kazanılmasını esas almaktadır (Khan, 2013). Bu bağlamda, yatırımcı girişimciye ortak olmakta, zarar etme riskini de paylaşmaktadır. Dolayısı ile yatırımcı ve faizsiz finans kurumu hem kar hem zarar durumunda ortak olup, riski de paylaşmaktadır. Farklı bir ifade ile sosyal adalet kavramı, her iki tarafın hem riski hem de kar ve zararı dengeli ve adil bir şekilde paylaşmasını ve ortaklar arasında haksız kazanca neden olabilecek eylemlerden kaçınılmasını, böylece hem emeğin hem de sermayenin yatırıma yönelmesini gerekli kılmaktadır (Tunç, 2010).

1.2.5.3.Belirsizliğin Yasak Oluşu

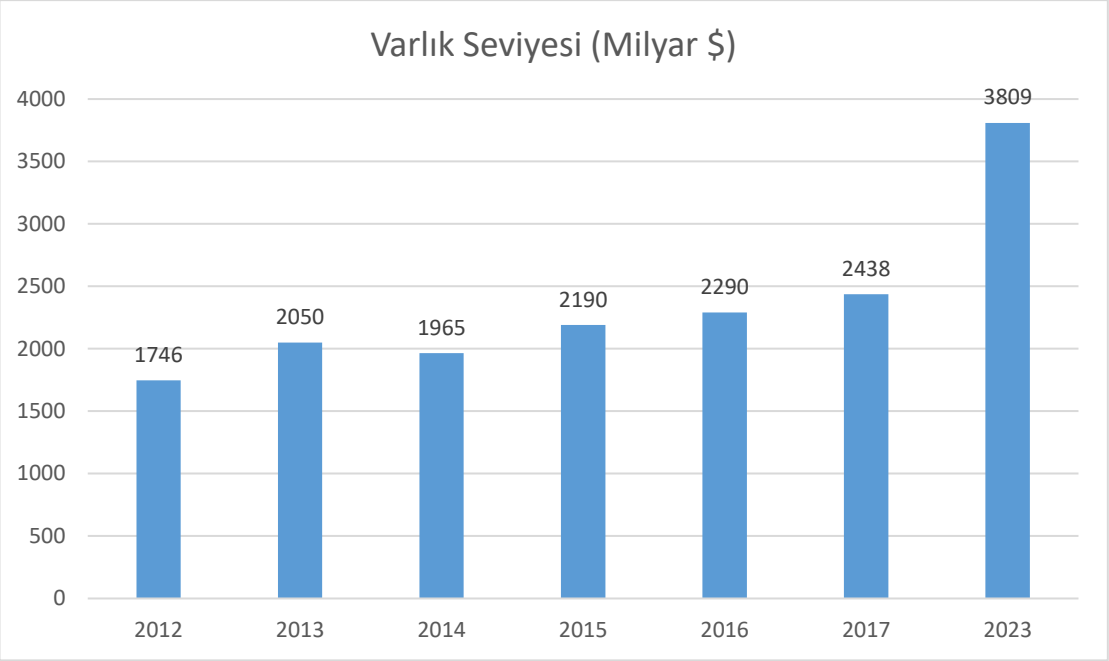
İslami finansın temel konularından birisi de Garar'dır. Garar kelime olarak, tehlike, risk anlamlarında kullanılmaktadır. Finansal bir terim olarak ise, borca neden olan konunun belirsiz olması, akıbetinin belli olmaması veya haksız kazanca yol açabilecek şekilde net olmaması manasına gelmektedir (Yozgat, 2010). İslami finans Garar'ı yasaklamakta, taraflar arasında ortaklık edilen ürün veya hizmetin net ve açık şekilde ifade edilmesini gerekli kılmaktadır.

Dolayısı ile Garar yasağı, alım satımın belirsizliğin ortadan kaldıracak şekilde şeffaf hale getirilmesini hem alıcı hem de satıcının maruz kalabileceği risklerin ortadan kaldırılmasını ve mağduriyet veya haksız kazancın önlenmesini hedeflemektedir. Modern finansın üzerinde durduğu önemli hususlardan birisi olan asimetrik bilginin ortadan kaldırılması (Çürük, 2013) veya tüketicilerin korunmasına yönelik olarak alınan önlemlerin temelinde de garar'ın yasak oluşu olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır (Karahan ve Ersoy, 2016).

1.2.6. İslami Finansın Geleceği

Son yıllarda önemli bir gelişme ve büyüme kaydeden İslami finans, küresel ölçekte geleneksel bankacılıktan daha hızlı büyümektedir. Öyle ki, 2017 yılı itibari ile Dünya'da İslami finansman varlıklarının seviyesi 2,5 milyar Dolara yaklaşmış olup, 2023 yılı itibari ile 3,5 milyar Doları aşması beklenmektedir (The City UK, 2019). Bunun en önemli nedenlerinden birisi de İslami Finansın sağladığı istikrardır. İslami finans borç enstrümanlarına daha az dayandığından risk paylaşımı için öz sermaye kullanılmakta ve uzun dönem borç sözleşmeleri ile kısa dönem mevduat talepleri arasındaki uyumsuzluk kısıtlanmaktadır.

Şekil 1.2: Küresel İslami Finans Varlık Seviyesi



Kaynak: The City UK (2019)

Diğer taraftan, finansal işlemler ve reel sektör faaliyetleri arasında kurulan doğrudan bağ, beklenmeyen durumlarda İslami finans enstrümanlarına esneklik sağlamaktadır (Yardımcıoğlu, 2013: 141). İlave olarak, aşırı riski yasaklayan yapısı nedeni ile karmaşık menkul kıymetleştirmenin önüne geçmekte ve eşitlikçi bir yapı sunmaktadır (Chapra, 2008: 16).

Bu bağlamda, 2000'li yılların başından beri önemli derecede büyüme ve gelişme kaydeden İslami Finansın ve beraberinde getirdiği enstrümanların daha da gelişeceği değerlendirilmektedir. Ancak bu durum, İslami Finansın geleneksel finans enstrümanlarını taklit etmekten kaçınmasına bağlı olduğu gibi, araştırma ve inovasyon alanında ihtiyaç duyulan yatırımlara cevap verebilecek nitelikte enstrümanlar geliştirilmesini de zorunlu kılmaktadır (Mohieldin, 2012: 138). Aynı zamanda İslami finans sağladığı uzun vadeli fonlar ile sürdürülebilir kalkınmaya destek sağladığı gibi, küçük ve orta ölçekte faaliyet gösterene işletmeler için de fon sağlama araç ve yöntemlerini geliştirmelidir (Yardımcıoğlu, 2013).

Son olarak, İslami finans bugüne kadar genel itibari ile arz ile ilgili faktörler tarafından şekillendirilmiştir. Farklı sektör ve farklı boyuttaki girişimlerin İslami

Finans ürünlerine olan talepleri arttıkça bu ürünlerde gelişecek ve zenginleşecektir. Bu taleplerin teoride var olan ancak pratikte çok fazla karşılık bulamamış olan mudaraba ve muşaraka gibi ürünlerin de gelişmesini ve yaygınlaşmasını sağlayacaktır (Yardımcıoğlu, 2013: 144). Günümüzde olduğu gibi, gelecekte de risk paylaşım prensibine dayanan İslami Finansın gerek ulusal gerekse küresel ölçekte finansal istikrara katkı sağlayacağı savunulmaktadır (Mohieldin, 2012: 139).

1.2.7. İslami Finans İçin Risk Faktörleri

İslami Finans her ne kadar Müslümanlar tarafından tercih edilen bir sistem olsa da sistemin konvansiyonel finans karşısındaki bazı eksiklikleri gelişimi için risk oluşturmaktadır. Bu risk faktörleri Sümer ve Onan (2016) tarafından şu şekilde ifade edilmiştir;

1. Katılım bankaları, yatırımcılara faiz taahhüdünde bulunmadığından, yatırımcılar açısından bir gelir belirsizliği mevcuttur.

2. Nakdi fonlamalar taksitlendirme yöntemi kullanılarak yapılmakta olup, bu taksitin içinde hem anapara hem de kar bulunmaktadır. Krediden elde edilen kar ise uzun vadede tahsil edilmekte, bu karın belli bir kısmı ise yatırımcılara dağıtılmaktadır. Bu durum, katılım bankaları tarafından dağıtılan kar paylarının konvansiyonel bankalara nazaran daha düşük olmasına neden olmaktadır. Diğer taraftan, kâr payı oranlarının artırılması durumunda katılım bankaları kullandırdıkları kredileri daha uzun vadede tahsil ettiğinden oran değişimini konvansiyonel bankalara göre daha uzun sürede yansıtabilmektedir.

3. Katılım bankaları tarafından yapılan taksitlendirme tarihlerinde esneme yapılmamaktadır. Bu durum, alacaklarını gününde tahsil edemeyen firmalar için bir tehdit oluşturmaktadır.

4. Katılım bankaları tarafından sadece faturalandırılabilen mal ve hizmet alımları fonlanmaktadır. Bu durum, genellikle gayri resmi satışlar üzerinde gerçekleştirilen mal ve hizmet alımları için nakdi fonlama yapılamamasına neden olmaktadır.

5. Son olarak, katılım bankalarında fatura karşılığında yapılan fonlama işlemlerinin süresi konvansiyonel bankalara nazaran daha uzun sürmektedir.

1.3. Risk Kavramı

Türk Dil Kurumu Güncel Türkçe Sözlükte "zarara uğrama tehlikesi, riziko" şeklinde tanımlanan risk kavramı, gelecekte beklenmeyen olayların vuku bulma olasılığı olarak da ifade edilmektedir (Anbar ve Eker, 2009). Kelime, Fransızca kökenli olup bazı eski Türkçe kaynaklarda "riziko" kavramı kullanılırken günümüzde "risk" kavramı daha fazla tercih edilir ve kullanılır hale gelmiştir (Ekici, 2017).

Her yatırımcı, belli bir süre sonunda yatırımından bir getiri beklemektedir. Ancak bu getiri beklenenin üzerinde olabileceği gibi altında da gerçekleşebilmektedir. Risk genel olarak beklenenden farklı bir sonuca ulaşma olarak ifade edilebilmektedir (Çıtak, 1999: 11). Risk aynı zamanda beklenmeyen sonuçlarla karşılaşma olasılığı olarak da tanımlanabilir.

Bazı kaynaklarda risk kavramı hakkında farklı ve çok sayıda tanım mevcuttur. Bunların başlıcaları şunlardır;

- Tehlikenin olasılığı, kayıpların beklenen değeri
- Kayıp veya hasar olasılığının ortaya çıkması
- Tehlikenin dönüş periyodu
- Ekonomik ya da finansal kayıp, fiziksel zarar veya gecikme olasılığı veya devam eden bir çalışmadaki belirsizlik
- Bir yapının ya da bileşenlerinin olumsuz işletilmesi veya işlerin ters gitmesi sonucu meydana gelen hasar (Yenigün, 2001).

En basit anlamıyla yatırılan paranın kaybedilme tehlikesi olan ve gelecekte meydana gelebilecek olaylara dair belirsizliği ifade eden (Adakale, 2009) risk, finans alanında; işletmenin finansal anlamda planlanan veya beklenen herhangi bir durumun meydana gelmesinde ortaya çıkan sapma ihtimalini ifade etmektedir (Emhan, 2009). Farklı bir

ifade ile yapılan yatırımdan elde edilecek getirinin tahmin edilememesi durumudur (Poyraz, 2012).

Risk derecesi gerçekleşecek çıktıya ilişkin olarak yapılan tahmin ile ters orantılıdır. Yani riskin sıfır olması geleceğin kesin ve net olarak tahmin edilebilmesi durumudur. Gelecek ile ilgili yeterli bilgiye sahip olunması durumunda gelecek daha iyi tahmin edilebileceğinden risk düşük olacaktır. Riskin düşük olmaması geleceğin doğru tahmin edilemediği manasına gelir (Emhan, 2009). Geleceğin bugünden bilinememesi gelecek dönemde beklenilen kazançların belirsizlik altında olmasına yol açar. Bu durumda alınan kararlar ile yapılan yatırımların getireceği kazançların tahmin edilemediği belirsizlik durumu da riski ortaya çıkarmaktadır (Beytaş, 2008).

Risk, beklentilerin dışında gerçekleşen ve olumlu veya olumsuz bir sonuç doğuran olay olarak ifade edilmektedir. Finansal risk kavramı ise yapılan yatırımın yatırımcı için negatif veya pozitif sonuçlar doğurma olasılığını veya bir mali sorumluluğun yerine getirilme ihtimalini etkileyen faktör veya faktörler olarak bilinmektedir (Ceylan vd., 2014. Örneğin, mevduat faizi yatırımı yapıldığında yatırımcının beklenen getirisi değişmeyeceğinden herhangi bir risk bulunmamaktadır. Ancak, hisse senedi getirileri değişkenlik gösterdiği için belli oranda risk içermektedir (Kaderli vd., 2013).

1.3.1. Risk Bileşenleri

Finansal piyasalar açısından risk ve belirsizlik kavramı genellikle karıştırılan iki kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, bu iki kavram birbirinden farklı durumları ifade eder. Bu bağlamda belirsizlikten farklı olarak risk kavramı, belirsizliğin ölçülebilen kısmını ifade etmektedir. Farklı bir ifade ile geleceğe ilişkin olasılık tahmini sübjektif yapıldığında belirsizlik, objektif yapıldığında ise riskten söz ediliyor demektir (Usta ve Demireli, 2012). Örneğin, bir hisse senedinin uzun vadede alacağı değer, o hissenin geçmiş fiyatlarının analiz edilmesi ile tahmin edilmiş ise riskten bahsediliyor demektir. Diğer taraftan, hisse senedinin geçmiş fiyatları ile ilgili bilgiler göz ardı edilerek ve birtakım varsayımlara göre tahmin yapılıyor ise belirsizlikten söz edilir. Riskin ölçülebilir olması nedeni ile finansal piyasalar açısından yatırımcıları korkutan şey risk değil belirsizliktir. Çünkü,

belirsizliğin aksine, ölçülebilen bir metrik olarak risk yönetilebilmektedir (Akkaya vd., 2012).

Yatırımcının aldığı yatırım kararlarında şirketlerin maruz kaldıkları riskleri dikkate alması portföy yönetimi olarak ifade edilmektedir. Yatırım analizi; ortaya çıkış nedenine ve etkilere bağlı olarak farklı nitelikteki risk çeşitleri ile farklı risk grupları üzerine yoğunlaşmaktadır. Portföy kavramında menkul kıymetin riski sistematik risklerin ve sistematik olmayan risklerin toplamından oluşmaktadır (Karadeniz vd., 2015).

Bu bağlamda bir yatırımcının karşısında duran toplam risk belirsizliğe bağlı olarak iki bileşenden oluşmakta olup bunlar sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak adlandırılmaktadır (Usta ve Demireli, 2010).

Sistematik risk, sistemden kaynaklanan (Demirtaş ve Güngör, 2004) ve işletme yönetiminin etki edemeyeceği riskleri ifade etmektedir. Sistematik olmayan risk ise faaliyette bulunulan endüstriye özgün faktörlerden kaynaklanır (Özbilgin, 2012). Dolayısı ile sistematik riskler işletme tarafından kontrol edilemezken, sistematik olmayan risk yapılan değişimler, yönlendirmeler ve iyi bir risk yönetimi ile azaltılabilir veya tamamen ortadan kaldırılabilir (Uğurlu vd., 2015).

William Sharpe geliştirdiği endeks modelinde riski aşağıdaki şekilde formüle etmiştir (Dalgıç, 2011).

$$\sigma_i{}^2 = \beta_i{}^2 \sigma_m{}^2 + \sigma_e{}^2 \qquad (1.2)$$

Toplam Risk = Sistematik Risk + Sistematik Olmayan Risk

$\sigma_i{}^2$: yatırım yapılan portföyün toplam riski

$\sigma_m{}^2$: sistematik risk

$\beta_i{}^2$: menkul kıymetin sistematik riske karşı olan duyarlılığı

$\sigma_e{}^2$: yatırım yapılan portföyün sistematik olmayan riski

1.3.1.1.Sistematik Risk

Bütün işletmeleri farklı şiddette etkileyen genel ekonomik, politik, sosyal durum ve benzeri çevresel faktörlerden kaynaklanan riskler, sistematik risk olarak anılmaktadır (Eser, 2010). Bu riskler, pek çok menkul kıymet çeşidini aynı anda etkileyen (Kaderli vd., 2013), finansal araçların dışında meydana gelen risktir. Örneğin bir borsada işlem gören bütün hisseler, ülkenin ekonomik, sosyal ve politik koşullarından eş zamanlı olarak aynı şekilde etkileneceklerdir (Dalgıç, 2011).

Yatırımcılar, ekonomik etkiler sonucunda veya portföylerindeki kıymetle veya verdikleri borçlar değer değişimine uğradığında bu riskle karşılaşmaktadırlar (Şimşek, 2007). Yatırımcılarım portföylerindeki menkul kıymetleri çeşitlendirmesi, yani elindeki kıymetleri artırması veya azaltması riski yok etmeyecektir (Kaderli vd., 2013).

Çeşitlendirme yapılarak azaltılamayan sistematik risk kaynakları yatırımcının göz önünde bulundurması gereken faktörlerdir. Sistematik risk kaynakları Piyasa Riski, Politik Risk, Enflasyon Riski, Faiz Oranı Riski ve Kur Riski olarak sıralanmaktadır.

1.3.1.1.1. Piyasa Riski

Piyasa riski, spekülatif veya psikolojik faktörlerden oluşan, ancak yatırımcının kontrolü dışında olan risk türüdür. Farklı bir ifade ile, piyasadaki dalgalanmalar sonucu meydana gelen getiri farkları piyasa riski olarak ifade edilir (Usta ve Demireli, 2010). Örneğin, petrol fiyatlarının artması, yaşanan siyasi ve askeri gerilimler, politik istikrarsızlık hisse senetlerinin tamamını farklı oranlarda da olsa aynı yönde etkilemektedir. (Beytaş, 2008).

Piyasa riski etkisinin en fazla hissedildiği yatırım araçları hisse senetleridir (Usta ve Demireli, 2010). Çünkü, tahvil vb. borçlanma senetlerinin gerçek değerlerinin tahmini hisse senetlerinin değerlerine göre daha hassas yapılabilmektedir. Bu özelliği nedeni ile tahvilin piyasa değeri hisse senedinin piyasa değerine göre daha düşük dalgalanmaya maruz kalmaktadır (Dalgıç, 2011).

Piyasa riskine karşı korunma yollarından birisi de alınması planlanan menkul kıymetin piyasada meydana gelen değişimlere verdiği tepkinin, farklı bir ifade ile

hassasiyetinin hesaplanmasıdır (Usta ve Demireli, 2010). Örneğin, 22 Kasım 1963'te Amerika Birleşik Devletleri Başkanı John F. Kennedy'nin öldürülmesi nedeni ile NYSE' deki menkul kıymet fiyatlarında hızlı bir düşüş gerçekleşmiş ve bunun sonucunda borsa bir süreliğine kapatılmıştır. Piyasa fiyatlarının normal değerlerine geri dönmesi ise ancak piyasa şartlarının normale dönmesi ve sistematik riskin ortadan kalkması ile gerçekleşmiştir. Bu örnekten de anlaşılacağı üzere piyasa riski, hisse senedi fiyatlarını pozitif veya negatif olarak etkileme gücüne sahiptir (Dalgıç, 2011).

Kalitesi yüksek olan veya nispeten daha istikrarlı yatırım araçları, alt yapısı zayıf olan pazarlara nazaran piyasa riskine karşı daha dayanıklıdır (Usta ve Demireli, 2010). Diğer taraftan, aktif pazarlarda, aktif olmayan pazarlara kıyasla daha düşük bir piyasa riski söz konusudur (Dalgıç, 2011).

1.3.1.1.2. Politik Risk

Politik risk yatırım yapılan ülkenin politik durumunun ölçümünü sağlayan bir risk türüdür. Politik risk kavramının içine hükümet istikrarı, sosyoekonomik durum, yatırım profili, iç ve dış karışıklık, yolsuzluklar, askeri kanadın siyasete müdahalesi, dini ve etnik gerginlikler, hukukun üstünlüğü, demokratik hesap verebilirlik, bürokrasinin kalitesi gibi değişkenler dahil olmaktadır (Kaya vd., 2014).

Yatırımcıların davranışları üzerinde etkili olan bir diğer konu da Dünyada meydana gelen siyasi ve ekonomik krizler, savaşlar veya gerilimlerdir (Korkmaz vd., 2013). Beklenmedik anlarda gelişen bu tip olaylar genellikle yatırımcıların bir anda paniğe kapılmasına neden olduğundan, geçici bir süre için finansal varlıkların piyasa fiyatlarında sert düşmelere neden olur.

Politik riskin diğer boyutu ise uluslararası ticaret hacmi ile ilişkilidir. Bu riskin unsurlarını son dönemde oldukça popüler olan koruma girişimleri, kotalar, döviz kuru dalgalanmaları veya yabancı sermaye yatırımları oluşturmaktadır.

Son olarak, politik risk, politik koşullardaki değişmelerin menkul kıymetlerin değerlerinde oluşabilecek dalgalanmaları ifade etmek amacı ile kullanılan bir risk türüdür. Politik risk milli ve küresel ölçekte yaşanan siyasi gelişmelerin bir

yansıması olarak ortaya çıktığından, genellikle piyasa riskinin içerisinde incelenir (Dalgıç, 2011).

1.3.1.1.3. Enflasyon Riski

Enflasyon, fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artış şeklinde tanımlanırken, enflasyon riski fiyatlarda meydana gelen yükselişler nedeniyle satın alma gücündeki potansiyel kayıplar şeklinde ifade edilmektedir (Taçali, 2008). Bu risk, ülkemizin de içinde bulunduğu yüksek enflasyona sahip ülkeler grubunda daha fazla ön plana çıkmaktadır (Usta ve Demireli, 2010). Enflasyon riski literatürde Satın Alma Gücü Riski şeklinde de ifade edilmektedir. Fiyatlarda meydana gelen önemli derecede ve sürekli artış, yerel para biriminin satın alma gücünü azalttığından, menkul kıymet yatırımlarının verimliliği de olumsuz yönde etkilenmektedir (Demireli, 2007). Farklı bir ifade ile, satın alma gücü riski, fiyatlardaki artış oranının, varlık getiri oranından daha yüksek olmasının getirdiği risktir.

Bu bağlamda, menkul kıymetlere yapılan yatırımlar için nominal ve reel olmak üzere iki tür kazanç için iki farklı hesaplama yapıldığını belirtmekte yarar vardır (Dalgıç, 2011). Nominal kazanç hesaplamasında, paranın satın alma gücündeki değişim hesaba katılmaz. Dolayısı ile enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde nominal kazanç yatırımcı için anlamlı bir değer ifade etmemektedir. Bu nedenle, paranın satın alma gücündeki değişimin de hesaba katıldığı reel kazancın hesaplanması gerekir (Korkmaz vd., 2013).

1.3.1.1.4. Faiz Oranı Riski

Faiz oranlarının değişmesi nedeni ile meydana gelen risktir. Faiz oranı riski iki şekilde ele alınmaktadır. Bir yanda faiz oranı değişimleri varlığın fiyatını etkilerken, diğer yanda yatırımcı için bir fırsat maliyeti yaratmaktadır. Dolayısı ile faiz oranlarındaki artış menkul kıymetin fiyatının düşmesi anlamına gelmektedir. Bu durum yatırımcı için bir zararın söz konusu olduğunu göstermektedir. Sabit getirili varlıkların vadesi, faiz oranlarının değişmesi ile fiyat üzerinde de önemli bir etki yaratır (Bakkal, 2011). Çünkü piyasadaki faiz oranlarındaki değişmeler fiyatları ters yönde etkilemektedir (Candemir, 2011). Buna göre, faiz oranlarındaki yükselişler

fiyatlarda düşüşe, faiz oranlarındaki düşüşler ise menkul kıymetlerin fiyatlarında artışa sebep olmaktadır (Korkmaz vd., 2013).

Bu kapsamda, yatırım değerleri ile faiz oranı arasında yakın bir ilişkiden söz edilebilmektedir. Faiz oranlarında meydana gelen değişimler, belirli bir faiz getirisine sahip varlıkların fiyatlarında, bunun bir sonucu olarak da verimliliklerinde önemli değişimlere neden olmaktadır. Bu bağlamda faiz oranı riski, sabit faizle borçlanma imkânı veren varlıklar için esas olan risk türlerinden biridir. Sabit varlıklara yatırım yapan bir yatırımcı, faiz oranlarının yükselmesi durumunda daha düşük getiri elde edeceğinden zarar görecektir. Sonuç olarak, faiz oranı riskinin faiz oranlarının düşük olduğu zamanda düşük, yüksek olduğu zamanlarda ise yüksek olacağı dikkate alınmalıdır (Taçali, 2008).

Tahvil gibi sabit yatırım araçları piyasa faizinin yükselmesinden dolayı kaybedilmiş birer fırsattır. Tahvil gibi sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcı, piyasa faiz oranının yükselmesi durumunda bundan zarar görür (Korkmaz vd., 2013). Hisse senetleri ise faiz oranından yüksek kazanç sağlama olasılığı olduğu için daha riskli sayılabilir.

Piyasa faiz oranının değişmesi hisse senetlerinin getiri oranlarının değişmesine sebep olacağından, hisse senetlerini de etkilemektedir. Çünkü artan piyasa faiz oranı, hisse senedinin mevcut değerini de azaltmaktadır. Bu durum, diğer sabit getirili varlıklar için olduğu gibi, hisse senedi getirileri için de ters orantılı bir ilişki için olduğu söylenebilir. Fakat hisse senetlerinde, hazine bonosu veya devlet tahvili gibi sabit getirili varlıklar gibi önceden belli bir kazanç söz konusu değildir. Bu durum yatırımcıların tercihlerinde bir karşılaştırma yapmaları gerekliliğini doğurmaktadır. Bu karşılaştırma ve karar süreçlerinde önemli rol oynayan faktörlerden birisi de piyasa faiz oranlarıdır (Bakkal, 2011).

1.3.1.1.5. Kur Riski

Bazı kaynaklarda döviz riski şeklinde de ifade edilmektedir. Kur riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarda paraların değerinin değişmesi durumunda ortaya çıkan (Korkmaz vd., 2013) ve döviz değerinde meydana gelen değişimler nedeni ile ortaya çıkan bir risktir.

Döviz kurunda meydana gelen değişimler, ülke ekonomisinin ödemeler dengesinde meydana gelen dengesizlikten doğan enflasyondan kaynaklanmaktadır. Herhangi bir yatırımcı, en azından enflasyon oranında bir artış beklemektedir. Bunun nedeni, yatırım olarak değerlendirdiği tasarrufun satın alma gücünü korumaktır. Örneğin, bankaların yabancı para cinsinden pozisyonu açık pozisyondur. O bankanın belirli bir para cinsinden yabancı para yükümlülükleri varlıklarını aşmaktadır. Bu durumda bahse konu yabancı para değer kazandığı takdirde, açık pozisyon nedeni ile bir zarar durumu söz konusu olacaktır. Diğer taraftan, yabancı paranın değer kaybetmesi ile banka için kazanç getiren bir risk olarak karşımıza çıkmaktadır (Demireli, 2007).

1.3.1.2.Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan riskler, tüm piyasayı değil sadece bir işletmeyi etkileyen ve o işletmeye özgü faktörlere bağlı olan risklerden oluşmaktadır. Dolayısı ile, firmanın faaliyet, yönetim, finansal yapı ve bulunduğu sektörün risklerinden meydana gelir (Eser, 2010). Bu duruma örnek olarak, yapılan bir grev nedeni ile firmanın kazancında meydana gelen düşüş verilebilir. Çünkü sektörde faaliyet gösteren diğer firmalar aynı problem ile karşı karşıya olmadıklarından düşüş yaşamayacak, aksine grev nedeni ile iş akışı duran firmanın müşterilerinin de geçici bir süreliğine de olsa söz konusu firmayı tercih etmeleri nedeni ile bir artış bile yaşayabileceklerdir.

Sistematik olmayan risklerin işletmenin kazancında meydana getirdiği değişiklikler endüstri, piyasa ve genel itibariyle ekonomiyi etkileyen faktörlerden bağımsızdır (Akkaya vd., 2012). Bu nedenle, bu risk çeşitlendirme yapılarak minimize edilebilmektedir (Eser, 2010). Sistematik riskin aksine sistematik olmayan riskin kontrol edilmesi mümkündür. Bu kontrol sistematik olmayan riskin kaynaklarında yapılan değişmelerle ve yönlendirmelerle mümkündür (Demirtaş ve Güngör, 2004). Finansal Risk, Endüstri Riski ve Yönetim Riski başlıca sistematik olmayan risklerdir.

1.3.1.2.1. Finansal Risk

Finansal risk kavramı, “şimdiki ve gelecekteki bir zaman aralığında çevredeki değişimlerin bir sonucu olarak portföylerdeki olası değişimlerin ölçümü” şeklinde ifade edilmektedir. Farklı bir tanımlamada ise, “fiyatların dalgalanması karşısında işletmelerin ya da bireylerin aktif veya pasif değerlerinin değişmesi şeklinde ifade

edilmektedir (Demir ve Önem, 2012). Buradaki risk, firmanın faaliyetlerini öz kaynaklarla veya yabancı kaynaklarla finanse etmesine bağlı olarak ortaya çıkar (Korkmaz vd., 2013) ve işletmenin borç ödeme yeterliğinin azalış meydan getirmektedir.

Bu bağlamda finansal riskler, işletmenin finansal pozisyonu ve tercihleri sonucunda ortaya çıkan riskleri ifade etmektedir (Güneş, 2009). Daha açık bir ifade ile, menkul kıymetlerine yatırım yapılan işletmelerde; işletme borçlarının artması, satışlarında meydana gelen düşüşler, kullandığı ham madde fiyatlarındaki artışlar, isçi grevleri, yapılan üretimin demode olması, rekabetteki artışlar, çalışma sermayesi yetersizliği, yönetim hataları gibi faktörler finansal riskin artmasına neden olur. Diğer taraftan, yatırım yapılan işletmenin teknolojisini yenilemesi, işletmenin mono polistik patentlere sahip olması, tüketicilerin işletmenin ürettiği mal ve hizmetleri tercih etmeleri, işletmenin hammadde kaynakları nedeni ile karşı karşıya olduğu riskleri azaltıcı önlemler alması, öz kaynaklarını artırması, ihracat potansiyelinin artış eğiliminde olması gibi faktörler de yatırımcıların, finansal riskini azaltan faktörler olarak ön plana çıkmaktadır (Taçali, 2008).

Bütün bu faktörlere dikkate alınarak, farklı alanlarda faaliyet gösteren firmaların menkul kıymetlerinden oluşan iyi bir sepet portföyle finansal risk azaltılabilir veya ortadan kaldırılabilir. Diğer taraftan, her ne kadar hem devlet hem kamu kurumlarında var olsa da devlet güvencesi bulunduğundan, kamu kuruluşlarında finansal risk olasılığının daha düşük olduğu söylenebilir. Finansal risk, borçlanma yerine tümüyle öz kaynak ile finansmanı tercih eden kuruluşların ihraç ettiği kıymetlere yatırım yapılması ile de yok edilebilir (Korkmaz vd., 2013).

1.3.1.2.2. Endüstri Riski

Endüstri riski, işletmenin faaliyet gösterdiği sektör ve işletmenin o sektördeki konumundan kaynaklanan risk türüdür. İşletmenin endüstri içinde lider veya tekel konumunda olması ile sektörde tam rekabet şartlarının bulunması, endüstrideki para ve mal akışı, yatırım kararlarını etkileyen önemli faktörlerden biridir. İş riskinin bağlı olduğu değişkenler arasında talep değişkenliği, satış fiyatı değişkenliği, girdi fiyatları değişkenliği, çıktı fiyatları değişkenliği ve faaliyet kaldıracı gibi faktörler önemli risk faktörleri olarak ön plana çıkmaktadır (Uğurlu vd., 2016).

Bu bağlamda, negatif değişimlere açık olan bir işletmede, verim değişkenliği ve dolayısıyla risk de yüksektir. Örneğin; un, kömür, demir gibi temel ürünler kapsamında faaliyet gösteren şirketlerin karşı karşıya olduğu riskler diğer sektörlerde faaliyet gösteren işletmelere göre daha düşüktür. Bunun sebebi, bu tür temel ürünlere karşı olan talebin daha az değişkenlik göstermesidir. Diğer taraftan, bir işletmenin kullandığı ham madde dışa bağımlı ise, bu işletmenin karşı karşıya olduğu risk, yerli hammadde kullanan bir iş kolunda faaliyet gösteren işletmelere nazaran daha yüksektir (Taçali, 2008).

1.3.1.2.3. Yönetim Riski

Son olarak, yönetim riski, işletme yönetiminde alınan yanlış kararlar sonucu ortaya çıkan bir risk türüdür. Yönetim riski faktörü, yatırımcıların üzerinde en fazla durdukları unsurlardan birisi olarak ön plana çıkmaktadır. Çünkü işletme yönetiminin alacağı kararlar işletmeyi doğrudan etkilemektedir (Usta ve Demireli, 2010).

Bu nedenledir ki, yatırımcılar yatırım yaptıkları veya yapmayı planladıkları işletmelerin yönetim anlayışını ve kadro değişikliklerini yakından takip etmek durumundadır (Kurt, 2008). Güven vermeyen bir yönetim kadrosu veya sektöre hâkim olmayan bir genel müdür atanması yatırımcılar açısından risk doğuran bir faktör olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle, hisse senedine yatırım yapmayı planlayan kişi veya kurumlar işletmelerin yönetici kadrosu hakkında bilgi sahibi olmayı ve onlara güvenmeyi isterler (Uğurlu vd., 2015). Yönetim riski düşük olan şirketlerin portföye dahil edilmesi sistematik olmayan riskleri, dolayısıyla toplam riski de azaltacaktır.

1.4. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli

William F. Sharpe tarafından geliştirilen sermaye varlıkları fiyatlama modeli (CAPM), literatürde finansal varlık fiyatlama modeli olarak da anılmaktadır. Model menkul kıymetlerin beklenen getirisi ile risk derecesi arasındaki ilişkiyi ortaya

çıkarmak amacı ile kullanılmaktadır (Hatipoğlu, 2011). Model ilerleyen yıllarda Lintner (1965) ve Mossin (1966) tarafından geliştirilmiştir.

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli, yatırım yapılması planlanan varlığını mevcut riskine uygun bir getirisi olup olmayacağını araştıran bir modeldir. Farklı bir ifade ile, bir hisse senedinin yatırımcısına sağlayacağı getiri oranı belirlemek amacı ile piyasanın risksiz faiz oranına risk priminin eklenmesi ile elde edilebileceği varsayımı üzerine kurulmuştur. Bu bağlamda model şu şekilde ifade edilmektedir (Lintner, 1965; Mossin, 1966).

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im} (E(R_m) - R_f \qquad (1.3)$$

$$\beta_{im} = \frac{Cov(R_f, R_m)}{Var(R_m)} \qquad (1.4)$$

R_m=Pazarın Getirisi

R_f=Risksiz finansal varlık getirisi

β_{im}=Piyasa Riski

$Cov(R_f, R_m)$=Pazar portföyüne ait günlük getiri ile "f" finansal varlığın günlük getirisi arasındaki covaryans

$Var(R_m)$=Pazar portföyünün varyansı

Beta katsayısı, Pazar getirisinde meydana gelen bir birimlik değişikliğin, herhangi bir finansal varlık üzerinde oluşturacağı değişimin bir ifadesidir. Farklı bir ifade ile, bir varlığın getirisinin Pazar getirisine olan duyarlılığını gösterir (Kaya ve Kocadağlı, 2012). Beta katsayısı, hisse senedinin getirisi ile, hissenin kote olduğu borsa endeksinin getirisi arasındaki regresyon analizi sonucu bulunur (Damodaran, 2001: 196-197). Katsayı finansal açıdan şu şekilde yorumlanmaktadır (Kaderli ve Akça, 2009: 65).

- Herhangi bir finansal varlığın beta değeri 1'den büyük ise, bu varlık yüksek sistematik riske sahiptir. Hisse senedinin kote olduğu borsa endeksindeki her %1'lik değişim finansal varlığın değerinde %1'den daha yüksek bir değişime neden olur.
- Eğer beta değeri 1'de küçük ise, bu finansal varlık düşük sistematik riske sahiptir. Kote olduğu borsa endeksinde meydana gelen her %1'lik değişim bu varlığın getirisinde %1'den daha düşük bir değişim meydana getirir.

1.4.1. Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modelinin Varsayımları

Akademik çalışmalarda sıklıkla eleştirilen sermaye varlıkları fiyatlama modeli (Karan, 2004), aşağıdaki varsayımlara dayanmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2007: 644-645; Kulalı, 2016).

- Yatırımcılar piyasa fiyatlarını kişisel çabalar ile değiştiremeyecek kadar fazla sayıda ve iyi çeşitlendirilmiş portföylere sahiptir.
- Yatırımcılar rasyonel davranır, farklı bir ifade ile veri risk düzeyinden daha yüksek getiriyi veya veri getiri düzeyinde daha az riski tercih ederler.
- Piyasadaki bütün varlıklar pazarlanabilir ve bölünebilir. Dolayısı ile yatırımcılar bu varlıklardan diledikleri kadar alım ve satım yapabilirler.
- Yatırımcılar piyasanın risksiz faiz oranından borç alıp verebilirler.
- Açığa satış yapılması serbesttir. Komisyon ücretleri, vergi masrafları ve enflasyon etkisi dikkate alınmamıştır.
- Yatırımcılar arasında bilgiye ulaşma ile ilgili bir farklılık bulunmamaktadır.

Basit olması nedeni ile çok sık kullanılan modelin en önemli varsayımının risksiz varlığın olması gösterilmektedir. Burada risksiz varlık olarak ifade edilen yatırım aracı, sağlayacağı getirinin gerçekleşmeme olasılığı sıfır olan, yani belirsizliği olmayan yatırım araçlarını ifade etmektedir. Bu bağlamda, belirsizliği olmayan yatırım araçları risksiz faiz oranı olarak da anılmaktadır (Moustafa, 2007).

1.4.2. İslami Finansal Varlık Fiyatlama Modeli

Finansal varlık fiyatlama modelinde en temel varsayım piyasada risksiz finansal varlıkların mevcudiyetidir. Devlet tahvilleri ya da hazine bonoları risksiz varlık

olarak kabul edilen yatırım araçlarıdır. Ancak, bu varlıkların sağlayacağı getiri, İslami Finansın uygulamaları ile çelişki göstermektedir. Çünkü, islami finansa göre faiz net bir şekilde yasaktır ve sabit getirili veya risk içermeyen bir varlık yoktur.

Bu durum, islami finansal varlıkların fiyatlanması için risksiz faiz oranı yerine farklı bir değişken kullanılması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır. Bu gereklilik sonucu, İslami Finansal varlık fiyatlama modelinde, risksiz faiz oranını ifade eden R_f yerine, enflasyon, zekât veya nominal gayri safi yurtiçi hasıla kullanılmaktadır.

Ashker (1987) tarafından geliştirilen ve R_f yerine zekât (Z) konularak geçerliliği kanıtlanan İslami Finansal Varlık Fiyatlama Modeli aşağıda verilmiştir.

$$E(R_i) = Z + \beta (R_m - Z) \qquad (1.5)$$

Shaikh (2010) tarafından önerilen ve zekât yerine Nominal Gayri Safi Yurtiçi Hasıla kullanılan model aşağıda verilmiştir.

$$E(R_i) = NGSY\dot{I}H + \beta (R_m - NGSY\dot{I}H) \qquad (1.6)$$

Son olarak, Hanif (2011) tarafından, Finansal Varlık Fiyatlama Modelinde yer alan R_f, enflasyon ile yer değiştirilmiş ve bireyin sahip olduğu varlığın satın alma gücünün korunmasını devlet sorumluluğu olarak kabul etmiştir. Yazara göre model aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir.

$$E(R_i) = I + \beta (R_m - I) \qquad (1.7)$$

1.4.3. İslami Finansal Varlık Fiyatlama Modeli Kullanılarak Yapılan Çalışmalar

Gerek ulusal gerekse uluslararası literatürde İslami finansal varlık fiyatlama modeli kullanılarak yapılan birçok çalışma bulunmakta olup, çalışma sonuçları modelin farklı ülke borsaları için geçerli olduğunu doğrulamaktadır. Örneğin, Alekberov

(2001) tarafından 1995-1999 yılları arasında ana metal sanayi sektöründe faaliyet gösteren 10 farklı hisse üzerinde yapılan çalışma sonucunda modelin geçerli olduğu saptanmıştır.

Endonezya piyasasında yer alan JII endeksi firmalarının İslami Finansal Varlık Fiyatlama modeline uygunluğunu enflasyon oranı kullanarak araştıran, Febrianto ve Rachman (2016) modelin Endonezya Borsası için geçerli olduğunu ve finansal varlık fiyatlama modelinde risksiz faiz oranı yerine enflasyon oranının kullanılabilirliğini kanıtlamıştır.

Derbali vd. (2017) tarafından Malezya borsasında İslami kurallara göre faaliyet gösteren 10 farklı hissenin 2003-2015 yılları arası verileri kullanılarak model test edilmiştir. Modelde risksiz faiz oranı yerine Sukuk kar oranları ve hazine bonoları kullanılmış olup, İslami Finansal Varlık Fiyatlama Modelinin eksikliklerine yönelik önemli katkılar yapılmıştır.

Son olarak, Quthbi (2017) tarafından 2013-2016 yılları arası veriler kullanılarak yapılan çalışma kapsamında, Endonezya borsası JII endeksinde faaliyet gösteren 13 firmanın verileri kullanılarak İslami finansal varlık fiyatlama modelinin geçerliliği test edilmiştir. Araştırma sonuçları modelin, 9 firma için geçerli ancak 4 firma için geçersiz olduğunu göstermektedir.

İslami finansal varlık fiyatlama modelinin İMKB için geçerliliğini test etmek üzere yapılan çalışmalarda da benzer sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Örneğin, Kale (1997) tarafından İMKB'de işlem gören 96 hisse senedinin 1991-1996 yılları arasındaki 71 aylık verileri kullanılarak yapılan çalışma sonucunda, hisse senetlerinin sistematik riskleri ile beklenen getirileri arasında pozitif yönlü güçlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmış olup, modelin İMKB için geçerliliği kanıtlanmıştır.

Yalçıner (2006) tarafından, 2000 ile 2014 yılı arası veriler kullanılarak finansal varlık fiyatlama modelinin BİST'te test edilmiş olup, analiz sonucunda varlık riski ile getirisi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, ancak bu ilişkin doğrusal olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yine araştırma sonuçlarına sistematik olmayan riskin getiri üzerinde bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Yalçın ve Erşahin (2010) tarafından 1997 ve 2008 yılları arası 3 aylık veriler kullanılarak yapılan araştırma sonuçlarına göre koşullu sermaye varlık fiyatlama modeli ile statik sermaye varlık fiyatlama modeli arasında önemli bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kısmet (2009) tarafından İMKB'de işlem görmekte olan toplam 16 hisse senedi ile bu senetlerin dahil olduğu endekslerin finansal varlık fiyatlama modeline göre analiz yapılmıştır. Analiz sonucunda, araştırmaya dahil edilen hisse senetlerinin çoğu ile Pazar portföyü arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmış olup, bazı istisnai sektör ve bazı şirketler hariç olmak üzere Pazar portföyü olarak İMKB 100 endeksinin kullanılabileceği değerlendirmesi yapılmıştır.

Benzer şekilde, Korkmaz vd. (2010) tarafından yapılan çalışmada, İMKB 100 endeksinde işlem gören hisse senetleri için geçerli olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırma sonuçları, finansal varlık fiyatlama modelinin İMKB 100 için geçerli olduğunu göstermektedir.

Bilgin ve Bastı (2011) tarafından yapılan ve 2006-2010 yılları arası aylık BİST verilerini kapsayan çalışma sonucunda, getiri ile risk arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Araştırma kapsamında ilave olarak, statik sermaye varlıkları fiyatlama modelinin BİST için geçerli olmadığı saptanmıştır.

Ege vd. (2011) tarafından yapılan çalışma kapsamında İMKB'de işlem gören 11 bankaya ait 2006-2010 yılları arası verileri kullanılarak yapılan çalışma sonucunda hisse senetleri ile Pazar riski arasında güçlü bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bilgin ve Bastı (2014) tarafından 2003-2011 yılları arası için İMKB'de finansal varlık fiyatlama modeli test edilmiştir. Modelin koşullu ve koşulsuz sürümleri dört alt dönem için ayrı ayrı test edilmiş olup, analiz sonucunda koşulsuz finansal varlık fiyatlama modelinin reddedildiği, ancak koşullu finansal varlık fiyatlama modelinin ise bazı alt dönemler için kabul edildiği sonucuna ulaşılmıştır.

Son olarak, Çömlekçi ve Sondemir (2018) tarafından yapılan çalışma kapsamında, Katılım 30 endeksinde yer alan 27 şirketin 2011-2016 yılları arasındaki verileri

kullanılmış ve enflasyon oranının kullanıldığı İslami finansal varlık fiyatlama modelinin geçerliliği test edilmiştir. Analiz sonuçları, İslami finansal varlık fiyatlama modeli ile finansal varlık fiyatlama modelinin katılım endeksi için uygulanabilir olduğunu ancak ilgili dönem için geçerli olmadığını göstermektedir.

BÖLÜM 2

YÖNTEM

2.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu tez çalışmasının amacı Borsa İstanbul Katılım Model Portföy Endeksi firmalarının finansal risklerinin hesaplanmasıdır. Bu kapsamda, Katılım Endeksine dahil olan 13 firmanın hisse senedi fiyatı verileri kullanılarak sermaye varlıkları fiyatlama modeli ile risk analizi yapılmıştır.

Olası risklerin hesaplanabilmesi ve ortaya çıkmadan önlenebilmesi veya azaltılabilmesi amacı ile geliştirilen risk yönetimi, finans sektöründe son derece önemli bir unsur haline gelmiştir. Yatırımcılar açısından karşılaşılan veya karşılaşılması muhtemel risklerin tanımlanması ve ölçülmesi, çıkan sonuçlar çerçevesinde de yönetilmesi her sektör için bir gerekliliktir (Mandacı, 2003: 67).

Bu bağlamda, seviyesi tüm dünyada giderek artmakta olan İslami Finansal Varlıkların risklerinin hesaplanması da giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Ülkemizde İslami Finans ilkelerine uygun olarak faaliyet göstermekte olan ve Katılım Endeksine dahil firmalar için risk hesaplama modellerinin geçerliliğinin test edilmesinin yatırımcı ve fon yöneticileri için önemli fayda sağlayacağı değerlendirilmektedir.

2.2. Araştırma Verileri

Çalışmanın örneklemini, İslami kurallara göre faaliyet gösteren halka açık 13 şirketin dahil olduğu endeksi firmaları oluşturmaktadır. Araştırma kapsamında kullanılacak veriler Yahoo Finance sitesinden alınmış olup, Katılım Endeksi'nin hesaplanmaya başlandığı 2015-2016 ve 2016-2017 dönemi ile sınırlandırılmıştır (Yahoo Finans, 2019). Analizlerde ilgili dönem içerisindeki günlük frekanstaki veriler kullanılacaktır. Karşılaştırma ölçütü olarak BİST 100 endeksi alınmıştır.

2.3. Verilerin Değerlendirilmesi

Analiz kapsamında kullanılan günlük hisse senedi verileri ile üç aşamalı bir analiz yöntemi izlenmiştir. Analizin birinci aşamasında hisse senetlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler hesaplanmış ve yorumlanmıştır. İkinci aşamada ise, katılım endeksi ile araştırmaya dahil edilen 13 hisse senedinin aralarındaki korelasyon hesaplanmıştır. Üçüncü ve son aşamada ise regresyon analizi kullanılarak araştırmaya dahil edilen hisse senetlerinin riskleri hesaplanmıştır.

2.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmanın incelemesinde Katılım Endeksi'nin hesaplanmaya başladığı 2015-2016 / 2016-2017 dönemleri belirlenmiş ve tanımlayıcı istatistik (Ortalama, Standart Sapma, Basıklık, Çarpıklık, En Küçük Gözlem ve En Büyük Gözlem) hesaplamaları yapılmıştır. Tanımlayıcı istatistiklerden basıklık değeri hisse senedi veya endeksin piyasada meydana gelen dalgalanmalar hakkında bilgi vermektedir. Basıklık değeri normal dağılım gösteren verilerde "3" olarak çıkmaktadır. Bu değerden daha yüksek olması piyasa dalgalanmalarının fazla olması nedeni ile hisse senedi verilerinin ortalama değerden sapmalar göstermesinden kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan, normal dağılım gösteren veriler için "0" değeri alan çarpıklık katsayısı, negatif çıkması durumunda dağılımın sağa çarpık, pozitif çıkması durumunda ise sola çarpık olduğunu göstermektedir. Son olarak, en küçük ve en büyük değerleri hisse senetlerinin analiz tabi tutulan dönemde almış olduğu en düşük ve en yüksek değerleri, ortalama ilgili dönemde hisse senedinin değerinin ortalamasını, standart sapma ise ortalamadan sapma durumunu göstermektedir.

2.3.2. Korelasyon Analizi

Korelasyon katsayısı değeri "-1" ile "1" arasında değişen bir değerdir. Bu değerin -1'e yakın olması iki veri seti arasında negatif bir korelasyon olduğunu, farklı bir ifade ile birisi artarken diğerinin azaldığını göstermektedir. Korelasyon değerinin +1'e yakın olması ise her iki veri seti arasında pozitif yönlü güçlü bir korelasyona işaret eder, farklı bir ifade ile bir hisse senedinin değeri artarken diğer hisse senedinin değeri de buna bağlı olarak artmaktadır. Bu çalışma kapsamında analize tabi tutulan 13 hisse senedinin katılım endeksi ile aralarındaki korelasyon

katsayılarına bakılarak hisse senetlerinin hangi ölçüde endekse bağlı olarak hareket ettiğine ilişkin bir yorum yapılabilecektir.

2.3.3. Regresyon Analizi

Bir hisse senedinin riskini belirlemek amacı ile beta katsayılarının hesaplanması gerekir. Sistematik riskin bir ölçütü olan bu değer iki şekilde hesaplanabilmektedir. İlki, bir hisse senedinin getirisi ile piyasa getirisi arasındaki kovaryansın piyasa getirisinin varyansına bölünmesi şeklindedir (Abay, 2013).

$$\beta_M = \frac{Cov\,(R_i\,,\ R_m)}{{\sigma_m}^2} \qquad (2.1)$$

İkinci yöntemde ise hisse senedi getirisi ile Pazar endeksi getirileri arasında regresyon analiz yapılmaktadır (Doğukanlı vd., 2003: 7). Yapılan regresyon analizi sonucunda beta katsayısına ilave olarak, firmanın maruz kaldığı piyasa riskini ifade eden R^2 değeri ile firmanın kendi riskini gösteren 1-R^2 değerine de ulaşılmaktadır.

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i \qquad (2.2)$$

R_i = i'inci hisse senedinin getirisi

α_i = i'inci hisse senedinin pazarda bağımsız getirisi

β_i = i'inci hisse senedinin Pazar endeksine olan duyarlılığı

R_m = Pazar endeksi getirisi

e_i = Rastgele hata terimi

Hesaplanan beta katsayıları, hisse senedi getirilerinin piyasaya göre nasıl bir farklılık göstereceğini açıklamak için kullanılır. Beta katsayısının "1"e yakın olması hissenin endeks ile birlikte hareket ettiğini, 1'den büyük olması hisse senedinin endekse göre daha fazla dalgalandığını, 1'den küçük olması ise endekse göre daha az dalgalandığını göstermektedir. Diğer taraftan, beta katsayısının negatif çıkması, hissenin endeks ile birlikte hareket etmediğini göstermektedir (Doğukanlı vd., 2003).

Bu araştırma kapsamında yapılan regresyon analizinde, katılım endeksine dahil olan 13 hisse senedinin beta katsayıları regresyon analizi ile tahmin edilmiştir. Regresyon analizinde Katılım Endeksi bağımsız değişken, hisse senetleri ise bağımlı değişken olarak kabul edilmiştir.

2.4. Araştırmanın Sınırlılıkları

Araştırma BİST Katılım Endeksi dahilinde faaliyet gösteren toplam 13 şirketin 2015-2016 ve 2016-2017 yılları arası günlük verileri ile sınırlıdır. Seçilen ülke Türkiye olduğundan, araştırma sonuçları Türkiye ve Türkiye'de faaliyet gösteren katılım endeksi firmaları ile sınırlıdır.

BÖLÜM 3

BULGULAR

Çalışmada kullanılan Katılım Endeksi ve BİST 100 Endeksi için incelenen döneme ait analizler sırasıyla gösterilmiştir.

3.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışma kapsamında BİST 100 Endeksi ile Katılım Endeksindeki 13 firmanın 2015-2016/2016-2017 dönemlerini kapsayan performansları, tanımlayıcı istatistikler kullanılarak karşılaştırılmıştır. Bu kapsamda Ortalama, Standart Sapma, Basıklık, Çarpıklık, En Küçük ve En Büyük hesaplamaları yapılmış olup, hesaplama sonuçları Tablo 3.1'de gösterilmiştir.

Tablo 3.1: Katılım Endeksi'nde Yer Alan 13 Firmanın Tanımlayıcı İstatistikleri

Hisse	Tarih	Beta	Ortalama	Standart Sapma	Basıklık	Çarpıklık
Akçansa	2016-2017	0,70	-0,03%	1,28%	9,49	-1,17
	2015-2016	0,69	-0,05%	1,75%	1,47	0,13
Albaraka Türk	2016-2017	0,92	0,01%	1,56%	10,29	-1,47
	2015-2016	0,67	0,01%	1,48%	3,18	0,49
Çemtaş	2016-2017	0,93	0,31%	2,70%	2,16	0,01
	2015-2016	0,56	0,04%	2,07%	21,64	2,33
Ege Seramik	2016-2017	1,07	0,01%	2,30%	4,04	-0,59
	2015-2016	0,97	0,09%	2,17%	7,42	0,65
Emlak Konut	2016-2017	1,14	0,00%	1,76%	15,14	-1,99
	2015-2016	1,19	0,06%	2,07%	9,03	1,27
Erbosan	2016-2017	1,08	0,33%	3,02%	7,37	1,62
	2015-2016	0,74	0,01%	1,90%	1,78	-0,05
Ereğli Demir Çelik	2016-2017	1,01	0,24%	1,98%	1,39	0,02
	2015-2016	0,90	0,07%	2,11%	0,11	0,09
Kütahya Porselen	2016-2017	1,10	0,08%	2,97%	8,89	0,05
	2015-2016	0,71	0,21%	2,46%	12,43	1,95
Nuh Çimento	2016-2017	0,39	0,02%	1,01%	9,84	-0,94
	2015-2016	0,44	0,00%	1,32%	5,95	0,08
Pınar Et ve Un	2016-2017	0,37	0,01%	0,79%	4,65	-0,65
	2015-2016	0,35	0,05%	1,24%	2,36	0,56
Pınar Süt	2016-2017	0,52	0,00%	1,07%	13,69	-1,48
	2015-2016	0,46	-0,12%	1,60%	7,10	0,38
Selçuk Ecza	2016-2017	0,69	0,14%	1,75%	1,75	-0,43
	2015-2016	0,43	0,09%	1,60%	4,84	0,72
Soda Sanayi	2016-2017	0,63	0,22%	1,52%	2,84	-0,38
	2015-2016	0,66	0,07%	1,83%	0,90	0,17

Beta katsayısı, Pazar portföyünün getiri oranlarında meydana gelen değişmelere bağlı olarak hisse senedi getirilerinde meydana gelen değişimler arasındaki ilişkiyi

ifade eder ve bir hisse senedinin ya da daha geniş bir deyişle bir menkul kıymetin sistematik riskinin ölçüsüdür. Rakam olarak ise piyasanın beta katsayısı her zaman 1 olarak ifade edilir ve hisse senetlerinin beta katsayıları bu rakamla olan ilişkisine göre yorumlanır. Hisse senetlerinin beta katsayıları piyasanın beta katsayısından düşük, eşit veya yüksek olabilir ve beta katsayıları sayesinde yatırımcılar hisse senedi performanslarını değerlendirebilirler.

Bu bağlamda, beta katsayısının yüksek olması firmaların daha fazla riske sahip olduklarını göstermektedir. Tablo 4 incelendiğinde Akçansa, Albaraka Türk, Çemtaş, Nuh Çimento, Pınar Et ve Un, Pınar Süt, Selçuk Ecza ve Soda Sanayii firmalarının beta katsayılarının her iki dönem için, Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik ve Kütahya Porselen firmalarının beta katsayısı ise 2015-2016 döneminde 1'den küçük olduğu görüldü. Beta katsayısının 1'den küçük olması, menkul kıymetin fiyatının piyasadan daha az yükseleceğini ya da düşeceğini gösterir. Yani; hissenin hareketi endeksten daha yavaştır. Beta katsayısı 1'den küçük olduğu için sistematik risk oranı da düşüktür.

Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik ve Kütahya Porselen firmalarının beta katsayısı 2016-2017 döneminde, Emlak Konut firmasının beta katsayısı ise her iki dönemde de 1'den büyüktür. Beta katsayısının 1'den büyük olması menkul kıymetin fiyatının piyasadan daha fazla artacağını veya azalacağını gösterir. Yani; sistematik risk oranı yüksektir. Beta katsayısı 1'den yüksek olan menkul kıymetlerin içerdiği risk oranı beta katsayısı 1'den düşük olan menkul kıymetlere nazaran daha yüksektir. Bundan dolayı herhangi bir portföyün beta katsayısı 1'den yüksek olan hisse senetlerinden oluşması, o portföyün riskini de artırmaktadır.

Diğer taraftan, standart sapma oranı ise riski belirtmekte olup, ne kadar düşük ise o kadar iyidir. Tablo 3'te gösterilen tanımlayıcı istatistiklere göre, Akçansa, Emlak Konut, Ereğli Demir Çelik, Nuh Çimento, Pınar Et ve Un, Pınar Süt ile Soda Sanayii firmalarında risk düzeyinin azaldığı, Albaraka Türk, Çemtaş, Ege seramik, Erbosan, Kütahya Porselen ve Selçuk Ecza firmalarında ise risk düzeyinin arttığı görülmektedir. Bu tabloda en riskli 2016-2017 döneminde Erbosan, 2015-2016 döneminde ise Kütahya Porselen firmasıdır.

Normal dağılımda simetrikliğin bozulma derecesini, borsanın kazandırdığı günün kaybettiği güne oranını gösteren Çarpıklık değerleri göz önünde bulundurularak bir değerlendirme yapıldığında ise Akçansa, Albaraka Türk, Ege Seramik, Emlak Konut, Nuh Çimento, Pınar Et ve Un, Pınar Süt, Selçuk Ecza ve Soda Sanayii firmaları 2016-2017 döneminde, Erbosan firması ise 2015-2016 döneminde sola çarpıktır. Yani ortalama getirinin sağındaki günlük getiriler solundakilere göre daha fazladır.

Son olarak, dağılımın normal dağılımdan daha basık veya sivri olması durumunu ifade eden Basıklık değerleri dikkate alınarak bir değerlendirme yapıldığında, incelenen tüm firmalardan Akçansa, Erbosan ile Pınar Et ve Un firmaları 2016-2017 döneminde normal dağılımına göre daha sivri, 2015-2016 döneminde ise normal dağılımına göre daha basıktır. Çemtaş ve Selçuk Ecza firmaları ise 2016-2017 döneminde normal dağılımına göre basık, 2015-2016 döneminde ise normal dağılımına göre sivridir. Albaraka Türk, Ege Seramik, Emlak Konut, Kütahya Porselen, Nuh Çimento ve Pınar Süt firmaları her iki dönemde normal dağılımına göre sivri, Ereğli Demir Çelik ile Soda Sanayii firmaları ise her iki dönemde de normal dağılıma göre basık dağılım göstermektedir. Normal dağılıma göre daha sivri olan hisseler, basık olan hisselere göre daha fazla fiyat dalgalanmalarına maruz kalmaktadır.

3.2. Korelasyon Analizi Sonuçları

Katılım endeksi ile analize dahil edilen 13 hisse senedi arasındaki korelasyon katsayıları Tablo 3.2'de verilmiştir. Analiz sonuçlarına bakıldığında, araştırma kapsamında analizi yapılan 13 hisse senedinden 10 tanesi ile katılım endeksi arasında istatistiksel açıdan anlamlı seviyede pozitif bir korelasyon olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, Albaraka ve Pınar Süt hisseleri ile katılım endeksi arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir korelasyon bulunmamaktadır. Son olarak Akçansa ile katılım endeksi arası korelasyon ise istatistiksel açıdan anlamlı olup, negatif yönlüdür. Negatif yönlü korelasyon Akçansa hissesinin katılım endeksine paralel hareket etmediğini endeks yükselirken düşüş, endeks düşerken ise yükseliş gösterdiğini ifade etmektedir.

Tablo 5'te verilen matriste korelasyon katsayılarına bakıldığında ERBOS, EREGL, SODA, CEMTS VE SELEC hisselerinin gerek katılım endeksi ile gerekse birbirleri

ile aralarındaki korelasyon katsayılarının oldukça yüksek olduğu (1'e yakın) görülmektedir. Bu kapsamda, Katılım Endeksi ile EREGL arasında yüksek seviyede (r=0,899), ERBOS ile çok yüksek seviyede (r=0,912), SODA ile yüksek seviyede (r=0,877), CEMTS ile yüksek seviyede (r=0,842) ve son olarak SELEC ile yüksek seviyede (r=0,877) korelasyon olduğu görülmektedir.

Diğer taraftan, EGSER, KUTPO ve PETUN hisse senetleri ile katılım endeksi arasında pozitif yönlü ve istatistiksel açıdan anlamlı ancak nispi olarak zayıf bir korelasyon bulunduğu saptanmıştır. Katılım endeksi ile EGSER arasında zayıf (r=0,256), KUTPO ile arasında zayıf (r= 0,404) ve son olarak PETUN ile arasında zayıf (r=0,452) bir korelasyon olduğu görüldü.

Tablo 3.2: Korelasyon Analizi Sonuçları

		KATLM	ALBRK	AKCNS	SODA	SELEC	PNSUT	PETUN	NUHCM	KUTPO	EREGL	ERBOS	EKGYO	EGSER
ALBRK	Pearson K.	.042												
	p-değeri	.353												
AKCNS	Pearson K.	-.249**	.599**											
	p-değeri	.000	.000											
SODA	Pearson K.	.877**	-.317**	-.526**										
	p-değeri	.000	.000	.000										
SELEC	Pearson K.	.832**	-.362**	-.640**	.946**									
	p-değeri	.000	.000	.000	.000									
PNSUT	Pearson K.	-.070	.093*	.669**	-.238**	-.316**								
	p-değeri	.120	.040	.000	.000	.000								
PETUN	Pearson K.	.452**	.216**	-.205**	.426**	.443**	-.338**							
	p-değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000							
NUHCM	Pearson K.	.662**	-.247**	-.379**	.791**	.729**	-.312**	.505**						
	p-değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000						
KUTPO	Pearson K.	.404**	-.522**	-.738**	.642**	.733**	-.521**	.309**	.663**					
	p-değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000					

Tablo 3.2 (Devamı): Korelasyon Analizi Sonuçları

		KATLM	ALBRK	AKCNS	SODA	SELEC	PNSUT	PETUN	NUHCM	KUTPO	EREGL	ERBOS	EKGYO	EGSER
EREGL	Pearson K.	.899**	-.284**	-.535**	.958**	.944**	-.205**	.403**	.747**	.643**				
	p-değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000				
ERBOS	Pearson K.	.912**	-.214**	-.434**	.916**	.852**	-.202**	.417**	.710**	.464**	.891**			
	p-değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000			
EKGYO	Pearson K.	.564**	-.290**	-.483**	.636**	.736**	-.305**	.490**	.671**	.812**	.676**	.498**		
	p-değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000		
EGSER	Pearson K.	.256**	.695**	.130**	-.060	.001	-.230**	.371**	-.117**	-.162**	.010**	.068**	.006	
	p-değeri	.000	.000	.004	.187	.990	.000	.000	.009	.000	.824	.136	.897	
CEMTS	Pearson K.	.842**	-.342**	-.637**	.897**	.936**	-.264**	.313**	.590**	.669**	.929**	.855**	.634**	.072**
	p-değeri	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.112

3.3. Regresyon Analizi Sonuçları

Katılım endeksi ile analize dahil edilen 13 hisse senedinin ilişkisini test etmek amacı ile yapılan regresyon analizi sonuçları Tablo 3.3'te verilmiştir. Tablo 3.3 incelendiğinde regresyon katsayılarının tüm hisse senetleri için gerek 2015-2016 gerekse 2016-2017 yılları için %99 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir ($p<0,01$). Farklı bir ifade ile katılım endeksinin tüm hisse senetleri üzerinde anlamlı bir etkisi bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Diğer taraftan, bir önceki bölümde açıklandığı üzere regresyon analizi sonucu elde edilen R^2 değeri hissenin maruz kaldığı piyasa riskini, 1- R^2 değeri ise hissenin kendi riskini göstermektedir. Tablo 6'da verilen değerler incelendiğinde, piyasa riskine en fazla maruz kalan hissenin Emlak Konut GYO olduğu görülmektedir. Hissenin R^2 değeri 2015-2016 yılı için "0,656", 2016-2017 yılı için ise "0,560" olduğu görülmektedir. Piyasa riskine diğer hisselere nazaran daha fazla maruz kalan hisseler olarak Albaraka Türk ve Akçansa ve Erdemir ön plana çıkmaktadır.

Diğer taraftan, Çemtaş, Kütahya Porselen, Nuh Çimento ve Selçuk Ecza Deposu piyasa riskine en az maruz kalan hisse senetlerini oluşturmaktadır. Bu sonuçlar bahse konu hisse senetlerinin büyük oranda kendilerinden kaynaklı risklere maruz kaldığını göstermektedir.

Tablo 3.3: Regresyon Analizi Sonuçları

Hisse	Finansal Yıl	c ($\gamma 0$)	Katsayı ($\gamma 1$)	Standart Sapma	t değeri	P	Düzeltilmiş R^2	F
Albaraka	**2015-2016**	0.00006	0.673	0.0517	13.015	0.00	0.405	0.00
	2016-2017	-0.00080	0.924	0.0641	14.4152	0.00	0.463	0.00
Akçansa	**2015-2016**	-0.00044	0.696	0.0661	10.5293	0.00	0.307	0.00
	2016-2017	-0.00097	0.701	0.0556	12.6105	0.00	0.397	0.00
Soda Sanayi	**2015-2016**	0.00071	0.664	0.0717	9.2606	0.00	0.255	0.00
	2016-2017	0.00161	0.634	0.0748	8.46538	0.00	0.227	0.00
Selçuk Ecza Deposu	**2015-2016**	0.00091	0.438	0.0671	6.53684	0.00	0.144	0.00
	2016-2017	0.00066	0.691	0.0877	7.87874	0.00	0.203	0.00
Pınar Süt	**2015-2016**	-0.00123	0.462	0.0663	6.96124	0.00	0.161	0.00
	2016-2017	-0.00055	0.524	0.0497	10.533	0.00	0.315	0.00
Pınar Et ve Un	**2015-2016**	0.00052	0.351	0.0515	6.8215	0.00	0.156	0.00
	2016-2017	-0.00024	0.378	0.037	10.1992	0.00	0.301	0.00
Nuh Çimento	**2015-2016**	0.00001	0.444	0.0528	8.41869	0.00	0.220	0.00
	2016-2017	-0.00022	0.391	0.0508	7.69427	0.00	0.195	0.00

Tablo 3.3 (Devamı): Regresyon Analizi Sonuçları

Hisse	Finansal Yıl	c ($\gamma 0$)	Katsayı ($\gamma 1$)	Standart Sapma	t değeri	P	Düzeltilmiş R^2	F
Kütahya Porselen	**2015-2016**	0.00215	0.715	0.1021	7.00611	0.00	0.162	0.00
	2016-2017	-0.00032	1.105	0.1508	7.32808	0.00	0.180	0.00
Erdemir	**2015-2016**	0.00073	0.907	0.0767	11.8344	0.00	0.359	0.00
	2016-2017	0.00133	1.018	0.0893	11.4023	0.00	0.350	0.00
Erbosan	**2015-2016**	0.00009	0.740	0.0721	10.258	0.00	0.297	0.00
	2016-2017	0.00223	1.089	0.1545	7.04984	0.00	0.169	0.00
Emlak Konut	**2015-2016**	0.00065	1.200	0.0551	21.7694	0.00	0.656	0.00
	2016-2017	-0.00117	1.143	0.0653	17.4902	0.00	0.560	0.00
Ege Seramik	**2015-2016**	0.00095	0.976	0.0765	12.7603	0.00	0.396	0.00
	2016-2017	-0.00100	1.073	0.1088	9.85853	0.00	0.287	0.00
Çemtaş	**2015-2016**	0.00046	0.563	0.087	6.47615	0.00	0.142	0.00
	2016-2017	0.00211	0.940	0.1389	6.76575	0.00	0.157	0.00

SONUÇ VE ÖNERİLER

Finansal varlıklara yatırım tercihlerini en fazla etkileyen ölçüt varlığın taşıdığı risktir. Yatırımcılar yatırım kararları alırken, finansal varlığın getiri düzeyinin yanında riskini de bilmek ister. Getiri ile risk arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu akademik çalışmalarla da gösterilmiştir. Bu bağlamda yatırımcılar beklenen getirisi en yüksek riski ise en düşük finansal varlığa yatırım yapma eğilimindedir.

Daha önceki bölümlerde de belirtildiği gibi finansal varlıklar sistematik risk ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki tip riske sahiptir. Tüm yatırımcıları etkileme potansiyeline sahip olan sistematik risk yatırımcının kontrolünde değildir. Ancak, yatırımcılar yatırım yapmayı planladıkları hisse senetlerinin sistematik olmayan risklerini hesaplayıp portföylerini buna göre oluşturabilirler. Dolayısı ile risk yönetimi, yatırımcılar açısından finansal karar alanlarında sübjektif karar noktalarından istatistiksel analizlere doğru gidildikçe daha fazla önem arz etmektedir. Risk bileşenleri incelendiğinde makro anlamda ortaya çıkan sistematik risk unsurları çeşitlenmektedir. Mikro anlamda sistematik olmayan işletme riskleri ise sistematik riskleri tetiklemektedir. Günümüzde çeşitli istatistiksel analizler aracılığıyla işletmelerde etkin risk yönetimi uygulamaları gerçekleştirilmekte, doğru tahminlerin yapılması suretiyle risk bileşenlerinin yatırım portföyleri üzerindeki etkilerinin azaltılması amaçlanmaktadır. Piyasa ortamında sistematik ve sistematik olmayan riskler arasında öylesine bir bağ oluşmuştur ki, finansal anlamda sistematik riskin sistematik olmayan riskten ayrıştırılması süreci önem arz eden bir konu haline gelmiştir.

Hisse senetlerinin risk hesaplamasında yaygın olarak finansal varlık fiyatlama modeli kullanılmaktadır. Ancak bu modelin temelinde risksiz getiri oranı, yani piyasa faiz oranı esas alınmaktadır. Dolayısı ile akademik çalışmalar bu modelin İslami Finansal Varlıkların getiri hesaplamasında kullanılıp kullanılamayacağı konusunu gündeme getirmiştir. Literatürde yer alan çalışmalar incelendiğinde, bahse konu fiyatlama modelinin İslami Finans'a uygulanabileceğini göstermektedir (Hanif, 2011; Sadaf ve Andleeb, 2014; Derbali vd., 2017). Benzer şekilde, Çömlekçi ve Sondemir (2018) tarafından KATLM-30 endeksinde yer alan 27 şirketin 2011-2016 yılları arası

verileri kullanılarak yapılan çalışma sonuçları da modelin İslami Finansa uyarlanabileceğini göstermektedir. Güçlü (2019) tarafından yapılan çalışma kapsamında hesaplanan Katılım Endeksinin beta katsayısı incelendiğinde, endeksin sistematik riskinin BİST 100 endeksinden daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bu tez çalışması kapsamında, Katılım Endeksine dahil olan 13 şirketin hisse senedi fiyatı verileri kullanılarak sermaye varlıkları fiyatlama modeli ile risk analizi yapılmıştır. Araştırma kapsamında Yahoo Finance sitesinden elde edilen günlük hisse senedi değeri verileri kullanılmıştır. Veriler, Katılım Endeksi'nin hesaplanmaya başlandığı 2015-2016 ve 2016-2017 dönemi ile sınırlandırılmıştır. Karşılaştırma ölçütü olarak BİST 100 endeksi kullanılmıştır.

Analiz sonuçları, araştırmaya dahil edilen 13 hisse senedinden Akçansa, Albaraka Türk, Çemtaş, Nuh Çimento, Pınar Et ve Un, Pınar Süt, Selçuk Ecza ve Soda Sanayii hisselerinin sistematik risklerini gösteren beta katsayılarının gerek 2015-2016 gerekse 2016-2017 dönemleri için 1'den küçük olduğunu göstermektedir. Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik ve Kütahya Porselen hisseleri için ise beta katsayısı 2015-2016 dönemi için 1'den küçüktür. Bu sonuç, bahse konu hisse senetlerinin hareketinin ilgili dönemler için endeksten daha yavaş olduğunu göstermektedir. Farklı bir ifade ile hisse senedi endeksten daha az yükselir veya düşer.

Diğer taraftan, Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik ve Kütahya Porselen firmalarının beta katsayısı 2016-2017 dönemi için, Emlak Konut hissesinin beta katsayısı ise her iki dönem için 1'den büyüktür. Bu durum bahse konu hisselerin ilgili dönemlerde endeksten daha hızlı hareket edeceğini, yani daha hızlı yükseleceğini veya düşeceğini göstermektedir.

Araştırma kapsamında incelemeye alınan 13 hisse ile Katılım Endeksi değerleri arasındaki ilişki korelasyon analizi ile incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre 13 hisseden 10 tanesi ile katılım endeksi arasında istatistiksel açıdan anlamlı pozitif yönlü bir ilişki mevcuttur. Katılım endeksi ile pozitif yönlü korelasyonun saptanmadığı üç hisse senedi Albaraka, Pınar Süt ve Akçansa'dır. Ancak, bu hisselerden Akçansa ile katılım endeksi arasında istatistiksel açıdan anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu durum, katılım endeksi yükselirken

Akçansa hisse değerinin düştüğünü, katılım endeksi düşerken ise hissenin değerinin yükseldiğini göstermektedir. Bu durum ilgili hissenin endeksten bağımsız hareket ettiğini göstermektedir.

İlave olarak, katılım endeksi ile en yüksek düzeyde korelasyona sahip hisse senetlerini Erbosan, Ereğli Demir Çelik, Soda Sanayii, Çemtaş ve Selçuk Ecza Deposu oluştururken, Ege Seramik, Kütahya Porselen ve Pınar Et ve Un ise endeks ile en düşük korelasyona sahip hisseler olarak ön plana çıkmıştır.

Son olarak, katılım endeksi ile hisse senetleri arasındaki ilişkiyi, farklı bir ifade ile endeksin hisse senetleri üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisinin olup olmadığını test etmek üzere regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon analizi sonucu elde edilen R^2 değeri hissenin maruz kaldığı piyasa riskini, 1- R^2 değeri ise hissenin kendi riskini vermektedir (Damodaran, 2001: 196-197).

Regresyon analizi sonuçlarına göre katılım endeksinin araştırmaya dahil edilen 13 hisse üzerinde de istatistiksel açıdan anlamlı bir yordalaması vardır. Hissenin maruz kaldığı piyasa riskinin ölçüsünü gösteren R^2 değerleri incelendiğinde ise Emlak Konut GYO hissesinin en fazla piyasa riskine maruz kalan hisse olduğu görülmüştür. Bu hisseyi sırası ile Albaraka Türk, Akçansa ve Erdemir izlemektedir. Diğer taraftan, Çemtaş, Kütahya Porselen, Nuh Çimento ve Selçuk Ecza Deposu piyasa riskine en az maruz kalan hisse senetleridir.

Araştırma sonuçları, İslami Finans kapsamına giren varlıklara yatırım yapma eğiliminde olan yerli ve yabancı yatırımcılar için Katılım Endeksinin bir portföy çeşitlendirme aracı olarak kullanılabileceğini göstermektedir. Daha spesifik olarak, yüksek risk alan yatırımcılar tarafından beta katsayısı yüksek olan Emlak Konut, Ege Seramik, Erbosan, Ereğli Demir Çelik ve Kütahya Porselen gibi hisselere, yüksek riskten kaçınan yatırımcılar tarafından ise piyasa riski görece daha düşük olduğu sonucuna ulaşılan Akçansa, Albaraka Türk, Çemtaş, Nuh Çimento, Pınar Et ve Un, Pınar Süt, Selçuk Ecza ve Soda Sanayii gibi hisselere yatırım yapılabilir.

Sonuç olarak, bu araştırma kapsamında literatüre üç önemli katkı yapılmıştır. Birincisi, son yıllarda seviyesi ve önemi giderek artan İslami Finans varlıklarına ilişkin sınırlı literatürün özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından genişletilmesine

katkı sağlanmıştır. İkinci olarak, İslami Finans özelliklerine uygun hisse senetlerinden oluşmakta olan Katılım Endeksinin endeksi oluşturan hisse senetleri üzerindeki etkisi sermaye varlıkları finans modeli ile test edilmiş ve Katılım Endeksinin endeksi oluşturan hisse senetleri üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmanın üçüncü önemli katkısı ise, İslami Finansal varlıkların risk değerlerinin incelenmesi ve bu kapsama giren hisselere yatırım yapmayı planlayan yatırımcılar ile tasarlanacak yeni modeller açısından önemli olmasıdır.

KAYNAKÇA

Abay, R. (2013). Markowitz Karesel Programlama ile Portföy Seçimi: İMKB 30 Endeksinde Riskli Portföylerin Seçimi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 22(2), 175-194.

Adakale, T. (2009). Finansal piyasalarda oynaklığa dayalı risk analizi ve stres testleri: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası örneği (Doctoral dissertation, DEÜ Sosyal Bilimleri Enstitüsü).

Akın, C. (1986). *Faizsiz bankacılık ve kalkınma*. İstanbul: Kayınhan Yayınevi.

Akkaya, G. C., Güney, S., Mocan, S., ve Tezcan, Ö. (2012). Enerji ve Banka Sektörlerine ait Hisse Senetleri Üzerinde Risk Ayrıştırma Çalışması. *Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*,*1*(1), 9-24.

Aksoy, A. ve Tanrıöven C. (2007). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, Ankara: Gazi Kitapevi.

Alekberov, E. (2001). Finansal varlık fiyatlama modeli'nin İMKB'de test edilmesi. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Alpaslan, H. İ., ve Kudun, C. (2016). Türkiye'de Sukuk Uygulamaları ve Vergisel Boyutu. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, *6*(2/1), 319-337.

Alpay, M. (2010). Kredi değerliliğinin ölçülmesinde TOPSIS yöntemi ve bir uygulama. Dokuz Eylül Üniversitesi, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir.

Anbar, A., ve Eker, M. (2012). Bireysel yatırımcıların finansal risk algılamalarını etkileyen demografik ve sosyoekonomik faktörler. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, *5*(9), 129-150.

Ashker, A.A.F., (1987). *Islamic Business Enterprise*. Croom Helm Limited, Provident House, Burell row, Backenham, Cant, BR3 IAT.

Bakkal, S. (2011). *Yapılandırılmış Finansal Araçlar ve Aracı Kuruluşların Kaldıraçlı Hisse Senedi Piyasaları* (Vol. 35). Hiperlink Eğit. İlet. Yay. San. Tic. Ve Ltd. Sti.

Beytaş, N. (2008). Risk yönetim aracı olarak riskteki değer (VAR) yöntemi ile portföy riskinin ölçümüne ilişkin bir uygulama (Doctoral dissertation, DEÜ Sosyal Bilimleri Enstitüsü).

Bilgin, R. ve Basti, E. (2011), A Test of the Validity of Capital Asset Pricing Model in Istanbul Stock Exchange, *EuroEconomica* 30(4).

Bilgin, R. ve Basti, E. (2014). Further evidence on the validity of CAPM: The Istanbul stock exchange application, *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 25(1), 5-12

Candemir, G. (2011). Türk Bankacılık Sektöründe Faiz Oranı Riski Algısı ve Yönetim. *Maliye Finans Yazıları*, *93*.

Chapra, Muhammad Umar (2008), Objectives of the Islamic Economic Order, An Introduction to Islamic Economics ve Finance, Sheikh Ghazali Sheikh Abod, Syed Omar Syed Agil, Aidit Hj. Ghazali, Kuala Lumpur: CERT Publ.

Ceylan, O. M., Gokce, G., Mutlu, F. M., Uludag, H. A., Turk, A., ve Altinsoy, H. I. (2014). Consecutive Exotropia: Risk Factor Analysis And Management Outcomes. *European journal of ophthalmology*, *24*(2), 153-158.

Çanakcı, M. (2014). Çok Kutuplu Dünyada İslami Finans Piyasalarının Gelişimi ve Sukuk İhraçları. *Türkiye İslam İktisadı Dergisi*, *1*(2), 43-58.

Çelik, İ. (2016). İslâm Finans Sisteminin Geleceğinin Aksiyomları. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (49), 159-182.

Çıtak, S. (1999). Geleneksel Risk Yönetiminden Programlanmış Menkul Kıymet İşlemlerine, *Dünya Yayınları Ekonomi Dizisi*, No:7, İstanbul.

Çömlekçi, İ., ve Sondemir, S. (2018). İslami Finansal Varlık Fiyatlama Modeli: KATLM-30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Akademik Bakış Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler Dergisi*, (70), 55-67.

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

Dalgıç, C. (2011). Risk bileşenleri analizi: İMKB'de bir uygulama (Doctoral Dissertation, DEÜ Sosyal Bilimleri Enstitüsü).

Darçın, A.C. (2007). ÖFK'nın Katılım Bankalarına Dönüşümü, Yüksek Lisans Tezi, Atılım Üniversitesi, Ankara.

Demireli, E. (2007). Finansal Yatırım ve Kararlarında Risk Unsuru ve Riske Maruz Değer. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C9/S1.

Demireli, E. (2010). TOPSIS çok kriterli karar verme sistemi: Türkiye'deki Kamu Bankaları Üzerine Bir Uygulama. *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 5(1), 101-112.

Demirtaş, Ö., ve Güngör, Z. (2004). Portföy Yönetimi ve Portföy Seçimine Yönelik Uygulama. *Journal of Aeronautics and Space Technologies*, *1*(4), 103-109.

Demir, Y., ve ÖNEM, H. B. (2012). KOBİ'lerin Finansal Risk Algı Düzeyine Yönelik Bir Araştırma: Isparta-Burdur İlleri Örneği. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, *8*(16), 23-39.

Derbali, A. El Khaldi, A. ve Jouini, F. (2017). Shariah-compliant Capital Asset Pricing Model: New Mathematical Modeling, *Journal of Asset Management*, 18(7), 527-537

Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance Theory and Practice*. New Jersey: John Wileyve Sons Inc.

Doğukanlı, H., Acaravcı, K. S., Kandır, Y. S. (2003). İMKB Mali Sektör Şirketleri'nin Sistematik ve Sistematik Olmayan Risklerinin İncelenmesi. *İMKB Dergisi*. 6(24): 1-16.

Döndüren, H. (2008). Osmanlı Tarihinde Bazı Faizsiz Kredi Uygulamaları ve Modern Türkiye'de Faizsiz Bankacılık Tecrübesi. *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, *17*(1), 1-24.

Ece, N. (2011). Dünya'da ve Türk Bankacılık Sektöründe İslam Bankalarının Gelişimi, Akademik Bakış Dergisi, *Uluslararası Hakemli Sosyal Bilimler E-Dergisi,* Sayı 25, ss:1-17

Ege, İ. Coşkun, D. Topaloğlu, E.E. (2011), Finansal Varlık Fiyatlama Modelinin Türk Bankacılık Sektöründe Test Edilmesi (2006-2010), *Mali Ufuklar Dergisi,* 46, 57-63.

Ertuğrul, İ. ve Karakaşoğlu, N. (2007). Bulanık AHP ve TOPSIS yöntemleri ile işletmelerin performanslarının ölçülmesi: Çimento sektöründe uygulama. *27. Yöneylem Araştırması ve Endüstri Mühendisliği Ulusal Kongresi*, Dokuz Eylül Üniversitesi, 3-5 Temmuz, İzmir.

Emhan, A. (2009). Risk Yönetim Süreci ve Risk Yönetmekte Kullanilan Teknikler. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, *23*(3), 209-220.

Febrianto, I. ve Rachman, A. A. (2016). Islamic Capital Asset Pricing Model: A comparative analysis, *Jurnal Ilmiah ESAI,*10(1), 14-33

Güçlü, F. (2019). Katılım 30 Endeksinin Zamanla Değişen Betası. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 115-126.

Günal, M. (2007). *Para, banka ve finansal sistem*. Ankara: Yeni Dönem Yayınları.

Hanif, M. (2011), Risk and return under shari'a framework: n attempt to develop shari'a compliant asset pricing model (SCAPM). *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 5(2). 283-292

Hatipoğlu, M. (2011). Firma Değerlemesi ve İMKB'de Enerji Sektöründe Uygulaması. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çankırı Karatekin Üniversitesi, Çankırı.

Johnes, J., Marwan I. and Vasileios, P. (2010), Report on: Efficiency of Islamic and Conventional Banks in the GCC, *Gulf One Lancaster Centre for Economic Research,* Issue:1, February.

Kabir, H., ve Mahlknecht, M. (2011). *Islamic capital markets: products and strategies* (Vol. 609). John Wiley ve Sons.

Kaderli,Y., Akça, S. (2009). Finansal Oranlar Vasıtasıyla Beta Katsayısı Tahmin Edilebilir mi? İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi* (527):63-73.

Kaderli, Y., Petek, A., Doğaner, M., ve Babayiğit, G. (2013). Borsa İstanbul'daki Sektör Endekslerinin Pazar Endeksine Duyarlılığının ve Sistematik Olmayan Risklerinin Ölçülmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi.* Cilt 13, Sayı 3, ss. 55-64.

Kale, S. (1997). Finansal varlıkları fiyatlandırma modeli'nin ve modele göre portföy oluşturulmasının İstanbul menkul kıymetler Borsası'nda uygulanması. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara

Karadeniz, E., Kandır, S. Y., ve İskenderoğlu, Ö. (2015). Sistematik Riskin Belirleyicileri: Borsa Istanbul Turizm Şirketleri Üzerinde Bir Araştırma. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, *24*(1), 189-202.

Karahan, H., ve Ersoy, H. (2016). Faizsiz Finansın Temel Prensipleri ile Türkiye'de Reel Kesimde Kullanılması. *Maliye ve Finans Yazıları*, (105), 93-114.

Karan, M. B. (2004). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitapevi

Kaya, Y.T., ve Doğan, E. (2005). Dezenflasyon sürecinde Türk bankacılık sektöründe etkinliğin gelişimi. *Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu ARD Çalışma Raporları 2005/10,* Ankara.

Kaya, C. ve Kocadağlı, O. (2012). Etkin sınır ve beta katsayı kısıtlı portföy seçim modeli üzerine bir uygulama. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Fen Bilimleri Dergisi*, (22), 19-35.

Kaya, A., Güngör, B., ve Özçomak, M. S. (2014). Politik risk yatırımcının dikkate alması gereken bir risk midir? Borsa İstanbul örneği. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *16*(1), 74-87.

Khan, M.A. (2013). *What is Wrong With Islamic Economics.* Massachusetts: Edward Elgar Pupblishing.

Kısmet, N. (2009). Dinamik portföy yönetim metotlarından zaman içinde değişen betalara sahip koşullu finansal varlık fiyatlama modeli ve İMKB'de işlem gören hisse senetleri üzerine bir uygulama. Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2006). *Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymet Analizi*, 3. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa.

Korkmaz, T. Yıldız, B. ve Gökbulut, R.İ. (2010). FVFM'nin İMKB Ulusal 100 endeksindeki geçerliliğinin panel veri analizi ile test edilmesi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 39(1), 95-105

Korkmaz, T., Aydın, N., ve Sayılgan, G. (2013). *Portföy Yönetimi*. Açıköğretim Fakültesi, Yayını, 1.

Kulalı, İ. (2016, Nisan). Finansal varlıkları fiyatlama modeli ve beta katsayısının düzenlemeye tabi piyasalarda kullanımı. Selçuk Üniversitesi *İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, (31), 274-295.

Kurt, E. S. (2008). Kurumsal yönetimin halka açık işletmelerde mevzuat ve uygulama yönünden incelenmesi (Master's thesis).

Linter, J. (1965). Security Prices, Risk And Maximal Gains From Diversification. *Journal of Finance* (20): 587-615.

Mandacı, P. E. (2003). Türk bankacılık sektörünün taşıdığı riskler ve finansal krizi aşmada kullanılan risk ölçüm teknikleri.

Miller, N. D. Morris, M.ve Rose, N. (2008). *İslamic Finance A Practical Guide*. London: Globe Law and Business

Mohieldin, M. (2012). Realizing the potential of Islamic finance.

Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*. (34): 768–783.

Moustafa, Y. (2007), Portföy Yönetimi ve Finansal Varlık Fiyatlama Modelinde Risk Getiri İlişkisi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir

Özsoy, İ. (1987). Türkiye'de ÖFK'lar ve İslam Bankacılığı, *Timaş Yayınları*, İstanbul.

Quthbi, Z. H. (2017). Analisis Saham Syariah Efisien dengan Pendekatan Shari'a Compliant Asset Pricing Model (SCAPM) Jakarta Islamic Index (JII), *Jurnal Ekonomi İslam,* 8(1), 131-147.

Sadaf, R., ve Andleeb, S. (2014). Islamic capital asset pricing model (ICAPM). *Journal of Islamic Banking and Finance,* 2(1), 187-195.

Shaikh, S.A. (2010). Proposal for a new economic framework based on Islamic principles, *Islamic Economics Project*

Sharpe, F. W, (1964). Capital Asset Prices, A Theory of Market, Equilibrium Under Conditions Of Risk. *The Journal of Finance*, (19): 425-442.

Sayılgan, Güven (2003), *Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı,* Turhan Kitabevi, Ankara.

Sümer, G., ve Onan, F. (2016). Dünyada Faizsiz Bankacılığın Doğuşu, Türkiyedeki Katılım Bankacılığının Gelişme Süreci ve Konvansiyonel Bankacılıktan Farkları. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 17(3), 296-308.

Taçali, E. D. (2008). Hisse senedi getirilerini etkileyen makroekonomik faktörlerin arbitraj fiyatlama modeli ile analizi: Türkiye örneği (Doctoral dissertation, DEÜ Sosyal Bilimleri Enstitüsü).

Özbilgin, İ. G. (2012). Risk ve risk çeşitleri. *Bilişim Dergisi*, *7*, 86-93.

Poyraz, E. (2012). Türk Bankacilik Sektöründe Optimal Kredi Düzeyinin Belirlenmesi/Determination of the Optimal Level of Lending in Turkish Banking Sector. *Business and Economics Research Journal*, *3*(2), 41.

Sezgin, S. Y., ve Şahin, Ö. N. (2016). Fakirlikle Mücadele İçin İslami Finans. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 195-204.

Tekbaş, M. Ş. (2013). İslami Finans İslami Finans Kavramı. *Ürünler, Dünyada ve Türkiye'de Gelişimi ve Geleceği, Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi Araştırma Notları-1 Mayıs*.

The City UK (2019). Global Trends In Islamic Finance and the Uk Market. https://www.thecityuk.com/assets/2019/Report-PDFs/7357b6cb9c/Global-trends-in-Islamic-finance-and-the-UK-market-2019.pdf. (Erişim Tarihi: 9.9.2019)

TKKB (t.y.), Katılım Model Portföy Tanıtım Kitapçığı. http://www.tkbb.org.tr. (Erişim Tarihi: 08.08.2019).

TMSF (t.y.). Sigortaya Tabi Mevduat ve Katılım Fonları ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunca Tahsil Olunacak Primlere Dair Yönetmelik. www.tmsf.org. (Erişim Tarihi: 08.08.2019).

Tunç, H. (2010). *Katılım Bankacılığı Felsefesi Teorisi ve Türkiye Uygulaması*, Nesil Yayınları, İstanbul.

Türker, H. (2010). İslami Finans Sisteminde Finansal Aracılık (Yeterlilik Etüdü), *Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi,* Ankara.

Uğurlu, M., Erdaş, M. L., ve Eroğlu, A. (2016). Portföy Yönetiminde Sistematik Olmayan Riski Azaltacak Bir Doğrusal Programlama Model Önerisi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF Dergisi*, *6*(1), 147-174.

Usta, Öcal (2008), *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, Detay Yayıncılık, Ankara.

Usta, Ö., ve Demireli, E. (2012). Risk bileşenleri analizi: İMKB'de bir uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, *6*(12), 25-36.

Ustaoğlu, D. (2014). Türkiye'de katılım bankacılığı sektördeki yeri ve önemi (Master's thesis, Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü).

Yalçıner, K. (2006). Risk ile Getiri Arasındaki Doğrusallığın İMKB'de Analizi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 29, ss. 182-189.

Yalçın, A. ve Erşahin, N. (2010), Does the Conditional CAPM Work? Evidence from the Istanbul Stock Exchange, *Tusiad-Koc University Economic Research Forum Working Paper Series*, No. 1025.

Yardımcıoğlu, M. (2013). İslamî Finansın Geleceğine İlişkin Düşünceler. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *3*(1), 139-145.

Yavuz, E. (2005). Risk Yönetimi ve Riske Maruz Değer, www.baskent.edu.tr

Yayar, R., ve Baykara, H. V. (2012). TOPSIS Yöntemi ile Katilim Bankalarinin Etkinligi ve Verimliligi Üzerine Bir Uygulama/An Implementation upon Efficiency and Productivity of Participation Banks with TOPSIS Method. *Business and Economics Research Journal*, *3*(4), 21.

Yıldıran, M. (2011). Küresel Finans Krizi Sürecinde Farklı Finans Uygulamalarının Analizi: Konvansiyonel ve Faizsiz Finans Sistemlerin Karşılaştırması. *Bütçe Dünyası Dergisi*, *35*(2011), 105-120.

Yıldırım, H., ve Çolakyan, A. (2014). Finansal yatırım araçlarında riske maruz değer uygulaması. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, *29*(1), 1-24.

Yıldız, S. (2015). Katılım 30 Endeksi ile BİST 100 Endeksi'nin Performanslarının Değerlendirilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi (606)*, 41-54.

Yılmaz Türkmen, S., ve Çağıl, G. (2012). İMKB'ye kote bilişim sektörü şirketlerinin finansal performanslarının TOPSIS yöntemi ile değerlendirilmesi. *Maliye Finans Yazıları*, 26(95), 59-78.

Yozgat, F. (2010). *Faizsiz Ekonomi Sosyo-Ekonomik Yaklaşım*. Ankara: Araştırma Yayınları.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı	Yeşim GÜLSÜN
Doğum Yeri	Ergani
Doğum Tarihi	1985

LİSANS EĞİTİM BİLGİLERİ

Üniversite	Anadolu Üniversitesi
Fakülte	İşletme Fakültesi
Bölüm	İşletme

İŞ DENEYİMİ

Çalıştığı Kurum	Çankırı Valiliği
Görevi/Pozisyonu	Şef
Tecrübe Süresi	8 yıl

İLETİŞİM

Adres	Çankırı Valiliği İl Güvenlik İşleri Bürosu
E-mail	yesimgulsun@hotmail.com