

T.C.
İSTANBUL 29 MAYIS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM EKONOMİSİ VE FİNANS ANABİLİM DALI

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNDE ŞER-İ YÖNETİŞİM: TÜRKİYE VE
MALEZYA ÖRNEĞİ

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Hakan Safa YILMAZ

DANIŞMAN:

Doç. Dr. Harun ŞENCAL

İSTANBUL

2023

T. C.
İSTANBUL 29 MAYIS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM EKONOMİSİ VE FİNANS ANABİLİM DALI

**PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNDE ŞER-İ
YÖNETİŞİM: TÜRKİYE VE MALEZYA ÖRNEĞİ**

(YÜKSEK LİSANS TEZİ)

Hakan Safa YILMAZ

Danışman:
Doç. Dr. Harun ŞENCAL

İSTANBUL

2023

TEZ ONAY SAYFASI

T. C.

İSTANBUL 29 MAYIS ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

İslam Ekonomisi ve Finans Anabilim Dalı'nda, 201120YL07 numaralı Hakan Safa Yılmaz'ın hazırladığı “*Portföy Yönetim Şirketlerinde Şer’i Yönetişim: Türkiye ve Malezya Örneği*” konulu yüksek lisans tezi ile ilgili tez savunma sınavı, 30/05/ 2023 günü 15:00 – 15:30 saatleri arasında yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin başarılı olduğuna oy birliği ile karar verilmiştir.

Doç. Dr. Öğr. Üyesi Harun ŞENCAL

İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi

(Tez Danışmanı ve Sınav Komisyonu Başkanı)

Doç. Dr. Erhan AKKAŞ

Sakarya Üniversitesi

Dr. Öğr. Üyesi Mustafa Afşin
SANCAR

İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi

BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Hakan Safa YILMAZ

30/05/2023

ÖZ

Körfez bölgesinde petrolün keşfi, akabinde 1973 yılında yaşanan petrol krizi sonucu petrol fiyatlarının bir anda üç katına çıkması petro-dolar olarak tabir edilen sermaye akışına neden olmuş ve bu durum petrol ihraççısı olan Arap ülkelerinin ellerinde büyük sermaye birikimlerine yol açmıştır (Öztürk & Saygin, 2017, s. 3). Bu sermaye birikimi İslami Bankacılığı teşvik etmiş ve 1975 yılında kurulan ilk ticari İslami banka olan Dubai İslam Bankası ile bankacılık alanında başlayan İslami finans günümüzde bankacılık, tekafül ve İslami sermaye piyasaları ile 3.1 trilyon ABD doları büyüklük (*Katılım Finans Strateji Belgesi*, 2022, s. 29) seviyesine erişmiştir.

Bu çalışmada, Türkiye’de hizmet veren portföy yönetim şirketlerinde şer’i yönetim yapısının ne durumda olduğu ve yasaların şer’i yönetişimi ne düzeyde zorunlu tuttuğunun bir resminin çekilmesi ve sonrasında Türkiye’deki şer’i risklerin belirlenip bunların en düşük seviyeye çekilmesi için neler yapılması gerekliliği konusunda öneriler verilmesi amaçlanmıştır. İslami sermaye piyasaları ve bu piyasaların en çok tercih edilen yatırım araçları incelenmiştir. İslami endeksler bağlamında hisse senetleri, sukuk ve yatırım fonlarına detaylı bir şekilde değinilmiştir. İslami sermaye piyasalarının önemli aktörü olan İslami portföy yönetim şirketleri şer’i yönetim bağlamında ele alınıp, Türkiye ve Malezya’da şer’i yönetim sistemleri kıyaslanmıştır. Hem Türkiye hem de Malezya şer’i yönetim yapıları yasal düzenlemeler incelenerek değerlendirilmiş, ortak yanlar ve farklılıklar şer’i yönetim bağlamında detaylandırılmıştır. Bu kıyas sonucunda Türkiye’nin İslami portföy yönetimi şirketlerine yönelik bir düzenlemesi bulunmadığı ve İslami kurallara uygun fon yöneten portföy yönetim şirketlerinin şer’i yönetim yapılarında eksiklikleri bulunduğu tespit edilmiştir ve bu eksikliklerin nasıl giderilebileceğine dair öneriler sunulmuştur. Şer’i yönetim yapısında meydana gelen eksikliklerin oluşturduğu şer’i riskler değerlendirilmiş ve bu risklerin en aza indirgenmesi için gerekli mekanizmalar tartışılmış ve riskleri düşük seviyede tutmak için atılması gereken adımlar anlatılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İslami Portföy Yönetimi, İslami Finans, İslami Sermaye Piyasaları, Şer’i Yönetişim, Şer’i Risk

ABSTRACT

The discovery of oil in the Gulf region, and the subsequent tripling of oil prices as a result of the oil crisis in 1973, caused a capital flow called petro-dollar, and this led to large capital accumulations in the hands of oil exporting Arab countries (Öztürk & Saygın, 2017, p. p. 3). This capital accumulation encouraged Islamic Banking and Islamic finance, which started in the field of banking with Dubai Islamic Bank, the first commercial Islamic bank established in 1975, is now 3.1 trillion USD with banking, takaful and Islamic capital markets (Participation Finance Strategy Document, 2022, p. 29) level has been reached.

In this study, it is aimed to take a picture of the status of the shar'a governance structure in the portfolio management companies serving in Turkey and to what extent the laws require shar'a governance, and then what to do to determine the shar'a risks in Turkey and minimize them. It is aimed to give recommendations on the necessity of Islamic capital markets and the most preferred investment instruments of these markets were examined. In the context of Islamic indices, stocks, sukuk and mutual funds are discussed in detail. Islamic portfolio management companies, which are important actors of Islamic capital markets, are discussed in the context of shar'a governance, and shar'a governance systems in Turkey and Malaysia are compared. Sharia governance structures in both Turkey and Malaysia were evaluated by examining the legal regulations, and the common aspects and differences were detailed in the context of Sharia governance. As a result of this comparison, it has been determined that Turkey does not have a regulation for Islamic portfolio management companies and portfolio management companies that manage funds in accordance with Islamic rules have deficiencies in their Shariah governance structures, and suggestions are made on how to overcome these deficiencies. The shar'i risks created by the deficiencies in the shar'a governance structure were evaluated and the necessary mechanisms to minimize these risks were discussed and the steps to be taken to keep the risks at a low level were explained.

Key Words: Islamic Portfolio Management, Islamic Finance, Islamic Capital Markets, Shariah Governance, Shariah Risk

ÖN SÖZ

Tez yazım sürecinde benden desteğini esirgemeyen ve bana karşı oldukça sabırlı davranan değerli eşime, tez yazımını bitirmem için elinden geleni yapan, beni motive eden ve sıkıştığım alanlarda çıkar yok gösteren, üzerimde çok emeği olan sayın hocam Doç. Dr. Harun ŞENCAL'a şükranlarımı sunarım.

Teşekkürün ve hamdın en büyüğü elbette Rabbimizdir.



İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI.....	ii
BEYAN.....	iii
ÖZ.....	iv
ABSTRACT.....	v
ÖN SÖZ.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR.....	ix
TABLO LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
GRAFİK LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	3
KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	3
1.Portföy Teorileri.....	3
1.1. Geleneksel Portföy Teoremi.....	6
1.2. Modern Portföy Teoremi.....	8
1.3. Davranışsal Portföy Teoremi.....	10
2. Risk Kavramı.....	11
3. Genel Hatlarıyla Yatırım.....	15
3.1. Yatırım Araçları.....	16
İKİNCİ BÖLÜM.....	17
İSLAMİ PORTFÖY YÖNETİMİ.....	17
1. İslami Finansın Gelişimi.....	17
2. İslami Portföy Yönetimi ve Yatırım Araçları.....	25
2.1. İslami Endeksler.....	31
2.1.1. İslami Endeksler ile İlgili AAOIFI Hükümleri.....	31

2.1.2. Küresel Bazda İslami Endeksler	33
2.1.3. Malezya ve Türkiye İslami Endekslerinin Karşılaştırması	34
2.1.3.1. Malezya İslami Hisse Endeksi	35
2.1.3.2. Türkiye İslami Hisse Endeksi	37
2.2. Sukuk (Kira Sertifikası)	40
2.2.1. Sukuk İle İlgili Fıkhi Kararlar ve Kurallar	40
2.2.2. Küresel Sukuk Piyasası ve Gelişimi	43
2.2.3. Türkiye Sukuk Piyasası ve Gelişimi	44
2.2.4. Sukuk Türleri	46
2.2.4.1. İcare Sukuk	47
2.2.4.2. Vekale Sukuk	48
2.2.4.4. Murabaha Sukuk	50
2.2.4.5. İstisna Sukuk	51
2.2.4.6. Müşareke Sukuk	52
2.2.4.7. Mudarebe Sukuk	53
2.2.5. Sukuk Vade Yapıları ve Sukuk Çeşitlerinin Piyasa Payları	53
2.3. İslami Yatırım Fonları	58
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	62
PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNDE ŞER-İ YÖNETİŞİM: TÜRKİYE VE MALEZYA ÖRNEĞİ	62
1. Şer'i Yönetişim	62
1.2. Türkiye Portföy Yönetim Şirketlerinde Şer'i Yönetişim	64
1.3. Malezya Portföy Yönetim Şirketlerinde Şer'i Yönetişim	67
2. Türkiye'de Şer'i Riskler	68
3. Öneri	72
SONUÇ	74
KAYNAKLAR	77
ÖZGEÇMİŞ	81

KISALTMALAR

Kısaltma	Bibliyografik Bilgi
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BAE	Birleşik Arap Emirlikleri
BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
ELÜS	Elektronik ürün senedi
İFA	İslam Fıkıh Akademisi
md.	madde
PYŞ	Portföy yönetim şirketi
SAC	Malezya Merkezi Danışma kurulu
SC	Malezya Sermaye Piyasası Kurumu
SPK	Sermaye Piyasası Kurumu
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
TEFAS	Türkiye elektronik fon alım satım platformu
TKBB	Türkiye Katılım Bankaları Birliği
TÜRİB	Türkiye Ürün ve İhtisas Borsası A.Ş.
TDV	Türkiye Diyanet Vakfı
VKŞ	Varlık Kiralama Şirketi
YF	Yatırım fonu

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Risk Değerleri

Tablo 2: Yatırım Araçları

Tablo 3: İslami Yatırım Araçları

Tablo 4: Katılım Esaslı YF ile Konvansiyonel YF Karşılaştırılması

Tablo 5: Katılım Esaslı Emeklilik YF ile Konvansiyonel Emeklilik YF Karşılaştırılması

Tablo 6: Sektör Bazlı İslami Hisse Senedi Kriterleri

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Risk Türleri

Şekil 2: Şer'i Yönetişim Yapısı



GRAFİK LİSTESİ

- Grafik 1: Seçilmiş Ülkelere Göre İslami Sigortacılık Katkı Payı Üretimi ve Payı (2020)
- Grafik 2: Türkiye Katılım Sigortacılığı Toplam Prim Üretimi ve Sektör Pazar Payı (2021, Milyar TL)
- Grafik 3: Küresel Sukuk İhracı ve Stoku (2001-2021, Milyar ABD doları)
- Grafik 4: Kuruluş Türlerine Göre Sukuk İhraçları (2021, Yüzde)
- Grafik 5: Uluslararası Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2010-2019)
- Grafik 6: Uluslararası Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2020)
- Grafik 7: Uluslararası Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2021)
- Grafik 8: Yerel Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2010-2019)
- Grafik 9: Yerel Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2020)
- Grafik 10: Yerel Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2021)
- Grafik 11: Sukuk İhraçlarının Ülkelere Göre Dağılımı (2021)
- Grafik 12: Sukuk İhraçlarının Vade Yapıları (2021)
- Grafik 13: İslami Yatırım Fonlarının Büyüklüğü (Milyar ABD Doları)
- Grafik 14: İslami Yatırım Fonlarının Varlık Dağılımları (Yüzde)

GİRİŞ

Dünya ekonomisi küreselleşmekte ve finansal alanda teknoloji çok hızlı bir şekilde gelişme göstermektedir. Bu gelişmeler insanların yatırım tercihlerine de yansımakta, farklı alanlara daha hızlı şekilde yatırım yapmalarına olanak sağlamaktadır. Yatırım araçlarına artan talep yatırım araçlarının çeşitliliğine de yansımakta ve finansal piyasalarda yeni ürünlerin doğuşuna hız kazandırmaktadır. Hızla oluşan yeni yatırım araçları ve alanlarının iyi incelenmesi ve doğru şekilde anlaşılması şer'i açıdan değerlendirilebilmeleri için önemlidir. Bu değerlendirme şer'i yönetim yapısının doğru kurgulanması ve işlevselliğinin desteklenmesi ile mümkün olacaktır. Bu işlevselliği sağlama konusunda ülkelerin yapmış oldukları düzenlemeler ve şer'i yönetimin bir parçası olan danışma kurullarının merkezîyetçi yapısı önem arz etmektedir.

Sermaye piyasaları yapı olarak uzun vadeli yatırımları içermektedir ve bono, hisse senedi, tahvil gibi konvansiyonel araçların ağırlıkta olduğu bir alandır. Tahvil ve bonoya İslami bir alternatif olarak sukukun piyasaya çıkması, İslami sermaye piyasalarının gelişimini hızlandırmıştır. Sukuk piyasası, toplam İslami finans büyüklüğünün %25'lik kısmını oluşturmaktadır (*Katılım Finans Strateji Belgesi*, 2022, s. 29). Bu oran İslami bankacılıktan sonraki en büyük pazar payını göstermektedir ve bu da sukuku İslami sermaye piyasalarının baş aktörü yapmaktadır. Sukukun piyasaya çıkmasının ardından İslami endekslerin oluşması ile birlikte hisse senedi piyasasının yükselişi ve yatırım fonları İslami sermaye piyasalarının önemli aktörleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Konvansiyonel sermaye piyasalarına göre kısıtlı yatırım alanı bulunan İslami sermaye piyasaları, her geçen gün kendi üstüne koyarak büyümektedir. Sukukun ardından İslami sermaye piyasalarının önemli aktörü portföy yönetim şirketleri, varlıklarını değerlendirme konusunda yatırımcılara yol göstermekte ve varlıklarını onlar adına değerlendirmektedirler. İslami portföy yönetim şirketlerinde şer'i yönetim yapısının kurulmuş olması ve şer'i açıdan denetlenmesi yatırımcıların güveni için elzem bir konudur.

İslami portföy yönetim şirketlerini konvansiyonel taraftan ayıran en önemli farklardan ilki şer'i yönetim yapısıdır. Bunun haricinde diğer farklılıklar İslam hukuku

kurallarında kendisini göstermektedir. İslam hukukuna göre faiz yasaktır, fakat yatırım alanında tek yasak faiz değildir, bunun dışında ahlaki ve etik değerlerin de bir kriter olarak yer alması şer'i riskleri attıran faktörlerdir. Sukuk ve hisse senedi ileriki bölümlerde anlatılacağı üzere borç alacak ilişkisi değil sahiplik ilişkisi doğuran yatırımlardır. Bu sebeple yatırım yapılan alanların alkol ve domuz ürünleri, zina, kumar gibi haram olan sektörleri içermemesi, insan ve çevreye zararlı olmaması gibi ahlaki değerleri de gözetmesi gerekmektedir. Şer'i yönetim tüm bu alanları inceleyen, sürekli tarama yaparak şirketlerin şer'i açıdan durumunu gözeten ve uygun yatırım yapıldığını kontrol eden yapının tümüdür. Ülkeler bazında da temel olarak aynı olan bu yapı, uygulamada ve uygulanmasının zorunlu tutulması açısından farklılaşmaktadır. Bu çalışmada İslami sermaye piyasalarının önemine, portföy yönetim şirketlerine ve bu şirketlere yönelik ülkelerin şer'i yönetim bağlamında nasıl düzenlemelerde bulduklarına değinilecektir. Çalışmada Malezya'nın seçilmesinin nedeni, bu ülkede yılların birikimiyle belirli bir şer'i yönetim yapısının hali hazırda mevcut olması yer almaktadır. Malezya'ya kıyasla şer'i yönetim alanındaki düzenlemeleri daha yeni olan Türkiye'nin kıyaslamaya tabi tutulması, Türkiye uygulamasına da yol gösterici nitelikte olacaktır. Bu kıyaslamadan Türkiye'deki şer'i riskler belirlenecek ve Türkiye'nin karşılaştığı şer'i riskler ve bu risklerin en düşük seviyede tutulması için nasıl bir yol izlenmesi gerektiği hakkında öneriler sunulacaktır. İslami açıdan insanların içlerinin rahat ettiği yatırım ortamı için şer'i yönetim yapısının fonksiyonel bir biçimde kurulması çok önemlidir. Bu çalışma şer'i yönetim ve şer'i denetim yapılarının İslami portföy yönetimi şirketlerinde kurulmasının şer'i riskleri ne ölçüde azaltacağına yönelik sağladığı bakış açısıyla önemlidir.

Çalışma 3 ana bölümden oluşmaktadır. 1. bölümde portföy kavramı tanımlanmış, portföy yönetiminde önemli yerleri olan portföy teorileri hakkında bilgiler verilmiş, portföy ile alakalı risk, yatırımcı ve yatırım kavramları anlatılmıştır. 2. bölümde konumuzun ana noktalarından İslami portföy yönetimi kavramı anlatılırken, İslami sermaye piyasalarının çok tercih edilen yatırım araçları İslami endeksler, sukuk ve yatırım fonları detaylı bir şekilde açıklanmıştır. İslami endeksler küresel ve yerel olarak incelenirken fihhi açıdan verilen hükümler de verilmiştir. Daha sonra sukuk ve sukuk çeşitleri ile İslami yatırım fonları

anlatılmış ve fihki kararlar verilmiştir. Son bölümde İslami portföy yönetiminin önemli aktörleri İslami portföy yönetim şirketlerinde şer'i yönetim Türkiye ve Malezya örnekleri üzerinden incelenmiş ve maruz kalınan şer'i riskler tanımlanarak Türkiye'nin maruz kaldığı şer'i riskler verilmiştir. Sonuç kısmında şer'i risklere karşı nasıl önlemler alınacağına dair fikirler sunularak literatüre bu yönde katkı sağlanmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.Portföy Teorileri

İnsanların varlıklarını devam ettirebilmeleri için bazı temel gereksinimleri vardır. Bunlar yiyecek temin etme, giyim, barınma gibi en temel ihtiyaçlardır. Bunların karşılanabilmesi için insan sürekli bir uğraş içerisinde varlığını devam ettirmeye gayret eder (Nar, 2019, s. 210). İlk çağlardan günümüz modern çağına kadar bu süreç aynı şekilde devam etmiştir. İnsanlar ihtiyaçlarını karşılayabilmek için toprağı ekmiş, ihtiyaç duyduğu kısmı kendisine ayırmış, kalan kısmını ise farklı ihtiyaçlarını karşılayabilmek için kullanmıştır. Elinde olmayan fakat başkasında bulunan ihtiyaç duyduğu materyale sahip kişileri, o ürünü kendisine vermeleri konusunda ikna etmeye çalışacak veya kendisinde olan ürüne ihtiyaç duyan, kendi aradığı ürüne sahip kişileri bulacaktır. Bu süreçte toplum içinde büyük bir etkileşime ve ilişkiye sebebiyet vermekteydi. Bu toplumsal ilişkiler ekonomik ilişkileri meydana getirmiş, insanlar ellerinde kalan ihtiyaç fazlası ürünlerini farklı ihtiyaçlarıyla değiştirmek arzusunda olmuşlardır. Trampa ya da takas denilen bu durum, paranın ortaya çıkmasının temelini oluşturmuştur. Takasa dayalı ekonomik sistem büyüdükçe ve karmaşıklığı arttıkça, takas sisteminin kapsamı aşılmış ve paranın yükselişine zemin hazırlamıştır (Davies, 2002, s. 10). Adam Smith Milletlerin Zenginliği (Smith) isimli eserinde paranın serüvenini ve ortaya çıkışını anlatırken takastaki zorlukların paranın icadına zemin hazırladığını belirtir (Graeber, 2011, s. 31). Paranın oluşum süreciyle ilgili diğer görüş ise, paranın oluşumunun piyasa oluşumu ile olan ilişkisini temel alan görüştür. İki kişi ile başlayan takas piyasası yönetilebilir bir piyasadır. İki kişi arasında anlaşır ellerinde ihtiyaç

duydıkları malları belirler ve birbirleriyle değiş tokuş ederler. Bu piyasaya yeni katılımcılar dahil oldukça sistem karmaşık hale gelmeye başlayacak, işlem maliyeti artacak ve efektifliği ortadan kalkacak, bu işlemlerin kolaylaşması ve işlem maliyetlerinin azaltılması açısından malların bir değere sabitlenmesi gerekiydi bu değere para denilmiştir (Heinsohn & Steiger, 2007, s. 59). Ticaretin gelişmesi, pazarların genişlemesi ve yeni katılımcıların sayısındaki artış sistemin kapasitesini aşmıştır ve para kullanımının sunduğu avantajlar paranın hızlı yükselişinin önünü açmıştır (Davies, 2002, s. 10). Bu görüşlerde belirtildiği üzere paranın doğuşu ve yükselişi ile kullanım alanının genişlemesi, insanların birikim yapmaya başlamasına zemin hazırlamış, bir süre sonra ise bu birikimlerin yatırıma dönüşmesi için arayışlar başlamıştır. İnsanların temel ihtiyaçlarını karşılama amaçlarından birikime ve yatırıma doğru giden bu süreç portföy yönetiminin temeli olarak kabul edilebilir. Zira portföy yönetimi bir nevi paranın yönetimidir. Portföy yönetimi ile birikimler para olarak yatırıma dönüştürölür ve parasal olarak değer kazanması beklenir.

Portföy, sözlük anlamı itibariyle, “Banka, simsar veya bir aracı kuruluşun kendi elinde tuttuğu, istediği gibi tasarruf ettiği menkul değerler toplamı” olarak tanımlanmaktadır (TDK Sözlük). Finansal bir terim olarak ise portföy, birçok menkul kıymetin bir araya getirilmesiyle oluşan yeni finansal varlıktır (Korkmaz vd., 2013, s. 71). Yasal otoriteler tarafından verilen tanım ise 2-7-2013 tarih ve 28695 sayılı resmî gazetede yayımlanan Portföy yönetim şirketleri ve bu şirketlerin faaliyetlerine ilişkin esaslar tebliğinde yer almaktadır ve “para ve sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler ile kurulca (Sermaye piyasası kurulu) uygun görölen varlıklar ve işlemlerin tümü”, şeklinde ifade edilmektedir.

Portföyde yer alan varlıklar finansal piyasalarda değerlendirildiği için portföyün temeli, para piyasası, sermaye piyasası, türev piyasası, kıymetli madenler ve döviz piyasalarından oluşan finansal piyasalardır (Korkmaz vd., 2013, s. 3). Finansal piyasalar, tasarruf sahibi kişiler ile, o tasarrufa ihtiyaç duyan kişileri bir araya getirmektedir. Tasarruf sahibi elinde fazladan bulunan tasarrufunu değerlendirmiş olur; ihtiyaç sahibi ise bu borç ile yatırımını yapmayı hedefler (Korkmaz vd., 2013, s. 3). Tasarruf sahibi ile borç arayanlar sermaye piyasalarında doğrudan veya banka aracılığı ile dolaylı olarak buluşabilirler. Tasarruf sahibi parasını bankaya koyduğu zaman banka bu varlıkları bir havuzda toplar ve

bu havuzdan fon arayan müşterilerine kredi sağlar. Sermaye piyasalarında ise yatırımcılar doğrudan fon arayan kişilere yatırım yapabilirler. Her iki durumda da fazlalık, sermaye ihtiyacı olana aktarılmış olacaktır.

Portföy yönetimi iki şekilde gerçekleştirilir: yatırımcı kendi portföyünü kendisi yönetir veya bu işi profesyonellere bırakır. Her iki durumda da yatırımcının beklentileri, portföyün yatırım stratejisini belirleyecektir. Portföy yönetim sürecini beş aşamada incelemek mümkündür (Korkmaz vd., 2013, s. 6).

- Birinci adım olarak yatırımcının getiri, risk ve vade beklentileri belirlenir. Yatırımcılar hakkında genel bilgiler toplanır ve en uygun risk seviyesinin ve portföy çeşidi belirlenir. Portföy yöneticisinin asli görevi belirlenen risk seviyesinde yatırımcıya en yüksek getiriyi sunmaktır. Bu sebeple yatırımcıların beklentileri ve risk değerleri önem arz etmektedir. Yatırımcının hangi ürünlere yatırım yapmayı tercih ettiği ve risk seviyeleri doğru bir şekilde tespit edilmezse yatırımcıların memnun olmayacağı sonuçlar ortaya çıkabilir.
- İkinci adım portföye alınması planlanan menkul kıymetlerin analizinin yapılmasıdır. Menkul kıymetlerin geçmiş verileri incelenmeli ve gelecek performansları için matematiksel tahminler yapılmalıdır. Bu hesaplamada ülkenin genel ekonomik durumu, hükümetin para ve mali politikaları, enflasyon, faiz oranları, sektörel ve uluslararası gelişmeler gibi kriterler dikkate alınıp genel durumun yatırım için elverişli olup olmadığına karar verilir. Eğer yatırım için elverişli bir ortam var ise sektörel bazlı daha detaylı analizler gerçekleştirilir. Sektör seçiminden sonra ise menkul kıymet seçimine geçilir ve hangi menkul kıymete ne zaman yatırım yapılabileceği kararlaştırılır.
- Üçüncü adımda ise analizi yapılan menkul kıymetlerden hangilerinin portföye dahil edileceği kararlaştırılır. Bu aşamada riski dağıtmak için varlık çeşitliliği oluşturulur. Yatırım varlıklarına karar verildikten sonra ise hangi varlığa hangi ağırlıkta yatırım yapılacağı belirlenir. Portföy oluşturulurken Markowitz'in modern portföy teorisine dayanarak iki kabul üzerinden hareket edilir. Markowitz'e göre yatırımcılar aynı risk düzeyinde daha fazla getiriyi ve aynı getiri düzeyinde daha az riskli portföyü tercih

edeceklerdir. Varlık çeşitliliği ve yatırım ağırlıklandırılması yapılırken bu iki kabul üzerinden hareket edilir.

- Dördüncü adım oluşturulan portföye yatırım yapılmaya başlandıktan sonra belirli aralıklarla portföyün değerlendirilmesinin yapılmasıdır. Portföyün performansı ölçülür, portföy içinde yer alan menkul kıymetlerle ve menkul kıymet dağılımlarıyla ilgili dönemsel analizler yapılarak değişikliğe ihtiyaç duyulup duyulmadığına karar verilir.
- Beşinci adım olarak ise yapılan bu çalışmalar neticesinde portföyde değişiklik yapılması gerekli ise, müşterinin risk ve yatırım tercihlerine göre gerekli değişiklikler yapılarak portföy revizyonuna gidilir.

Yukarıda bahsi geçen portföy çeşitlendirmesi iki temel teoremden gelmektedir. Geleneksel ve modern portföy teorileri olarak bilinen ve ana fikir olarak risk ve getiriye odaklanan bu görüşler kendi içlerinde farklı görüşleri barındırmaktadırlar. Geleneksel portföy teoremi menkul kıymet sayısının artırılarak riskin azaltılacağını belirtmiş, modern portföy teoremi ise bu yaklaşıma portföyde yer alan menkul kıymetlerin arasındaki ilişkiyi ekleyerek risk ve beklenen getiriye matematiksel bir formüle dökmüştür. Bu görüşler uzun yıllar devam etmiş ve son zamanlarda ortaya çıkan davranışsal portföy teoremi risk ve beklenen getiriye insan psikolojisini de eklemiştir. Bu teorem insanın rasyonel bir varlık olmadığını, yatırım tercihlerinin duygularından etkilendiğini belirtmiştir.

1.1. Geleneksel Portföy Teoremi

Geleneksel portföy teorisi yatırımcıların aldıkları riski dağıtmayı ve en düşük risk oranında en yüksek getiriye elde etmelerini amaçlar (Ayan & Akay, 2014, s. 120). Diğer bir ifade ile yatırımcılara en yüksek faydayı sağlamayı hedefler (Bekçi, 2001, s. 7).

Geleneksel portföy teorisi, basit çeşitlendirme temelli bir portföy yönetimi stratejisidir (Korkmaz vd., 2013, s. 71). Basit çeşitlendirme, portföyün içinde yer alan menkul kıymetlerin birbiriyle olan korelasyonuna bakmaksızın, matematik hesaplamalarından uzak bir şekilde sadece menkul kıymet çeşitliliğini göz önüne alır (Ayan & Akay, 2014, s. 120). Bu teoriye göre, çeşitlendirme yani yatırım yapılan sektör ve şirket sayısı ne kadar çok olursa riskin o ölçüde azalacağı varsayılır. Diğer bir ifade ile portföyün içindeki menkul kıymetlerin

çeşitliliği yani sayısı ile riski arasında doğrusal bir ilişki vardır ve portföyün riskinin her zaman içinde bulunan menkul kıymetlerin risklerinin toplamından daha düşük olduğu kabul edilir. Bu durumun nedeninin ise portföyde yer alan menkul kıymetlerin getirilerinin aynı yönde hareket etmeyeceği varsayımıdır. Portföyün tamamının tek bir menkul kıymetten oluşturulması, bu menkul kıymetin yaşayabileceği olumsuz bir durumu portföyün tamamına yansıtacağı için, portföy bu olumsuz durumdan büyük zarar görebilecektir. Bu olumsuzluğu tüm portföye yaymamanın yolu ise portföyün çeşitlendirilmesidir ve bu çeşitlendirmenin riski azaltacağı varsayılmaktadır (Korkmaz vd., 2013, s. 72).

Geleneksel portföy teoreminde, portföye menkul kıymetler seçilirken en önemli yetkinlik tecrübedir. Menkul kıymetler arasındaki ilişkiye sayısal değerler ile bakılmadığı için, portföye menkul kıymet seçiminde sezgi ve içe doğru öne çıkmaktadır (Korkmaz vd., 2013, s. 71). Bu teoriye göre çeşitlendirme yapılırken aşağıdaki temel hususlara dikkat edilerek risk dağıtılmaya çalışılır (Korkmaz vd., 2013, s. 84);

- 1- Çok sayıda hisse seçimi yapılır ve bunların farklı endüstri kollarından olmasına dikkat edilirdi. Böylece bir endüstri kolunda yaşanabilecek olumsuzluk çeşitlendirme ile portföye yansıtacağı olumsuzluk azaltılmış olurdu.
- 2- Tahvil seçiminde de farklı sektör ve şirketlere yatırım yapılmasına ve vadelerinin farklı olmasına dikkat edilir. Böylece vade riski azaltılır, portföydeki geri dönüşler paylaştırılırdı.

Portföyde yer alan çok sayıda menkul kıymet çeşitliliğinin riski azaltacağı düşüncesiyle aşırı çeşitlendirme yapmak aşağıdaki olumsuzluklara da sebebiyet verebilecektir (Ayan & Akay, 2014, s. 120).

- 1- Çok çeşitlilik, portföye alınan bazı menkul kıymetlerin iyi analiz edilememesine neden olacaktır. Bu durum hem portföy hakkında bilgi düzeyini düşürecek hem de portföye, riskine katlanılmaması gereken menkul kıymetlerin girmesine sebebiyet verecektir.
- 2- Çok çeşit demek, çok fazla işlem adedi demektir. İşlem sayılarının artması komisyon maliyetlerinin artması demektir.

- 3- Portföye menkul kıymet seçiminde çok sayıda menkul kıymet dahil etmeye çalışmak araştırma maliyetlerini de yükseltecektir.

1.2. Modern Portföy Teoremi

Geleneksel portföy teoreminde, portföyde yer alan menkul kıymetlerin arasındaki ilişkiye bakılmadan çeşitlendirilmeye gidilmesini eleştiren Markowitz, 1952 yılında yayımladığı “Portföy Seçimi” isimli makalesinde matematiksel yöntemler kullanarak portföye dahil edilen varlıklar arasındaki ilişkileri tespit ederek portföy seçimini belirlemeyi önermiştir. Menkul kıymet getirileri arasındaki ilişkilerin dikkate alınması ve aralarında negatif ilişki bulunan varlıkların aynı portföyde yer almasıyla, beklenen getiriden ödün vermeden riskin azaltılabileceğini ifade etmiştir (Korkmaz vd., 2013, s. 96). Menkul kıymet analizi yapılırken, sadece geçmiş performansa bakılmamalı, aynı zamanda menkul kıymetlerin birbirleriyle olan etkileşimlerinin de analize dahil edilmesi gerekliliği belirtilmektedir (Yiğitler & Akkaynak, 2017, s. 288). Bu analizler sonucunda geleneksel portföy yaklaşımında olduğu gibi aşırı çeşitlendirmeye gitmeden, portföyde yer alan menkul kıymetlerin birbirleriyle olan negatif ilişkileri dikkate alınır ve yeterli sayıda menkul kıymet ile portföy oluşturulur. Yani Markowitz iyi bir portföyün uzunca bir menkul kıymet listesi içermesinden ziyade yeterli sayıda ve iyi seçilmiş menkul kıymetlerden oluşması gerektiğini savunmuştur (Yiğitler & Akkaynak, 2017, s. 287). Geleneksel portföy teoreminden ayrıldığı en belirgin nokta bu çeşitlendirmedir. Menkul kıymetlerin seçimi ise geçmişteki hareketlerinin iyi analiz edilmesi ve gelecek performansı için beklenen getirisinin tahmini ile yapılmalıdır. Bu tahminin gerçekleşmeme riski her zaman mevcuttur. Model portföy anlayışı bu riskin sayısal değerini matematik ile göstermektedir (Ayan & Akay, 2014, s. 120)

Markowitz’in geleneksel portföy teoremine katkısı üç ana konu ile olmuştur (Bekçi, 2001, s. 25).

- Birinci olarak, bazı durumlarda portföyün sistematik olmayan riskinin yani genel ekonomiyi etkileyen, müdahale edilemeyecek risklerin sıfırlanabileceğini ileri sürmektedir.

- İkinci olarak aynı risk değerine sahip portföylerden getirisi yüksek olanın daha üstün olduğunu ve yatırımcıların bu portföyü seçeceğini belirlemiştir.
- Son olarak etkin sınırı hesaplamıştır. Etkin sınır, çok sayıda portföyün risk ve getiri düzeylerinin oluşturduğu bir grafik çizgisidir. Etkin sınır çizgisinde yer alan portföyler optimum portföydür ve aynı risk seviyesindeki en yüksek getiriyi sunarlar. Etkin sınır çizgisinin altında kalan portföyler ise optimum portföy değildir çünkü aynı risk seviyesinde daha yüksek getirili alternatifi mevcuttur.

Modern portföy teoreminin temelinde iki ana madde vardır ve bunlar yatırımcı tercihlerini belirtir. İlk olarak yatırımcılar aynı risk düzeyinde daha yüksek getiriyi daha düşük getiriye tercih ederler. İkinci olarak ise yatırımcılar aynı getiri düzeyinde düşük riskli portföyü yüksek riskli portföye tercih ederler. Bu iki temel kavram tüm yatırımcılar için geçerlidir ve portföy oluştururken bu kavramlar dikkate alınır. Ayrıca bazı varsayımlar modern portföy teoremi için geçerlidir. Bunlar aşağıdaki maddelerde toparlanabilir.(Korkmaz vd., 2013, s. 97).

- Tüm yatırımcılar rasyoneldir. Yani iktisadi anlamdaki homoeconomicustur. Amaç, fayda maksimizasyonudur. Yatırım kararlarında sadece beklenen getiri ve riski baz alırlar. Yatırımcılar aynı risk düzeyinde daha fazla getirisi olan portföyü tercih ederler.
- Menkul kıymet arzında kısıtlama bulunmamaktadır. Yatırımcılar borsada istedikleri miktarda hisse senedi alabilirler.
- Tüm yatırımcılar menkul kıymetler hakkındaki bilgilere aynı anda ulaşırlar. Bilgi aşısında kısıtlama bulunmamaktadır. Piyasa her zaman dengededir.
- Sermaye piyasalarında bilgiler süratle ve doğru bir şekilde eksiksiz olarak fiyatlara yansır.

Temel olarak bakıldığı zaman iki teoride de yatırımcılar kendi faydalarını en üst seviyeye çekmeyi amaçlamaktadırlar. Fakat iki teori de yatırımcıları yani insanı rasyonel olarak kabul etmiş, gerçek hayatta insanın duygularından etkilenmesini dikkate almamıştır. Bu bağlamda portföy yönetiminde davranışsal model denilen insanın rasyonel bir varlık olmadığını temel alan yeni yaklaşımlar ortaya çıkmıştır.

1.3. Davranışsal Portföy Teoremi

Davranışsal finans yaklaşımı, geleneksel ve modern portföy yaklaşımlarının gerçek hayatta uygulanabilirliği konusuna odaklanmıştır (Müldür, 2019, s. 38). Geleneksel ve modern portföy teorileri, bilginin tamamına sahip olan ve rasyonel şekilde karar alabilen insan kabulü üzerine inşa edilmiştir (Müldür, 2019, s. 38). Geleneksel ve modern portföy teorileri yatırımcıların yatırım tercihlerinde sadece beklenen getiri ve risk düzeylerini temel almaktadırlar. Yatırımcıların hata yapmayacağı ve duygularından etkilenmeyecekleri varsayılmaktadır. Davranışsal model ise bu tarz bir yatırımcı profilinin gerçek hayatta bulunmadığını öne sürmektedir. Davranışsal modele göre portföy oluşturan yatırımcılar homo-economicus yerine, irrasyonel tercihlerde bulunabilen ve duygusal motivasyonlarla da hareket eden bir insan tipi olarak homosafiyen temelli portföyler oluşturmaktadırlar (Müldür, 2019, s. 38).

Davranışsal yaklaşım, yatırımcıların korku ve umut gibi duygulara sahip olduklarını ve bu duyguların yatırımcıların sergiledikleri davranışları etkilediğini belirtmektedir. Bu iki duygu risk alma iştahı üzerinde etkilidir. Korku riskli sonuçlara yönelik eğilimleri etkiler. Artan korku yatırımcıların tahvil gibi risksiz varlıklara ağırlık vermesini yönlendirir. Artan umut ise getiriyi en üst seviyeye çıkartmak için iştah verir ve riskli yatırımları tetikler (Shefrin & Statman, 2000, s. 131).

Yatırımcıların yatırım tercihlerini etkileyen başka bir duygu ise beklentilerdir. Klasik ve modern portföy teorilerindeki gibi her beklenti sadece en düşük risk düzeyinde maksimum getiriyi sağlamak olmayıp, bazı beklentiler yüksek bazıları ise düşük olabilir (Shefrin & Statman, 2000, s. 139). Düşük beklentide yer alan yatırımcılar, yatırımlarının değerini korumayı amaçlar. Enflasyon veya kur artışları gibi olumsuzluklardan en az etkilenmeyi amaç edinirler. Beklentinin yüksek olması ise zengin olma isteğidir. Bu yatırımcılar zengin olma potansiyeli gördükleri riskli yatırım araçlarına yatırım yaparlar. İnsanlar genelde iki olguyu birden hedefler. Bu nedenle düşük ve yüksek beklentileri birleştiren portföyleri tercih ederler. Yatırımlarının bir kısmını yoksulluktan ve finansal sıkıntılardan korunmak için düşük riskli tahvil benzeri yatırımlara yönlendirirler, diğer kısmını ise zenginliklerinde bir

artış için daha riskli fakat getiri potansiyeli de yüksek olan yatırımlarda değerlendirirler (Shefrin & Statman, 2000, s. 143).

Modern portföy teorisinde yatırımcıların yatırım yapma kararlarını sadece iki parametre etkiliyordu: getiri ve bu getirinin sapması, yani risk. Yatırımcılar rasyoneldi ve piyasa çarkları kusursuz bir şekilde çalışıyordu. Öte yandan davranışsal finans duyu ve psikolojinin yatırımcıların tercihlerini etkilediği düşüncesini ortaya çıkarttı. Bu modele göre yatırımcılar rasyonel değildir ve bu sebeple duygularından ve beklentilerinden etkilenerek yatırım kararı alırlar.

2. Risk Kavramı

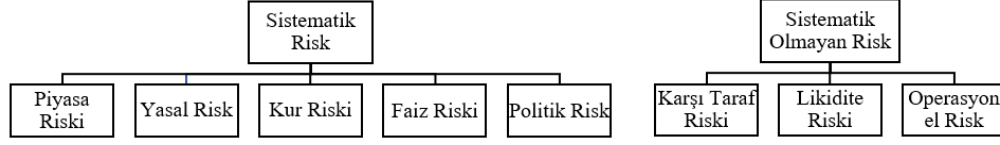
Sözlük anlamı olarak zarara uğrama tehlikesi şeklinde tanımlanan risk (TDK), finans alanında, ileride olacak olan olayların belirsizliği, istenmeyen sonuçlarla karşılaşılma olasılığı ve yatırılan anaparanın altına düşülmesi olasılığı olarak tanımlanabilir. Toplumsal alanda ise risk biraz daha kapsamlı şekilde, sağlık, eğitim, sosyal hayat, ekonomi, finans gibi insanı ilgilendiren tüm alanlarda gerçekleşebilir (Sıcakyüz & Şencal, 2021, s. 137). İnsanlar sağlıklarının bozulması riskine karşı sağlık sigortası yaptırabilir veya arabalarına bir zarar gelmesi riskine karşı arabalarına kasko yaptırabilirler. Fakat günümüzde risk en çok finansal piyasalarda kullanılmaktadır. Risk yönetim teknikleri, ilk zamanlarda finansal kurumlar tarafından faiz oranlarındaki beklenmedik düşüşlerin faiz gelirlerini azaltıcı yani faiz giderlerini artırıcı etkileri gidermek amacıyla kullanılmıştır (Güven, 1995, s. 326). Gelişen koşullar zaman içinde finansal risk yönetimi faiz riski dışında kur ve fiyat risklerini de hesaplama başlanmıştır. Bu riskleri sadece kâr amacı güden işletmeler değil, kâr amacı olmayan kuruluşlar ve devletlerde etkin olarak takip etmektedir. Bu riskler piyasaların yapısal özelliklerinden ve bazen gerçekleşen özel ve beklenmedik durumlardan kaynaklanmakta, piyasalarda dalgalanmalara sebebiyet vermekte ve bu durum yatırımcıları (şirketler ve diğer kuruluşlar dahil) finansal yönetim açısından karar verme konusunda zor duruma düşürmektedir (Güven, 1995, s. 324). Bu bağlamda yatırımcılar, yatırım kararlarını vermeden önce piyasalardaki dalgalanmaların ve şirketlerin özel durumlarının yatırımlarını ne ölçüde etkileyeceği konusunda matematiksel sonuçlar görmek isteyecekler ve bu sonuçlara bakarak yatırım kararı vereceklerdir. Bu matematiksel sonuçlar geçmişe ait veriler

sayesinde piyasadaki belirsizliklerin nicelleştirilmesiyle belirlenecek ve yatırım kararı sürecinde kullanılabilir. Finans piyasaları bağlamında ise risk, gerçekleşen getirinin beklenen getiriden farklı olduğu (altında veya üstünde olması gibi) bütün durumları kapsamaktadır (Güven, 1995, s. 324).

Yatırımcıların, maruz kalabilecekleri riskleri daha iyi ayırt edebilmeleri için risk çeşitli kategorilere ayrılmaktadır. En temel finansal riski, piyasadaki kaynaklı olması açısından iki kategoride incelemek mümkündür. Tüm yatırım araçlarını belirli ölçülerde etkileyen piyasa kaynaklı riske sistemik risk denir. Sistemik risk geniş bir alanı kapsamakta olup bunu kısaca piyasalarda meydana gelen değişiklikler ve dalgalanmalar olarak tanımlayabiliriz. Sistemik riske örnek olarak döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar gösterilebilir. Döviz borcu olan bir işletme, kurlardaki ani artış sonucu borcunu ödemediğinde problemler yaşayabilir. Bu durum likidite riskini ortaya çıkarır. Eğer bu firmaya yatırımlarda yoğunlaşma varsa bu yatırımcıları zor durumda bırakabilir. Sistemik riski piyasa riski, yasal risk, kur riski, faiz riski ve politik risk olarak ayırabiliriz.

Tüm piyasaları etkilemeyen, belirli sektörlerde etki oluşturan riske ise sistemik olmayan risk denir. Sistemik olmayan riskin etkisi portföy çeşitlendirilmesi ile azaltılabilirken, sistemik risk daha geniş çaplı bir etkiye yol açtığı ve tüm sektörleri belirli ölçüde etkilediği için çeşitlendirme ile etkisini azaltmak daha zordur. Piyasadaki kaynaklı olmayan riskler risk çeşitlerine göre gruplara ayrılabilir. İlk tür olarak karşı tarafın yükümlülüklerini yerine getirememesi riski anlamına gelen “karşı taraf riski”ni ele alabiliriz. Sermaye piyasalarında kira sertifikası veya tahvil gibi ürünlerin geri ödenmemesi bu risk türüne girmektedir. Kredi riski olarak da isimlendirilmektedir. İkinci risk türü olarak likidite riski, portföyde bulunan yatırım araçlarının piyasa fiyatından nakde döndürülememesi riskidir. Likidite riski kısa vadeli ödemelerin yerine getirilmesinde aksaklıklara sebebiyet verebileceği gibi, portföyde yer alan menkul kıymetlerin piyasa fiyatından daha düşük bir fiyata, zararına satılmasına ve portföyün zarar etmesine sebebiyet verebilmektedir. Üçüncü risk türü olan operasyonel risk, şirketin iç işleyişinden kaynaklanan riskleri barındırır. Personel hataları, bilgi sistemlerinde yaşanan problemler operasyonel risk türü için örnek verilebilir. Risk türlerini bir şema şeklinde aşağıdaki gibi gösterebiliriz.

Şekil 1: Risk Türleri



Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur

Portföy yönetimi açısından risk hesaplamaları hangi getiri türüne ve ne ağırlıkta yatırım yapılacağını belirlemek için önemlidir. Finansal piyasalarda getiriler iki şekilde sağlanır. İlki faiz – kâr payı veya temettü gelirleri, ikinci olarak ise sermaye kazancıdır (Korkmaz vd., 2013, s. 40). Faiz ve kâr payı geliri sabit getirili menkul kıymetler vasıtasıyla kazanılırken temettü getirisi daha çok hisse senetlerine dağıtılan kâr payını ifade eder. Sermaye kazancı ise hisse senedinin fiyatında meydana gelen artış ile edinilen kazançtır. Bu bahsettiğimiz getirilerin gerçekleşme olasılıklarını, yani beklenen getirileri ve riskin hesaplanması gerekir. Bu hesaplama için varyans ölçüsü kullanılmaktadır. Varyans, beklenen getirinin gerçekleşen getiriden ne kadar ayrıştığını gösteren risk ölçü birimidir. Varyansın küçük olması, riskin az olduğu anlamına gelir. Bununla beraber diğer bir ölçüt varyansın karekökü olan volatilitedir. Volatilité yani standart sapma riski ölçerken yatırımcıların piyasa beklentilerini ölçer. Beklentiler kötü olursa volatilité yüksek olacaktır (Karabıyık & Anbar, 2007, s. 64).

Portföy yönetimi esnasında, bu risk değerleri portföyü belirlemede yol göstericidir. Beklenen getiri ve risk değeri hesaplanarak, yatırımcının risk seviyesine uygun şekilde portföy ağırlıkları belirlenir. Yatırımcı risk sevmiyor ise portföyün ağırlığı risksiz varlıklardan oluşur, eğer risk iştahı varsa portföyde varyansı büyük olan yatırım araçlarına daha fazla ağırlık verilir. Bu itibarla risk yönetimi portföy yönetiminde önemlidir. Sadece piyasa veya yatırımlar için değil, aynı zamanda portföyü yöneten yöneticiler için de risk yönetimi önem arz etmektedir.

Kamu otoriteleri portföylerin yönetiminde risk hesaplarını zorunlu tutmakta ve düzenli olarak rapor oluşturulmasını istemektedirler. SPK tarafından yayımlanan “Yatırım

Fonlarına İlişkin Rehber” isimli dokümanda risk yönetimi ve hesaplamaları ile ilgili detaylar verilmiştir. Bu dokümana göre portföy yönetiminde kullanılacak temel olarak iki risk hesaplaması mevcuttur, bunlar “Riske maruz değer (RMD)” ve “Stres veya Senaryo Testi”dir. RMD rehberde “Riske maruz değer, fon portföy değerinin normal piyasa koşulları altında ve belirli bir dönem dahilinde maruz kalabileceği en yüksek zararı belirli bir güven aralığında ifade eden değerdir” şeklinde verilmiştir. Bu tanıma göre, 5 Milyon TL büyüklüğe sahip bir portföyün RMD’si %5 olarak hesaplanırsa (1 gün ve %99 güven aralığı), normal Piyasa şartları altında %99 ihtimal ile bu portföyün 1 günde edebileceği maksimum zarar 250 Bin TL olacak, %1 ihtimal ile 250 Bin TL’den fazla olacaktır. RMD portföyde yer alan farklı pozisyon ve menkul kıymetlerin risk faktörlerini birleştirerek tek bir değer olarak portföy riskini verebilmektedir (Ünal Halit Özden, 2007, s. 280). Stres veya senaryo testi ise aynı rehberde “piyasada meydana gelen beklenmedik ve olağandışı gelişmelerin fon toplam değerine olan etkilerini analiz etmeye yarayan tekniklerin tümünü ifade eder” şeklinde tanımlanmıştır. Örnek olarak Piyasa faizlerinde %10 oranında bir artışın veya kurlarda yaşanabilecek %20 oranında bir yükselişin portföyü nasıl etkileyeceğini göstermektedir.

Bu hesaplamalar dışında portföyler için önemli olan diğer bir kriter risk değeridir. Risk değeri portföyün oluşturduğu fonun fiyat hareketlerinde meydana gelen volatilitelere göre geçmiş verilerden hesaplanmaktadır. Haftalık fiyat değişimleri kullanılır ve haftalık volatiliteler yıllık baza çevrilir. Bulunan değer tablo 1 de verilmiş olan aralıklara göre fonun risk değerini verir. Burada 1’den 7’ye kadar değerler vardır ve 1 değeri en az riski, 7 değeri ise en yüksek riski ifade eder. Yani risk değeri 7 olan bir yatırım fonuna yatırım yapılırsa ana paradan kaybetme ihtimali yükselir.

Tablo 1: Risk Değerleri

Risk Değeri	Volatilité Aralığı	
	Dahil	Hariç
1	0	0,5
2	0,5	2
3	2	5
4	5	10
5	10	15
6	15	25
7	25	

Kaynak:(Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber, 2021, s. 55)

3. Genel Hatlarıyla Yatırım

Daha önce yatırımın tasarruftan doğduğunu ifade etmiştik. Yatırım kavramı ise bireylerin tasarrufları sonucu elde ettikleri bu parayı çeşitli araçlar ile değerlendirip büyütme çalışmalarınıdır. Bu tasarruf sahipleri yatırımcılardır. Yatırım sözlük anlamı olarak, parayı, gelir getirici, taşınır veya taşınmaz bir mala yatırma; mevduat, plasman şeklindedir. Gelecekte kazanç elde etme amacıyla, belirli tutarda parayı bir işe veya bir yatırım aracına bağlamak yatırımdır. Gelir getirmeyen nakdi sermayenin değer kaybetmemesi, bilakis değer kazanması, enflasyon gibi paranın değerini düşüren olgulardan etkilenmemek için likiditesi yüksek hisse senedi, tahvil, kira sertifikası, altın gibi yatırım araçlarına yatırılmasıdır. Bu yatırımları yatırımcılar kendileri yapabilirken, profesyonel fon yöneticilerine yetki vererek kendi varlıklarını yönettirebilirler. Burada amaç hem nakdi sermayenin değer kaybetmemesi hem de ileri vadeli olarak nakit akışı sağlama isteğidir.

Yatırımlar belirli sonuçlara ulaşmak için yapılır. Yatırımların fonksiyonlarını üç ana başlık altında incelemek mümkündür (Usul vd., 2002, s. 139).

1. Sermayeyi koruma: Tasarruf sahipleri ve yatırımcıların öncelikli amacı yatırımlarının değerini korumaktır. Burada bahsedilen değer nominal değer değil reel değerdir. Enflasyon gibi olgulara karşı yatırımın reel değerini korumak sermayeyi korumaktır.
2. Değer artışı sağlamak: Sermayeyi koruyarak, enflasyon oranının üzerinde gelir elde etme isteğidir. Bu amaçla yatırımcılar farklı yatırım araçlarına yönelirler. Burada bir kazanç beklentisi mevcuttur. Fakat bu kazanç beklentisi yatırımların biraz daha riskli varlıklara yatırılmasını gerektirmektedir.
3. Devamlı gelir elde etme: Düzenli fon akışı sağlayacak şekilde yapılan yatırımlardır. Bu kapsama tahvil, bono, kira sertifikası veya vadeli mevduat/katılım hesabı gibi finansal yatırım araçları girmektedir. Bunun dışında temettü geliri dağıtan hisse senetleri de bu kapsamda değerlendirilebilir. Hisse senedi yatırımı diğer yatırımlara göre daha riskli olduğu için sermaye kaybına neden olabilmekte veya hem sermaye kazancı hem de fon akışı sağlayabilecektir. Finansal piyasalar dışında gayrimenkul olarak kiraya vermekte devamlı getir getiren yatırımlardandır.

Yatırımcılar yukarıdaki amaçlara yönelik tercihlerini belirler ve yatırımlarını o yönde gerçekleştirirler. Örnek olarak sermayeyi korumak isteyen bir yatırımcı, sermayesinden kaybetmeyi göze almak istemeyeceği için faiz veya kâr payı, tahvil veya kira sertifikası gibi araçlara yatırımını yönlendirecektir. Yatırımcılar beklentileri ve arzuları çerçevesinde aşağıda anlatacağımız yatırım araçlarından hangisine yatırım yapacaklarını seçerler.

3.1. Yatırım Araçları

Yatırım araçları, yatırımların değerlendirildiği çeşitli araçları ifade eder. Portföy yönetimi açısından önemlidir, çünkü portföyün hangi yatırım araçlarına yatırım yapacağı en önemli basamaklardan bir tanesidir (Korkmaz vd., 2013, s. 37). Bu araçlar taşınmaz menkuller olabileceği gibi finansal yatırım araçları da olabilir. Özellikle finans alanında gelişen teknolojinin de etkisiyle son yıllarda finansal yatırım araçları hızlı bir büyüme göstermiştir. Yatırım fonlarının veya hisse senetlerinin alınıp satılabildiği piyasalara cep telefonu uygulamalarıyla kolay bir şekilde erişilmesi, insanların büyük veya küçük meblağ fark etmeksizin bu yatırım araçlarına kolaylıkla ulaşabilmesine ve tasarruflarını değerlendirebilmesine yol açmıştır. Bu durum finansal piyasaların derinleşmesine olanak sağlamaktadır. Hem konumuz ile ilgili olması sebebiyle hem de yatırım aracı denince ilk akla finansal piyasaların gelmesi sebebiyle finansal yatırım araçlarına bir miktar değinip daha sonraki bölümde daha detaylı açıklayacağız.

Finansal piyasa tanımı SPK tarafından lisans eğitimleri için hazırlanan finansal piyasalar ders notlarında şu şekilde verilmektedir (*Finansal Piyasalar*, 2021, s. 1):

Finansal piyasalar; “mali varlık” olarak tanımlanan kıymetli evrak niteliğindeki belgelerin alınıp satıldığı piyasalardır. Finansal piyasa kavramı, fon arz edenler, fon talep edenler, fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kuralları içerir.

Bu tanımdan anlaşılacağı üzere finansal piyasalar, tasarruf sahipleriyle, bu tasarruflara ihtiyaç duyan kişi veya kurumları buluşturan yerlerdir. Finansal piyasalar kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Kısa vadeli fon arz ve talebinin karşılandığı para piyasaları, vade genellikle bir yıldan daha kısadır. İkinci piyasa ise bir yıldan uzun vadeli finansal varlıkların işlem gördüğü sermaye piyasalarıdır.

Yatırım araçları yukarıda anlattığımız finansal piyasalarda işlem görmektedir. Piyasa kavramı, alıcı ile satıcının belirli ortamlarda bir araya gelerek, belirli kurallar çerçevesinde alım satım işlemlerini gerçekleştirdikleri yer anlamında kullanılmaktadır. İşte finansal piyasalar bu kişileri bir araya getiren ve para karşılığı kıymetli evrakların alınıp satıldığı piyasalardır. En bilinen piyasa örneği borsalardır (*Finansal Piyasalar*, 2021, s. 1). Finansal piyasalarda öne çıkan yatırım araçları, bonolar, tahviller, hisse senetleri, altın, döviz, mevduat/katılım hesapları ve yatırım fonlarıdır. Bunların dışında İslam hukukuna uygun olarak piyasalara sunulan, yapı olarak bono ve tahvile benzeyen fakat ileriki bölümde detaylandırılacağı gibi onlardan farklı olan yatırım aracı sukuk (kira sertifikası) alternatif bir yatırım aracı olarak değerlendirilebilir.

Yukarıda belirtilen yatırım araçları belirli kriterlere göre portföylere dahil edilmektedir. Bireysel veya profesyonel olsun portföy yöneten kişiler bu yatırım araçlarının risk durumlarına, beklentilerine ve piyasanın genel şartlarına göre yatırımlarını yapacaklardır. Riskten kaçınan bir portföy için en iyi yatırım aracı bono ve kısa vadeli kira sertifikaları olacakken, risk iştahı yüksek bir portföy ise yatırım tercihini hisse senedi, döviz ve altın gibi riskli varlıklardan yana kullanacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

İSLAMİ PORTFÖY YÖNETİMİ

1. İslami Finansın Gelişimi

1920'li yıllarda, bir kavram olarak İslami finansa yönelik tartışmalar başlamıştır. 1940'lı yılların sonlarından itibaren ise Güney Asyalı akademisyenler, Şeriatın gerekliliklerine uyan bir finansal sistemin teorik çalışmalarını yapmışlardır (Mehmood, 2002, s. 676). 1949 yılında Pakistan'ın bir İslam Devleti olarak kurulması ile birlikte bu çalışmalar hız kazanmıştır (Şencal, 2022, s. 4). Bu dönemde Avrupa finans sisteminde kazanılan tecrübeler, İslami finansın teoriden pratik uygulamalara geçmesine katkı sağlamış, 1950 sonlarında Pakistan'ın kırsal kesimlerinde yer alan toprak ağlarının faizsiz bir kredi ağı oluşturmasıyla kısa süreli de olsa pratikte uygulanmıştır (Mehmood, 2002, s. 676). İslami bankacılığın ilk başarılı örneği 1963 yılında Mısır'da Ahmet El-Neccar tarafından, şeriata uygun ve Müslüman halkın

kabul edeceği kâr-zarar ortaklığı temeline dayalı bir şekilde faaliyet gösterecek şekilde kurulan Mit Ghamar Tasarruf Bankası olarak gösterilir. Ahmet El-Neccar, Mit Ghamar fikrini, Almanya’da işleyen tasarruf bankalarının Almanya’nın gelişimine sağladığı katkıyı görünce, Mısır’ın kırsal kesimlerindeki Müslüman halkı kalkındırmak amacıyla hayata geçirmiştir (Şencal, 2022, s. 5). Mit Gharam özgün bir İslami Banka’dan ziyade, Alman tasarruf bankalarının İslami açıdan uygun olmayan işleyişlerinin çıkartılıp yerine İslam hukukuna (şeriata) uygun araçları getiren karma bir model olmuştur. Mit Ghamar’ın önemi başarısından kaynaklanmamaktadır. Zira başarılı bir girişim gibi görünmesine rağmen kısa süreli bir kuruluş olmuş ve kapanmıştır. Mit Ghamar’ın asıl önemi kendisinden sonra kurulacak diğer İslami bankalara öncülük etmesidir (Şencal, 2022, s. 6).

Mith Gamr gibi sosyal olarak başarılı bir diğer örnek 1967 yılında Malezya’da kurulan Hac fonudur. Haji isimli bu fonda Malezyalı Müslümanların hacca gitmek için biriktirdikleri küçük birikimleri İslam hukukuna uygun şekilde değerlendirilmektedir. Devlet destekli ve özel kanunu bulunan bir sosyal yardım fonudur (Bakâr vd., 2020, s. 60). Tabung Haji’nin kuruluşunda yatan temel düşünce büyük birikimler yapmaya fırsatı ve gücü olmayan yoksul halkın, uzun vadede birikim yaparak tasarruf etme imkânı bulmasıdır. Tabung Haji sadece hac ibadeti için tasarruf yapma amacını yerine getirmemekte, buna ek olarak Malezyalı hacıların hac ibadetleri sırasında rahat etmelerini, ihtiyaçlarını karşılamayı ve onların hac ibadeti öncesinde eğitim almalarını da sağlamaktadır. Malezya’daki hac işlerini bir bütün olarak ele almaktadır. Tabung Haji vizyonunu hac ibadetinde mükemmellik olarak açıklamaktadır. Hacıların ibadetleri sırasında güvende ve rahat hissetmeleri önceliğidir. Vizyonunu ise ümmet ekonomisini güçlendirmek, sürdürülebilir büyümeyi sağlamak ve bunun için yerel ve küresel çapta yatırımları düzenli olarak araştırmak, mudilerin yatırımlarını yönetmek ve zenginleştirmek, helal ve rekabetçi getiriler sunmak, hizmetleri mükemmelleştirmek ve hacıların ihlaslı bir şekilde hac ibadetlerini yerine getirmeleri için onlara yardımcı olmak şeklinde vermiştir.¹ Bu fon sosyal sorumluluk fonu olarak kurulması ve İslami ilkeler gözetilerek yönetilmesi açısından önemlidir (Asutay vd., 2013, s. 7).

¹ Bkz. <https://www.tabunghaji.gov.my/en/vision-mission-core-values>, erişim tarihi:24.04.2023

Milletler arası olarak kurulan ilk İslami finans kurumu ise 20 Ekim 1975 tarihinde, İslam Konferansı Teşkilatı'na üye ülkeler ile diğer ülkelerdeki Müslüman azınlıkların İslami kurullar dahilinde sosyal ve ekonomik açıdan kalkınmalarına destek olmak amacıyla kurulan İslam Kalkınma Bankasıdır. Hali hazırda 53 üyesi bulunan İslam Kalkınma Bankası İslam hukukuna uygun finansman araçları ile üye ülkelerin ticari gelişimleri için finansman desteği sağlamak, alt yapı projelerinin geliştirilmesini desteklemek ve finansal açıdan destek vermek, İslam ekonomisi alanındaki çalışmaları desteklemek ve azınlık olan Müslüman nüfus için özel fonlar kurmak gibi sosyal ve ekonomik amaçlarına yönelik çalışmalar yapmaktadır.² Bu oluşum Müslüman dünyasının “Dünya Bankası” rolünü üstelenen bir yapıdır (Asutay, 2011, s. 41).

Ticari anlamda ilk İslami bankacılık örneği, 1975 yılında Dubai merkezli kurulan Dubai İslam Bankası'dır. Körfez bölgesinde 1970'li yıllarda petrolün keşfi ile yükselen sermaye İslam hukukuna uygun yatırım araçları aramış ve İslami bankacılık yükselişe geçmiştir. Bu bağlamda Kuveyt merkezli Kuwait Finance House 1977 yılında, Katar merkezli Faisal İslamic Bank of Sudan ve Faisal İslamic Bank of Egypt 1977 yılında, Jordan İslamic Bank for Finance and Investment 1978 yılında, Bahrain İslamic Bank 1979 yılında kurulmuştur (Wilson, 2009, s. 6). Körfez bölgesinde petrolün bulunmasıyla biriken sermaye İslami bankaların ticari olarak kurulması ve gelişmesinde önemli rol oynamıştır (Öztürk & Saygın, 2017, s. 16). Körfez bölgesindeki bu hareketliliği 1983 yılında Malezya ilk İslami bankası olan Bank İslam Malaysia'yı kurarak devam ettirmiştir. Aynı yıl Malezya hükümeti İslami Bankacılık Kanunu'nu (İslamic Banking Act 1983, and Government Funding Act 1983) yayınlamış ve bu kanun ile İslami bankaları da Malezya Merkez Bankası'nın denetimine tabi tutmuştur. Malezya hükümetinin buradaki amacı İslami finansa önem verildiğini göstermek ve sistemin gelişmesi için yasal bir çerçeve sağlamaktır (Zin vd., 2011, s. 181). Bu örnek o dönemin ilk örneğidir. 1920'li yıllarda fikri olarak doğan, 1963 yılında ilk örneği ortaya çıkan İslami finans, bu süreç içerisinde hızlı bir büyüme göstermiş ve 2021 yılında 3.1 Trilyon USD büyüklüğe ulaşmıştır (*Katılım Finans Strateji Belgesi*, 2022, s. 29).

² Bkz. <https://islamansiklopedisi.org.tr/islam-kalkinma-bankasi>, erişim tarihi: 20.04.2023

İslami finansın bu büyümesinde en etkili aktörler İslami bankalardır. Bankacılık harici İslami finans kurumlarının ortaya çıkışı ise daha ileri yıllara dayanmaktadır. Bankacılık harici sektörler İslami sigortacılık (Tekafül) ve İslami sermaye piyasalarıdır. İlk tekafül firması 1979 yılında Sudan’da kurulmuştur. İslami sermaye piyasalarının ilk örneği ise 1990 yılında Malezya’da gerçekleştirilen ilk ticari Sukuk ihracıdır. 1990 sonlarında ise küresel İslami endeksler oluşmaya başlamıştır.

İslami finansın bir diğer aktörü olan tekafül, iş birliğine dayalı bir sigortacılık anlayışıdır. Temelinde sorumluluk bilinci bulunan üyelerin ortak bir havuza düzenli olarak para koymaları ile oluşan birikimler, yardıma ihtiyaç duyan üyelerin ihtiyaçlarının giderilmesinde kullanılır (Zin vd., 2011, s. 181). Tekafülün temelini akile denilen sistem oluşturmaktadır. Akile sözlük anlamı olarak, kasıt unsuru barındırmayan, taksirli öldürme veya yaralama durumlarında suçlu şahıs adına diyeti ödemeyi üstlenen kişileri ifade eder. Akile insanın yaşam hakkına ve vücut bütünlüğüne karşı işlenen suçların diyetini ödemek için kurulu bir yapıdır. Hz. Peygamber’in bizzat uygulamasında da yer alan akilenin kökeni İslam öncesine, Arapların eski kabile dayanışmalarına kadar uzanır³. Medine Sözleşmesi’nde de akileye yer verilmiş, her kabilenin ayrı ayrı adları verilerek kendi aralarında ağır bir mali yükü karşılıklı olarak ortaklaşa meydana getirilen fondan karşılanması belirtilmiştir. Akile esas olarak, esirleri kurtarmak için fidye ödemelerinde ve mala veya cana verilen zararlarda diyet ödemelerinde kullanılmak maksadıyla oluşturulmuştur. Bunun nedeni ise o zamanlarda ağır mali yükümlülük getiren olayların bunlar olması, diğer risklerin görece düşük ölçekli ve maliyet olarak kişinin karşılayabileceği büyüklükte olmasıdır (Sağlam, 2011, s. 285). Akile sistemi bu sebeplerle tekafülün temeli olarak kabul edilmektedir. İlerleyen yüz yıllarda benzer dayanışma mantığı temel alınarak Osmanlı İmparatorluğu’nda vakıflar, lonca üyelerine tekafül benzeri imkanlar sağlama konusunda uygulamalar gerçekleştirmiştir (Sadeghi, 2010, s. 101). Tekafül, 1976 yılında Suudi Arabistan’ın Mekke şehrinde düzenlenen İslam ekonomisi konulu uluslararası konferans sırasında karşılıklı korunmaya dayalı bir sigorta modeli olarak kabul edilmesi gündem

³ Bkz. <https://islamansiklopedisi.org.tr/akile>, erişim tarihi: 20.04.2023

edilmiş, kabulü ise 1986 yılında İslam Fıkıh Konseyi'nin onayı ile olmuştur (Sadeghi, 2010, s. 103).

AAOIFI 26 numaralı faizsiz finans standardında tekafülü tanımlamış ve gerekli şartları belirlemiştir. 2002 yılında AAOİFİ fıkıh kurulu tekafül ile alakalı bir standart hazırlanmasına karar vermiş, hazırlanan standart üzerinde tartışmalar ve güncellemeler sonucunda Haziran 2006'da Suudi Arabistan'ın Medine şehrinde 26 numaralı standart kabul edilmiştir. İlgili faizsiz finans standardına göre tekafül, belirli risklere maruz kalma olasılığı olan bir grubun, bu risklerden kaynaklanabilecek zararların telafisi üzerine anlaşmalarıdır. Sistemin işleyişinde, grup mensupları teberra yani bağış yükümlülüklerini yerine getirecek şekilde ödemelerini yaparlar. Bu ödemeler, ayrı bir tüzel kişiliği bulunan sigorta fonunu meydana getirir. Bu fon, grup üyelerinin belirlenen risklere maruz kaldığında karşılaştıkları maddi zararları karşılar. Konvansiyonel sigortacılık sisteminde olduğu gibi garar yani belirsizlik içeren bedelli sözleşme hükümleri bulunmadığı için dinen caiz olduğu kabul edilmiştir.

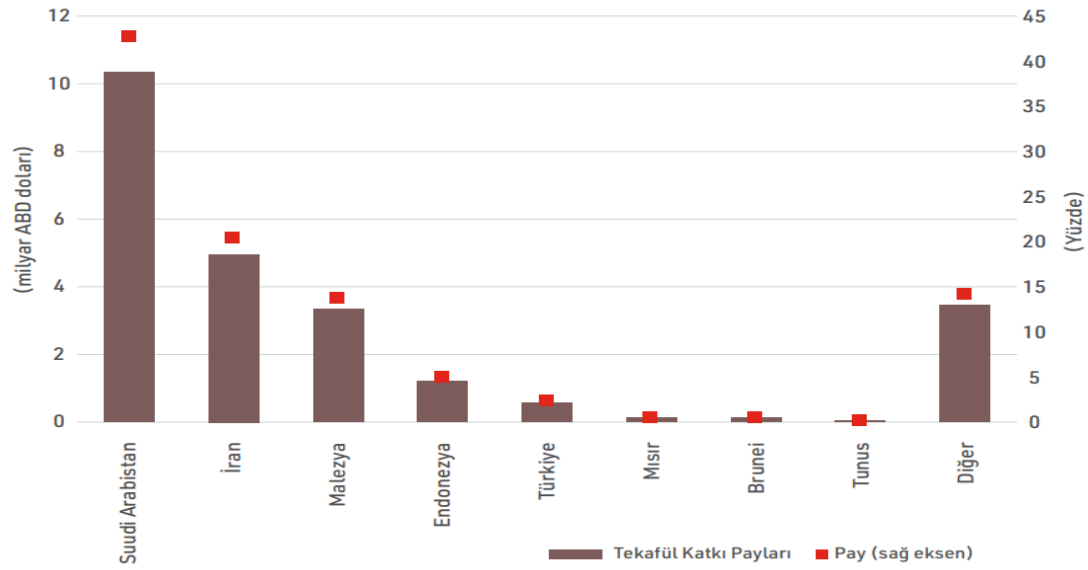
Modern anlamda tekafül ile alakalı olarak teorik çalışmaların 1960'lı yıllarda başladığı görülmektedir. 1979 yılında Faysal İslami Bankası, Sudan İslami Sigorta Şirketi'ni kurarak ilk adımı atmıştır. 1984 yılında ise Malezya ve Asya'daki ilk tekafül şirketi olan Syarikat Takaful Malaysia Berhad kurulmuştur. Aynı yıl Malezya tekafül kanununu çıkartarak bu alanda yasal düzenlemeyi gerçekleştiren ilk ülke olmuştur. 1985 yılında İslam Fıkıh Akademisi tekafül sigortacılığı ile ilgili 9/2 numaralı kararını açıklamıştır. Karar özetle, konvansiyonel sigorta şirketlerinin uygulamakta olduğu sabit prim esasına dayalı sigorta sözleşmesi, akdi geçersiz kılacak kadar büyük belirsizlik içermekte olup dinen haram olduğu yönündedir. İslam'daki muamelat ilkelerine uygun alternatif sigorta sözleşmesi ise karşılıklı yardım esasına dayalı yardımlaşma sigortası akdidir. Bu esasa dayalı reasürans işlemi de aynıdır⁴. Ayrıca yine aynı kararın son maddesinde akademi şu çağrıyla yapılmıştır: "İslam ekonomisini sömürden kurtarmak ve Allah'ın bu ümmet için seçtiği sistemi ihlal etmeyi sona erdirmek için Müslüman ülkeleri kooperatif sigorta kurumları ve reasürans için kooperatif kuruluşları kurmaya davet etmek".

⁴ Bkz. <https://islamansiklopedisi.org.tr/sigorta>, erişim tarihi: 20.04.2023

Tekafül sigortacılığının Türkiye’deki geçmişi ise daha yeni zamanlara dayanmaktadır. 2010 yılında Neova Sigorta tekafül sigortacılığını Türkiye’ye getirmiştir. Türkiye’deki ismi katılım sigortacılığı olan tekafül, 2017 yılında yasal bir zemine kavuşmuştur. 2017 yılında 30186 sayılı “Katılım Sigortacılığı Çalışma Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik” yayımlanmıştır. 2020 yılında ise 31339 sayılı resmî gazetede yayımlanan “Katılım Esasları Çerçevesinde Sigortacılık ve Bireysel Emeklilik Faaliyetlerine İlişkin Yönetmelik” yayımlanmıştır. Bu yönetmelikte Katılım sigortacılığı “Katılım esaslarına göre icra edilen sigortacılık faaliyeti” şeklinde tanımlanmıştır.

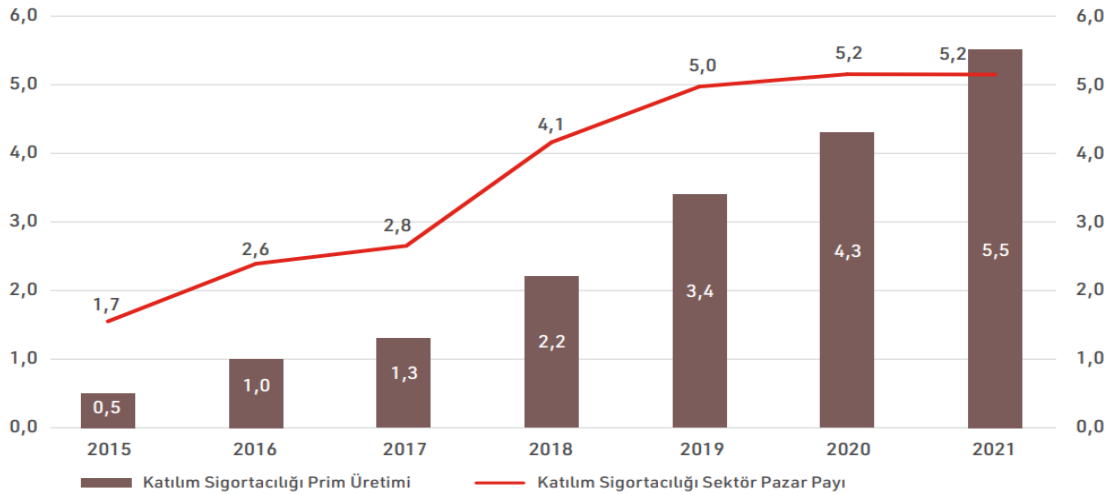
Tekafül, 2021 yılı itibariyle 73 Milyar USD büyüklük ile en küçük İslami finans sektörüdür. Dünya çapında 335 Tekafül firması bulunurken, tüm sektör içindeki payı %2’dir. Türkiye global ölçekte tekafül piyasası içinde 2 Milyar USD’lik büyüklük ile %2.7 paya sahip iken, iç pazarda Katılım sigortacılığı toplam sigortacılık içinde %5.2 paya sahiptir. Hem global anlamda hem de Türkiye’de tekafül piyasası yıllar boyunca yükselmeye devam etmiştir. 2020 yılında küresel İslami sigortacılığın büyüklüğü bir önceki yıla göre %4,8 oranında artarak 24,2 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Suudi Arabistan, İran, Sudan, Brunei, Malezya, BAE ve Endonezya toplam katkı paylarının %95’ni üretmektedir. Suudi Arabistan, İran ve Sudan’da sigortacılık sisteminin tamamı İslami sigortacılıktan oluşmaktadır. Grafik 1 global ölçekte ülkelerin tekafül paylarını ve oranlarını göstermektedir. 2020 yılı verilerine göre üzere Suudi Arabistan İslami sigortacılık sektöründe 10,3 milyar ABD doları ile ilk sırada yer alırken, İran 5 milyar ABD doları ile ikinci sırada yer almaktadır. Türkiye’nin küresel piyasadaki payı %2,4 seviyesindedir. Grafik 2 ise 2021 yılında Türkiye’deki sigortacılık ve tekafül piyasasının durumunu göstermektedir. Türkiye’de tekafül piyasası düzenli yükseliş göstermiş, konvansiyonel sigortacılık içindeki payını sürekli arttırmıştır.

Grafik 1: Seçilmiş Ülkelere Göre İslami Sigortacılık Katkı Payı Üretimi ve Payı (2020)



Kaynak: (Katılım Finans Strateji Belgesi, 2022, s. 75)

Grafik 2: Türkiye Katılım Sigortacılığı Toplam Prim Üretimi ve Sektör Pazar Payı (2021, Milyar TL)



Kaynak: (Katılım Finans Strateji Belgesi, 2022, s. 78)

İslami finansın en büyük alanı bankacılık olmakla birlikte, son yıllarda sermaye piyasaları alanında da büyüme gözükmemektedir. Fon veya portföy yönetimi, tasarruf sahiplerinin ellerinde bulunan fazla paraların fon ismi verilen bir havuzda toplanıp, belirli finansal hedeflere ulaşmak için çeşitlendirilmiş menkul kıymetlere ve diğer varlıklar

portföyüne yatırılmasına denir. Tüzel kişiliklere sahip olan yatırım fonlarına, hissedar veya pay sahibi olarak bireysel veya kurumsal yatırımcılar para yatırabilir (İSEDAK, 2019, s. 10). Fonları profesyonel olarak yöneten ve yatırımcılar adına yatırımı üstlenen tüzel kişi, fon yöneticisi veya portföy yönetim şirketi olarak bilinir. Fon yöneticisi, müşterilerin yatırımlarını yöneterek hisse senetleri, tahviller, para piyasası araçları, bunların bir kombinasyonu ve hatta diğer yatırım fonları gibi menkul kıymetlerden oluşan bir varlık portföyü oluşturur (Korkmaz vd., 2013, s. 4). Fonun yatırım portföyü, izahnamesinde belirtildiği gibi yatırım hedeflerine uyacak şekilde yapılandırılır ve sürdürülür. Portföy yöneticisi fonu yönetirken en iyi risk/getiri performansını hedefler. Portföy veya fon yönetimi, günümüzde profesyonel olarak portföy yönetim şirketleri tarafından gerçekleştirilir. Bu profesyonel portföy yönetim şirketleri kanuni düzenlemelere tabi ve ilgili kurumlar tarafından denetlenen, belirli bir sermaye ve nitelikli personel bulundurması gereken şirketlerdir.

Türkiye’de 2012 yılında yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ile portföy yönetim şirketlerinin tanımı yapılmış, görevleri ve kuruluş şartları belirtilmiştir. İlgili kanunun 55. Maddesinde portföy yönetim şirketi tanımı şu şekildedir:

Portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklıktır. Portföy yönetim şirketinin kurulması ve faaliyete geçmesi için Kuruldan izin alınması zorunludur. Buna ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.

Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere yatırım fonlarının kurulması ve yönetim yetkisi portföy yönetim şirketlerine verilmiştir. Ayrıca emeklilik yatırım fonlarının yönetimi de bu kapsamda portföy yönetim şirketleri tarafından yapılmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin tanımları diğer ülkelerin mevzuatlarında da benzer şekilde yapılmıştır. İslami finans sektöründe önemli bir konumu olan Malezya ise konvansiyonel portföy yönetimi ile ilgili hukuki altyapısını daha erken oluşturmuş ve 2005 yılında yayımlanan SC-GL/CGL-2005 numaralı portföy yönetim şirketleri kılavuzunda portföy yönetim şirketini, fon yönetimi işini yürüten, sermaye piyasası hizmetleri lisansına sahip şirket olarak tanımlamıştır. Hem Türkiye hem de Malezya benzer tanımlarda bulunmuşlar ve yetkili kuruluştan lisans alınmasını şart

koşmuşlardır. Bu durum portföy yönetim şirketlerinin yetkili kurumlar tarafından düzenli olarak denetlendiğini ve yatırımcıların korunmasına yönelik işlemler yapıldığını göstermektedir. Bu tip yasal düzenlemeler ve denetlenmeler yatırımcıların portföy yönetim şirketlerine ve sektöre olan güvenini diri tutmaktadır.

İslami portföy yönetim şirketleri ise göreceli daha yeni ortaya çıkan yapılardır. Yatırım yapılabilir ürün çeşitliliği bakımından konvansiyonel sektörlere göre daha sınırlı bir alana sahiptirler. İslami portföy yönetiminin hedefi de geleneksel portföy yönetimi hedefleri ile uyumlu olarak en iyi risk/getiri performansı sağlamaktır; ancak yatırım yapılan finansal araçların İslam hukukuna uygun olma ve yatırım sürecinin Şer'i açıdan denetlenmesi ile farklılaşmaktadır (İSEDAK, 2019, s. 12). Bu sebeple hem İslami hem de konvansiyonel portföy yönetim şirketleri kurucu ve yöneticisi oldukları fonlarda yatırım araçları farklılaşsa dahi benzer faaliyetleri gerçekleştirirler. Müşterilerin finansal ihtiyaçlarını belirleyerek buna uygun yatırım fonlarının kuruluşunu gerçekleştirip, bu fona uygun yatırımların finansal analizini yapıp, uygun varlık ve menkul kıymetleri seçerler. Daha sonra fonun performans ölçümü ve takibi yapılır, stratejiler gözden geçirilir. Burada bu iki portföy yönetim şirketini ve kurdukları fonları birbirinden ayıran özellik, İslami fonların her zaman İslam hukuku kurallarına uygun şekilde işletilmesinin, faaliyet göstermesinin ve yatırım yapmasının zorunlu olmasıdır. Bir başka deyişle İslami portföy yönetimi, yatırımcıların parasının İslam hukukuna uyumlu menkul kıymet ve varlıklara yatırılarak arzu edilen finansal hedeflere ulaşmak amacıyla İslami ilkelere uygun şekilde profesyonel olarak yönetilmesidir. Yatırımların İslam hukukuna uygunluk açısından taranması, denetlenmesi, uygunsuz yollarla elde edilmiş gelirin arındırılmasını içeren Şer'i yönetim mekanizmaları gibi unsurlar, İslami portföy yönetim faaliyetlerinin önemli unsurlarıdır. Bu bağlamda bakıldığı zaman İslami portföy yönetiminin konvansiyonel portföy yönetimine göre daha karmaşık bir yapıya büründüğü söylenebilir. İleriki bölümde İslami sermaye piyasalarının en bilinen yatırım araçları detaylı bir şekilde çalışmada verilmiştir.

2. İslami Portföy Yönetimi ve Yatırım Araçları

İslami portföy yönetimi, yatırım yapılan araçların İslam hukukuna uygun olması şartıyla konvansiyonel taraftan ayrılmaktadır. Son bölümde detaylandıracağımız üzere Malezya

İslami portföy yönetim şirketleri için bir kılavuz yayımlamış ve şirket bünyesinde İslami fon yönetimini konumlandırmıştır. Türkiye’de ise portföy yönetim şirketleri özelinde bir ayırım yapılmamış, portföy yönetim şirketleri tarafından kurulan fonlar özelinde ayırma gidilmiştir. İslam hukukuna uygun yönetilecek fonları “Katılım Fonu” olarak tanımlamış ve yatırım yapabileceği araçları tebliğlerde belirtmiştir.

Yukarıda portföy yönetim şirketlerinin tanımında ifade edilen yatırım fonlarının kuruluşu süreci şu şekilde ilerlemektedir. Portföy yönetim şirketleri yatırım hedeflerine uygun yatırım fonunu seçer, izahnamesini hazırlar ve onay için SPK’ya gönderirler. SPK’nın onayı sonrası fon ihraç edilmeye hazır hale gelir. Fonun özellikleri ve bilgilerini, risklerini, yatırım stratejilerini yatırımcılara anlatan belge izahnamedir ve fon izahnamede belirtilen esasların dışına çıkamayacağı şekilde yönetilir. Katılım fonlarında da işleyiş aynı şekildedir, konvansiyonelden farkı izahnamede belirtilen yatırım stratejilerinin İslam hukukuna uygun araçlardan oluşmasıdır. Portföy yönetim şirketleri tarafından ihraç edilen ve yönetimi gerçekleştirilen fonların yatırım yapabileceği araçlar genel olarak tablo 2 de verilmiştir. Bu yatırım araçları konvansiyonel ve İslami portföy yönetim şirketlerinin yatırım yapabileceği araçlardır.

Tablo 2: Yatırım Araçları

Pay (hisse) senetleri	Repo ve ters repo işlemleri
Tahvil	Mevduat hesapları
Bono	Katılma hesapları
Fon katılma payları	Döviz
Borsa yatırım fonları	Kıymetli madenler
Varantlar ve sertifikalar	Emtialar
Kira sertifikaları - Sukuk	Para piyasası araçları
Türev ürünler	Taahhüt sözleşmeleri
VİOP işlemleri	SWAP işlemleri

Kaynak: (Sermaye Piyasası Araçları 1, 2022, s. 81)

Eğer katılım esaslı bir fon yönetiliyorsa yukarıdaki yatırım araçlarının tamamı kullanılabilir değildir. Katılım esaslı fonların yatırım yapabileceği araçlar ise tablo 3 te verilmiştir.

Tablo 3: İslami Yatırım Araçları

Pay (hisse) senetleri	Kıymetli madenler
Fon katılma payları	Döviz
Borsa yatırım fonları	Emtia
Kira sertifikaları - Sukuk	Taahhüt sözleşmeleri
Katılma hesapları	SWAP işlemleri

Kaynak: (*Sermaye Piyasası Araçları 1*, 2022, s. 81)

Bu yatırım araçlarına belirli kısıtlamalar ile yatırım yapılabilir. Hisse senetlerinin BİST Katılım Endeksi, FTSE Bursa Malaysia gibi Shariah endekslerde yer alması, döviz, kıymetli maden ve emtia işlemlerinin spot yani anlık gerçekleşmesi ve diğer yatırım araçlarından İslam hukukuna uygun şekilde yönetiliyor olması ve icazet belgelerinin bulunması gerekmektedir. Görüldüğü üzere katılım esaslı fon yönetiminde kullanılacak araçlar konvansiyonel fonlara göre oldukça azalmaktadır.

Bu kısıtlamaların en çok hissedildiği alan emtia alanıdır. Özellikle belirli dönemlerde popüler hale gelen petrol, kahve gibi emtialara yatırım konusunda katılım esaslı fonlar geri kalmaktadır. Bunun temel sebebi Şer'i açıdandır. Emtia fonları genel olarak vadeli işlemlerden oluşmaktadır. Türkiye'de Ak Portföy'ün AES kodlu petrole dayalı yatırım yapan fonu mevcuttur. Bu fonun izahnamesi incelendiği zaman yurt dışında petrole yatırım yapan borsa yatırım fonlarına yatırım yaptığı gözükmemektedir. Bu borsa yatırım fonları ise vadeli olarak petrole yatırım yapmaktadırlar. Petrol veya başka emtiaları spot olarak almak, taşımak ve depolayıp saklamak çok mümkün olmadığı için bu tip emtialara yatırım yapan fonlar vadeli işlemler üzerinden ilerlemekte, bu durum da İslam Hukuku açısından uygunsuz bulunmaktadır. Bu tip fonlar genel olarak reklam amaçlı ve tematik olarak çıkartılmaktadır. Fakat bu fonları İslami portföy yönetim şirketleri kurup yönetememektedir. Bununla birlikte İslami açıdan uygun olan emtia aracı Türkiye Ürün ve İhtisas Borsası AŞ (TÜRİB) tarafından ihraç edilen Elektronik Ürün Senedidir (ELÜS). TÜRİB, buğday, arpa, mısır, kuru üzüm, fasulye, ay çekirdeği gibi ürünlerin senet haline getirilip, bu senetlerin elektronik ortamda alınıp satılabildiği bir borsadır. Ürünlerin lisanslı depolarda tutulduğu ve fiziki olarak karşılıklarının bulunduğu TÜRİB belirtilmektedir. TÜRİB, Türkiye'de henüz yeni olması sebebiyle çok rağbet görmemekte fakat İslami açıdan uygun bir emtia piyasası olması açısından önem arz etmektedir. Buradan görüleceği üzere İslami fonlar için işlemlerin gerçek

işlem olma zorunluluğu, konvensiyonel fonların çok rahat hareket edebildikleri yatırım araçlarında daha kısıtlı veya hiç hareket edemez durumda kalmalarına sebebiyet vermektedir. Bu sebeple bu tip tematik fonların İslami açıdan kurulması mümkün gözükmemektedir. İslami finans okur yazarlığının yüksek olmadığı Türkiye’de bu durum yatırımcılar tarafından da sorgulanmaktadır.

Türkiye’de İslami portföy büyüklüğüne değinmeden önce, Malezya’da İslami ve konvensiyonel portföy büyüklüklerine değinmek yerinde olacaktır. Malezya sermaye piyasası kurumunun hazırladığı yıllık raporda İslami sermaye piyasaları ve İslami portföy yönetimi ile alakalı olarak şu veriler yer almaktadır; Malezya’da İslami sermaye piyasası alanı yani şer’i listelerde yer alan hisse senetleri ve sukuk piyasaları, toplam sermaye piyasalarının %64’lük kısmını oluşturmaktadır. Bununla birlikte toplam hisse senetlerinin %81’lik kısmı şer’i listelerde yer almakta, aynı zamanda hisse senedi piyasasının toplam hacminin %65’lik kısmı şer’i listelerde yer alan hisse senetlerinden kaynaklanmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri fon büyüklüğüne bakıldığında ise toplam yönetilen fonların %23’lük kısmının İslami fonlardan oluştuğu görülmektedir. Portföy yönetim şirketlerinin yönetiminde bulunan İslami fonlara bakıldığında zaman Malezya’da 33 adet İslami fon konvensiyonel portföy yönetim şirketleri tarafından pencere usulü şeklinde yönetilmekte, 24 fon ise İslami portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmektedir.

Türkiye’de ise SPK tarafından hazırlanmış bu şekilde bir rapor mevcut değildir. TEFAS ve BİST platformlarından çekilen verilerden elde edilen oranlara göre, BİST pay piyasası hacminin %42’lik kısmı Katılım endeksinde yer alan firmalardan kaynaklanmaktadır. Ayrıca BİST pay piyasasında işlem gören hisse senetlerinin %34’ü Katılım endeksinde de yer almaktadır. Portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen yatırım fonlarının %15’i İslami esaslara göre yönetilen Katılım fonlarından oluşmaktadır. Türkiye’de İslami esaslara göre yönetilen yatırım fonu ve emeklilik yatırım fonlarının toplamı ise 195 adettir. Türkiye’de yatırım fonlarının sayısının Malezya’ya göre oldukça fazla sayıda olduğu gözükmemektedir. Malezya’da şer’i yönetim bağlamında, İslami fon yönetiminin sorumluluklarının fazla olması İslami fon kurulması ve yönetilmesi bağlamında sınırlayıcı etkiye sahip olabilir. Bununla birlikte İslami sermaye piyasaları alanında Malezya daha geniş

bir pazara sahiptir. Özellikle pay piyasalarında yer alan hisse senetlerinin büyük kısmının şer'i listelerde yer alması Malezyalı yatırımcıların bu konuya önem verdiklerinin göstergesidir.

2022 sonu itibariyle Türkiye’de emeklilik ve yatırım fonlarının toplam büyüklüğü 1.6 Trilyon TL seviyesindedir. Bu oran yıllık olarak bakıldığı zaman 2021 yılına göre %140 lık bir artış anlamına gelmektedir. Sektör 2018 yılından itibaren düzenli bir büyüme eğilimindedir.

Yönetilen bu portföy büyüklükleri içerisinde özel portföy yönetimi ve GSYF ve GSF fonları da yer almaktadır. Bu çalışmamızda biz menkul kıymet yatırım fonları, borsa yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarını baz alarak İslami portföy yönetiminin konvansiyonel portföy yönetimi içinde ne durumda olduğunu göstereceğiz. Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere, 2022 sonu verilerine göre portföy yönetim şirketlerinin kurucu ve yöneticisi olduğu yatırım fonlarının büyüklüğü 680 Milyar TL seviyesindedir ve bu durum 2021 sonuna göre %156 oranında bir artışa tekabül etmektedir. İslami yatırım fonlarının büyüklüğü ise 2022 yılı sonunda 70 Milyar TL seviyesine ulaşmıştır ve bu durum 2021 yılı sonuna göre %346 oranında bir artışa tekabül etmektedir. Pazar payına bakıldığı zamanda 2021 yılında %6 olan İslami fonların pazar payı 2022 yılında %10 oranına ulaşmıştır. Bu tablo bize İslami yatırım fonlarının konvansiyonel yatırım fonlarına göre çok daha hızlı bir büyüme gösterdiğini ifade etmektedir.

Tablo 4: Katılım Esaslı Yatırım Fonlarının Konvansiyonel Yatırım Fonları İle Karşılaştırılması

	2021	2022
Katılım Esaslı YF	15,633,243,640.72	69,673,796,994.30
Toplam YF	266,524,885,327.99	682,083,155,514.51
Pazar Payı Oranı	5.87%	10.21%

Kaynak: Yazar tarafından TEFAS verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Emeklilik yatırım fonlarında (EYF) ise yatırım fonlarında olduğu gibi bir büyüme gerçekleşmemiştir. 2021 yılına göre %79 oranında bir büyüme toplam fon büyüklüğünde meydana gelmiş, İslami emeklilik yatırım fonlarında ise büyüme %81 oranında gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tablo ise emeklilik yatırım fonlarının gelişimini göstermektedir.

Emeklilik yatırım fonlarının büyümesi, yatırım fonlarına göre daha düşük kalmıştır. Özellikle İslami portföyler anlamında emeklilik yatırım fonları, yatırım fonları kadar iyi performans gösterememiştir.

Tablo 5: Katılım Esaslı Emeklilik Yatırım Fonlarının Konvansiyonel Emeklilik Yatırım Fonları ile Karşılaştırılması

	2021	2022
Katılım Esaslı EYF	57,172,681,437.04	103,726,647,879.08
Toplam EYF	239,133,802,939.34	428,395,426,490.60
Pazar Payı Oranı	23.91%	24.21%

Kaynak: Yazar tarafından TEFAS verileri kullanılarak oluşturulmuştur.

Katılım esaslı yatırım fonlarının yatırım yaptığı araçlara baktığımız zaman %48 oranında katılım hesaplarına, %36 oranında sukuk yani kira sertifikalarına ve %16 oranında hisse senedi, kıymetli maden ve diğer araçlara yatırım yaptığı görülmektedir. Katılım hesabı gibi kısa vadeli para piyasası işlemi olarak bilinen yatırım aracına bu kadar yüksek oranda yatırım yapılması aslında İslami sermaye piyasasının istenilen düzeyde gelişmediğini, ürün çeşitliliğinin yeterli seviyeye ulaşmadığı göstermektedir. Yönetilen fon büyüklüğünün neredeyse yarısının para piyasası işlemlerine aktarılması, İslami portföy yönetiminin en önemli ürünü olan kira sertifikasının da istenilen düzeyde gelişmesini engellemekte, piyasada derinlik denen çabuk likit olma özelliğini engellemektedir. Katılım hesabının konvansiyonel karşılığı olan mevduat hesaplarına baktığımız zaman bu oranın %23 olduğu görülmektedir. Bu oranlar günün ekonomik koşullarına göre değişiklik gösterebilir, piyasadaki arz ve talep dengesi, faizlerin düşük veya yüksek olması, hisse senedi piyasasının hareketliliği, enflasyon, beklentiler gibi birçok ekonomik ve davranışsal faktör kısa vadede yatırımları dolayısıyla yatırım fonlarını etkilemektedir. Emeklilik yatırım fonlarında ise durum biraz daha farklıdır. Bireysel emeklilik sistemi kısa vadeli bir sistemden ziyade uzun vadeyi içeren bir yapıya sahiptir. Belirlenen periyotlarla yapılan yatırımların geri dönüşü 10 yıllık bir süreyi bulmaktadır. Bu sebeple kira sertifikası, kıymetli maden ve döviz gibi yatırım araçları bu sistemde daha çok tercih edilmektedir. Emeklilik yatırım fonlarında kira sertifikası yatırım oranı yaklaşık %60 oranlarındayken, katılma hesapları %3 oranlarındadır. Bu durum kısa vadeli ekonomik etkilerden emeklilik fonlarının daha az etkilendiğini göstermektedir.

İslami portföy yönetimi alanında en bilinen yatırım araçları endeksler, sukuk ve yatırım fonlarıdır. Bu üç aracı aşağıda detaylı şekilde anlatılmaktadır.

2.1. İslami Endeksler

Küreselleşmenin etkisiyle konvansiyonel finans kuruluşlarıyla rekabet içerisine giren İslami finans kurumları, İslami bankacılığın ticari olarak genişlemesi ile küresel bağlamda yayılarak ve büyüyerek Müslüman bireylere yeni yatırım fırsatları sunmuştur. Fakat fırsat çeşitliliğinin az olması nedeniyle potansiyeline ulaşamamıştır. İslami finans alanındaki bu eksikliği gidermek için yatırım araçları arayışında bulunan araştırmacılar ve sektör temsilcilerinin girişimleriyle 1988 yılında İslam İş Birliği Teşkilatı sukuk kavramını kabul etmiş, ardından 1992 yılında Uluslararası İslami Fıkıh Akademisinin hisse senedi yatırımlarına izin vermiştir. Bu sayede ribadan kaçınan yatırımcılar ve topladıkları mevduatları değerlendirmek isteyen İslami finans kurumları için yeni fırsatlar ortaya çıkmıştır. Bu kararlar akabinde sermaye piyasası alanında genişlemeler başlamıştır. İslami sermaye piyasalarının en önemli üç aracı İslami endeksler, Sukuk ve yatırım fonlarıdır.

İslam fıkıh akademisinin hisse senetlerine icazet vermesi ile 1999 yılından itibaren sırasıyla Dow Jones, MSCI ve Standard&Poor's gibi büyük endeksler İslami endeks seçenekleri sunmaya başlamışlardır. Endeks sağlayıcılarının bünyesinde yer alan Şer'i danışma kurulları İslami endeks içine dahil edilecek şirketlerin seçilmesi için gereken şartları belirlerler. Bu danışma kurullarının birbirinden farklı olması sebebiyle filtreleme için kullanılan kriterler farklılık gösterebilmektedir.

2.1.1. İslami Endeksler ile İlgili AAOIFI Hükümleri

Endekslerin hızla yayılması üzerine AAOIFI endeksler hakkında bir standart yayımlamış ve genel hükümleri belirlemiştir. 27 numaralı AAOIFI standardında endeks tanımı ve kuralları belirlenmiştir. İlgili standarda göre endeks, organize veya tezgâh üstü piyasalarda veya her iki piyasada da dolaşımda olan seçilmiş bir grup finansal varlık veya emtiayı temsil eden ve belirli metotlar ile hesaplanan göstergelerdir. Endeksler oluşturuldukları piyasanın durumunu ölçmek üzere kullanılırlar. Geçmiş göstergelerden tahmin yürüterek, piyasanın aşağı yönlü düşüş veya yukarı yönlü artış hareketlerini tahmin etmek için endeks verileri kullanılır. Bunu

dışında endeksler performans ölçümünde değer olarak kullanılabilir. Özellikle portföy yönetiminde verilen hedefler endeksler dikkate alınarak hesaplanır, yönetilen portföyün başarısı ise yine portföy getirisinin belirlenen endeks getirisinden ne kadar farklılaştığı ile ilgilidir. AAOIFI 27 numaralı standardında endeksleri tanımlamış, hesaplama esaslarını belirtmiş, endeks kullanımının meşru ve meşru olmayan durumlarını açıklamış ve İslami endekslerin belirlenmesinin temel kurallarını vermiştir. AAOIFI 27 numaralı standarda göre endeksin meşru kullanım yolları ana başlıkları ile aşağıdaki gibidir;

- Belirli bir piyasadaki değişimleri görmek,
- Profesyonel fon yöneticilerinin performansını ölçmek ve hak edişlerini hesaplamak,
- Piyasanın genel durumunu tahmin etmek,
- Murabahada kullanılacak kâr oranının tespitinde ölçü olarak almak için endeksleri kullanmak meşru görülmüştür.

Endeksin meşru olmayan kullanım alanları ise şunlardır;

- Riskten korunma amaçlı yapılsa dahi endeksin kendisinin alım-satıma konu edilmesi,
- Endeksler üzerine opsiyon sözleşmeleri yapılması.

İslami endeks belirlenirken dikkat edilmesi gerek hususlar ise şunlardır;

- Endeksin içeriği ve kullanım yöntemi tespit edilirken, sadece teknik kuralları değil fıkhi kuralları da dikkate almak,
- Endeksin içeriğini, kullanım yollarının fıkhi kurallara uygunluğunu kontrol edecek ve belirli periyotlarda endeksi gözden geçirip fıkhi açıdan rapor hazırlayacak şeri bir danışma kurulunun bulunmasıdır.

İslami bir endeks oluşturmak için AAOIFI tarafından tespit edilen iki ana kuralı belirtmiştik. Endekslerin İslami kriterleri sağlama konusunda uyguladıkları genel prosedürler benzerdir. Fıkhi kuralları oluşturma konusunda ve oluşturulan bu kuralların sürekli olarak taranması hususunda yetkin İslam alimlerinden oluşan bir denetim kurulu kullanmaktadırlar. Küresel alanda kullanılan endekslerin büyük çoğunluğu hisse senedi endeksleridir. AAOIFI 21 numaralı standartta hisse senedi ihraç etme ve alım satımda bulunma ile ilgili kurallarını yayımlamıştır. Buna göre ilk eleme kriteri firmanın faaliyet alanıyla ilgilidir ve firmanın ana sözleşmesinde faiz, kumar, domuz, içki gibi İslam hukukuna göre yasaklanmış ürün ve

hizmetlere dair faaliyette bulunabileceğini içeren bir madde olmamalıdır. İkinci eleme ise finansal oranlar açısından yapılmaktadır. Uygun olmayan ürünlerden elde edilen kâr toplam kârın %5'ini geçmemelidir. Faizli borçların toplamı veya faiz getirili mevduat hesapları ve alacakların toplamı firmanın piyasa değerinin %30'unu aşmamalıdır.

2.1.2. Küresel Bazda İslami Endeksler

AAOIFI'nin yukarıda belirtilen kriterleri İslami endeks sağlayıcısı olan firmalar tarafından büyük ölçüde uygulanmaktadır. Genel olarak bu şirketlerinde değerlendirmesine baktığımızda endekste yer alacak şirketlerin belirlenmesinde -AAOIFI'de olduğu gibi- iki aşamalı tarama sistemi kullanıldığı görülmektedir. İlk tarama kriteri şirketin faaliyet alanlarıyla ilgilidir. Faaliyet gösterilen iş kollarının İslam Hukukuna göre caiz kabul edilen alanlarda olması gereklidir. Bankacılık veya faizle ilgili faaliyetler, sigortacılık, kumar, alkol, tütün, pornografi, domuz eti, çevreye ve canlılara zarar veren faaliyetler veya İslam Hukuku'na göre izin verilmeyen diğer işlerde faaliyet gösteren şirketler İslami endekslerde kendilerine yer bulamazlar. Bu kriter iki temel husus haricinde tüm endekslerde genel olarak aynıdır. İlk husus, tartışmalı bazı faaliyet alanları ile ilgilidir. Biyoteknoloji, altın ve gümüş ticareti ve savunma sanayi alanlarında faaliyet gösteren firmaları endekslere dahil etme hususunda endeks sağlayıcılar farklılık göstermektedir. İkinci husus ise firmaların meşru olmayan alanlarda faaliyet gösterirken temel faaliyet alanlarına mı yoksa herhangi bir şekilde bu faaliyetlere girip girmediklerine mi bakılması gerektiği hususudur. İkinci tarama kriter ise şirketlerin finansal durumları ile ilgilidir. Faizli borç oranının %33'ü geçmemesi, faizli alacakların aktif toplamına oranın %33'ün altında kalması ve faiz veya İslam hukukuna aykırı gelirlerin toplam gelirin %5'inden az olması gerekliliklerini sağlayamayan şirketler İslami endekslere dahil edilmezler. Endeks sağlayıcıları yukarıda zikredilen kriterlere uygunluğun bağımsız ve alanında uzman danışma kurulları tarafından kontrol edilip onaylandığını ve şirketlerin bu kriterleri sağlayıp sağlamama durumlarının yine bağımsız danışma kurulları tarafından düzenli olarak kontrol edildiğini belirtmektedirler. Bir şirketin bu kararlardan herhangi birisini ihlal ettiği düzenli denetlemeler sırasında tespit edilirse endeksten çıkarılır. Danışma kurullarının farklılığı veya endekslerin piyasa koşulları kriterlerin daha esnek veya daha katı belirlenmesine neden olabilmektedir. Bir endeks için kabul edilmeyen bir şirket

başka bir endekste kendisine yer bulabilmektedir. Endekslerin hem sektörel olarak hem de finansal olarak kriterleri ve bu kriterlerin endeksler arasındaki uygulama farklılıkları tablo 6 da özet olarak verilmiştir.

Tablo 6: Sektör Bazlı İslami Hisse Senedi Kriterleri

	DJIM	MSCI	S&P
Alkollü içecekler	■	●	■
Biyoteknoloji (Genetik&Cenin)			
Yayın ve Eğlence	■	●	■
Geleneksel finansal hizmetler	■	●	■
Kumar	■	●	■
Oteller	■	●	■
Sigorta	■	●	■
Et Üretimi			
Medya Ajansları*	■		■
Domuz eti ve ilgili ürünleri	■	●	■
Restoranlar ve Barlar	■	●	■
Tütün	■	●	■
Altın ve Gümüş Ticareti			■
Silahlar ve Savunma	■	●	
● ana iş kolu ■ yan iş kolu *gazeteler hariç			

Kaynak: (Derigs & Marzban, 2008, s. 289)

2.1.3. Malezya ve Türkiye İslami Endekslerinin Karşılaştırması

Uluslararası faaliyet gösteren bu endeksler dışında, bölgesel endekslerde mevcuttur. Endonezya’da MSCI Indonesia Islamic, Pakistan’da Karachi Stock Exchange (KSE), Malezya’da Bursa Malaysia çatısı altında Bursa Malaysia ve Financial Times Stok Exchange

ortaklığı ile FTSE Bursa Shariah endeksleri oluşturulurken, Türkiye’de Borsa İstanbul (BİST) çatısı altında BİST Katılım endeksleri oluşturulmuştur. Bu ülkeler arasında Malezya ve Türkiye detaylı şekilde incelenecektir. Malezya İslami finansın siyasi otorite tarafından da desteklendiği ve küresel çapta önemli bir merkez olduğu için ele alınmasının yanı sıra 2013 öncesi ve sonrası önemli niteliksel farklılıklara sahip olduğu için incelenmeyi hak etmektedir. Türkiye ise hem tezimizin konusu itibariyle hem de sürekli gelişen İslami finans sistemi sebebiyle incelenmektedir. İki ülkede de endeksler ülkelerin hisse senetlerinin işlem gördüğü resmi borsalar tarafından sağlanmaktadır. İki ülke endeksleri de hisse senetlerinin İslam hukukuna uygunluk bakımından kontrolünde, uluslararası endekslerin de kullanmış olduğu iki adımlı tarama metodunu kullanmaktadır. İlk adım olarak faaliyet gösterilen sektör uygun olmalıdır, ikinci adım olarak ise finansal veriler kontrol edilmektedir. Bu tarama metodlarının oluşturulmasında danışma kurulları etkindir, fakat danışma kurullarının yapılarında iki ülke arasında farklılıklar mevcuttur. Malezya sermaye piyasaları alanında şeri danışma kurulunu, Securities Commission (SC – Malezya Sermaye Piyasası Kurulu) bünyesinde kurgulamıştır. Securities Commission Malaysia’s Shariah Advisory Council (SAC – Sermaye Piyasaları Şeri Danışma Kurulu) 1995 yılında borsaya kote şirketlerin İslam hukukuna uygunluğunu tarayacak metodolojiyi oluşturmuş ve Kasım 2013 tarihinde bu metodolojiyi revize ederek son şeklini vermiştir. Türkiye’de ise İslami endeksin ilk kurulduğu zamanda merkezi bir danışma kurulu yapısı bulunmadığı için AAOIFI 21 numaralı standartta belirlenen %30-%30-%5 kriterleri baz alınmıştır. 2018 yılında Türkiye Katılım Bankaları Birliği bünyesinde bir danışma kurulu (TKBB Danışma Kurulu) yapısı oluşturulunca TKBB Danışma Kurulu’nun Ağustos 2020 tarihinde yayımladığı tarama metodolojisi kullanılmaya başlanmıştır.

2.1.3.1. Malezya İslami Hisse Endeksi⁵

Malezya, Kasım 2013 tarihine kadar uyguladığı metodolojide, faaliyet alanı açısından İslam hukukuna hem uygun hem de uygun olmayan ürün ve hizmetler sunan şirketleri, İslam

⁵ Bkz. <https://www.sc.com.my/regulation/regulatory-faqs/frequently-asked-questions-on-revised-shariah-screening-methodology>, erişim tarihi: 20.03.2023

hukukuna uygun olmayan gelirler açısından 4 ana kaleme ayırarak sınıflandırmıştır. %5 ve %25 aralığında değişen bu eşik değerlerin hesaplanmasında grup gelirinin İslam hukukuna uygun olmayan geliri ve vergi öncesi grup kârının İslam hukukuna uygun olmayan vergi öncesi kârına oranına bakılarak belirlenmiştir. Bir önceki metodolojide bu ayırım aşağıdaki şekilde yapılmaktaydı:⁶

- %5 eşik değeri; geleneksel bankacılık ve sigortacılık faaliyetleri, kumar, içki ve içki ile ilgili faaliyetler, domuz eti ve domuzla ilgili faaliyetler, helal olmayan yiyecek ve içecekler, şeri açıdan uygun olmayan eğlence,
- %10 eşik değeri; çoğu insanı etkileyen ve kaçınılması zor olan İslam hukuku açısından yasaklı geliri ifade eden bir orandır. Faiz geliri, tütün ve tütün ile ilgili faaliyetler,
- %20 eşik değeri; İslam hukukuna uygun olmayan faaliyetler için kullanılan yerlerden alınan kiralar,
- %25 eşik değeri; İslam hukuku açısından izin verilen ve halka faydalı faaliyetleri belirtir. Fakat bu faaliyetler sırasında İslam hukuku açısından uygun olmayan gelirler elde edilebilir. Bu faaliyetler otel işletmeciliği, borsacılık ve hisse senedi ile ilgili faaliyetlerdir.

Malezya Danışma Kurulu (SAC) Kasım 2013 tarihinde bu ayrımlarda sadeleştirmeye gitmiş ve gruplandırmaları %5 ve %20 olacak şekilde yenilemiştir. Ayrıca bir önceki metodolojide olmayan, şirketlerin finansallarının kontrolünü de metodolojisine eklemiştir. Faiz getirili varlıkların toplam varlıklar içindeki oranı ve Faizli borcun toplam varlıklar içindeki oranı ayrı ayrı %33'ü geçmemelidir. Güncel metodolojide belirlenen %5 ve %20 eşik değerleri ise aşağıdaki gibidir;

- %5 eşik değeri: Geleneksel bankacılık, sigortacılık ve leasing faaliyetleri, kumar, içki ve içki ile ilgili faaliyetler, domuz eti ve domuzla ilgili faaliyetler, helal olmayan yiyecek ve içecekler, tütün ve tütün ile ilgili faaliyetler, faiz gelirleri, İslam hukukuna

⁶ Bkz. <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=c2710356-87c1-474f-8802-fb1567c490ef>, erişim tarihi:20.03.2023

uygun olmayan yatırımlardan alınan temettü gelirleri, SAC tarafından belirlenen ve İslam hukuk kurallarına uygun olmadığı düşünülen diğer faaliyetler.

- %20 eşik değeri: Borsacılık faaliyetleri ve hisse senedi ticareti, İslam hukukuna uygun olmayan faaliyetler için kullanılan yerlerden alınan kiralar ve SAC tarafından belirlenen ve İslam hukuk kurallarına uygun olmadığı düşünülen diğer faaliyetler.

Eski ve yeni metodoloji kıyaslandığı zaman Malezya'nın hisse senedi seçimlerinde sıkılaşmaya gittiği görülmektedir. Security Commission Malaysia internet sitesinde verdiği örnekler ile de bu durumu teyit etmektedir. Örnek olarak verdiği şirketin faaliyetleri arasında tütün mamulü imalatı ve dağıtımını da mevcuttur ve bu faaliyetinden elde ettiği gelirin grup gelirine oranı %9 dur. Eski eşik değere göre tütün ve tütün ile ilgili faaliyetler %10 sınırına tabi olduğu için uygunluk listesinde bulunan bu şirket, yeni düzenleme ile eşik değerin %5 olarak güncellenmesi sonucu uygunluk listesinin dışında kalmaktadır. Diğer bir örnekte ise inşaat şirketinin gelir açısından sakıncası bulunmamakla birlikte, faizli borcunun toplam varlıklara oranı %36'dır. Bir önceki metodolojide finansallar açısından bir kriter mevcut olmadığından bu firma endekste yer alabilmektedir. Fakat güncel metodolojide bu oran için %33 olarak belirlenmiş, dolayısıyla firma uygunluk listesinin dışında kalmıştır. Metodolojideki bu değişiklik ile alakalı olarak Aralık 2014'te Saiti vd. Malezya metodolojisi ile DJ metodolojisini karşılaştırdığı konferans sunumlarında metodolojide yapılan değişikliğin Malezya'nın küresel piyasalarda rekabet gücünü arttıracaklarını ve eski tarama metodolojisinden kaynaklı kafa karışıklığının giderileceğini ifade etmiştir.

2.1.3.2. Türkiye İslami Hisse Endeksi⁷

Türkiye'de İslami hisse senedi endeksi olarak hesaplanan katılım endeksleri ilk olarak Ocak 2011 de 30 adet hisse senedi içerecek şekilde yayımlanmaya başlamış, Temmuz 2014 te ise hisse senedi sayısı 50 adete çıkmış ve Katılım 30 ve Katılım 50 olmak üzere iki adet endeks şeklinde hesaplanmaya başlanmıştır (Güçlü, 2019, s. 116). İlk hesaplamalarda merkezi bir danışma kurulu yapısı olmadığı için AAOIFI'ye yakın kriterler kullanılarak hesaplanmıştır. İlk endeksi hesaplayan BMD şirketi ile BİST arasında katılım endeksi kriterleri konusunda

⁷ Bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/ek-indir/4028328d63530ea901643c08e8070a6c> erişim tarihi: 20.04.2023

protokol imzalanmış ve kriterler orada belirlenmiştir. İlk metodolojide İslam hukukuna uygun olmayan faaliyet alanları ve oransal kriterler dikkate alınarak katılım endeksine dahil edilecek hisse senetleri seçilmiştir. İslam hukukuna uygun olmayan ana faaliyet alanları aşağıdaki şekilde verilmiştir:

- Konvansiyonel bankacılık, sigortacılık, leasing faaliyetleri, faktöring ve diğer faize dayalı faaliyet alanları, alkollü içecekler, kumar, şans oyunu, domuz eti ve benzer gıda maddeleri, basın, yayın, reklam, turizm, eğlence, tütün mamulleri, vadeli altın, gümüş ve döviz ticareti.

Borsa İstanbul Yıldız Pazar ve ana pazarda yer alan şirketler arasından yukarıdaki kriterlere göre eleme yapılır ve bu elemeyi geçen şirketler ikinci adımda finansal oranlarına bakılarak değerlendirilir ve bu değerlendirmede aşağıda belirlenen kriterler baz alınır:

- Toplam faizli krediler / Piyasa değeri <%30
- Faiz getirili nakit ve menkul kıymetler / Piyasa değeri <%30
- İslam hukukuna uygun olmayan faaliyetlerden elde edilen kâr / Toplam kâr <%5

Türkiye 2018 yılında Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) bünyesinde kurulan TKBB Danışma Kurulu ile merkezi bir danışma kurulu yapısına kavuşmuştur. TKBB Danışma Kurulu'nun 2020 yılında yayınladığı "Pay senedi ihracı ve alım-satımı standardı" ile metodolojide bazı değişikliklere gidilmiştir. Katılım endeksine yer alacak şirketler Borsa İstanbul Yıldız Pazar, ana Pazar veya alt pazarda işlem görmeli, belirli kişilere maddi açıdan ve doğrudan imtiyaz tanıyan pay bulunmamalı ve aşağıda belirtilen ve İslam hukukuna uygun olmayan ana faaliyet alanlarında yer almaması gerekir.

- Alkollü içki üretim ve ticareti, tıbbi gayeler dışında uyuşturucu madde üretimi ve ticareti, kumar ve kumar hükmündeki faaliyetler, domuz ve mamullerinin üretim ve ticareti, faizli finans işlemleri, para ve para hükmündeki varlıklar arasındaki vadeli işlemler, İslami değerlere ve ahlaka aykırı yayıncılık, İslami değerlerle bağdaşmayan eğlence, otelcilik vb. faaliyetler, çevreye ve canlılara büyük zararı olan faaliyetler, insan fitratını değiştirmeye yönelik genetik faaliyetler, tütün ürünleri üretim ve ticareti.

İlk aşamayı geçen şirketler için ikinci aşama olarak finansal oranlarına bakılır ve aşağıda verilen kriterleri sağlaması beklenir.

- Faizli borçlar (kullandığı krediler ve ihraç ettiği tahvil vb. varlıklar) / şirketin toplam varlıkları veya piyasa değerinden daha büyük olanı <%33
- Operasyonel zorunluluklarla faizli mevduat hesaplarında tutulan varlık ve haklar (faizli mevduat, tahvil vb.) / şirketin toplam varlıkları veya piyasa değerinden daha büyük olanı <%33
- İslam hukukuna uygun olmayan faaliyetlerden elde edilen kâr / Toplam kâr <%5 (İnsan hakları ve onurunu zedeleyen ve insani değerlerle bağdaşmayan fuhuş, insan ve organ ticareti gibi faaliyetler hiçbir şekilde bu madde kapsamında değerlendirilemez)

TKBB Danışma Kurulu yayınladığı standartta yukarıdaki kriterleri belirlemiş ve bu kriterlere 6 aylık dönemlerde bakılacağını ifade etmiştir. Ayrıca katılım endeksinde yer alan bir şirketin finansalları açısından endeksten çıkma durumuna %10 oranında marj koymuştur. Örnek olarak katılım endeksinde yer alan bir firmanın faizli borçlar oranı yeni değerlendirme dönemimde %34 olursa bu şirket hemen katılım endeksinden çıkartılmıyor, 6 aylık mühlet verilerek endekste tutulmaya devam ediliyor. Diğer değerlendirme döneminde yine %33 oranının üstünde olursa bu sefer katılım endeksinden çıkartılıyor.

Görüldüğü üzere önceki ve güncel kriterler arasındaki temel farklılık finansal oranlarda meydana gelmektedir. Eşik değeri hem %30'dan %33'e yükseltilmiş hem de payda kısmında değişiklik yapılarak paydanın büyütülmesine olanak sağlamıştır. Bu değişiklik ile katılım endeksinde yer alan hisse senedi sayısı artmıştır. Katılım endeksinde meydana gelen değişiklikler sadece metodolojide olmamıştır. Ocak 2011 yılında bir aracı kurum olan Bizim Menkul Değerler AŞ tarafından hesaplanmaya başlanan katılım endeksi, Kasım 2021 tarihinden itibaren Borsa İstanbul tarafından hesaplanmaya ve ilan edilmeye başlanmıştır. Katılım endeksinin resmi bir otorite tarafından hesaplanması ve ilan edilmesi hem güvenilirlik hem de prestij açısından önemli bir adımdır.

2.2. Sukuk (Kira Sertifikası)

İslami sermaye piyasalarının diğere bir önemli araç kira sertifikaları diğere adıyla sukuktur. Küresel olarak İslami finans verilerine bakıldığında zaman İslami bankacılıktan sonra en büyük pay sukuk piyasasına aittir. 2021 yılı itibariyle küresel İslami finans varlıklarının %25.4 'ünü sukuk varlıkları oluşturmaktadır. Menkul kıymetleştirme temelli konvansiyonel yatırım araçlarına alternatif olarak getirilmiş olan Sukuk, bir malın veya hizmetin, kullanım hakkının veya belli bir yatırım aktivitesinin mülkiyetine dair eşit değere, şayi hisseli belgeleri ifade eden İslami yatırım sertifikalarının ismidir. Menkul kıymetleştirme Arapça 'da iki farklı kelime ile ifade edilir. Birincisi "Tawriq" ikincisi ise "Taskik"dir. Tawriq, borçların eşit değere ve alınıp satılabilir menkul kıymetlere dönüştürülmesi anlamında olan ve günümüzde tahvil olarak bilinen, hamiline faiz getirisi sunan sertifikaları tanımlar (İFA karar 178). İslam hukukuna göre bu tür sertifikaların ihraç edilmesi ve alınıp satılması yasaktır. Taskik ise varlıkların (var olan veya ihraç gelirleri ile yapılacak olan, varlığın fiziki hali veya menfaati) eşit değere ve alınıp satılabilir menkul kıymetlere dönüştürülmesini ifade eden, günümüzde Sukuk olarak bilinen İslami yatırım sertifikalarını tanımlar. İslam hukukuna uygun bir sözleşme üzere ihraç edilir ve sözleşme hükümlerine tabi olur (İFA karar no.178).

2.2.1. Sukuk İle İlgili Fıkhi Kararlar ve Kurallar

Sukuk ile ilgili ilk fıkhi kararlar 1980 li yılların sonlarında alınmaya başlamıştır. İlk olarak 1988 yılında İslam Konferansı Teşkilatı Fıkhi Akademisi Sukuk kavramını Mudarebe Sukuk bağlamında ele almış ve kabul ederek yayımlamıştır. 178 numaralı kararında Sukuk getirisinin maddi varlıklardan kaynaklanması gerektiği özellikle ifade edilmiştir. İFA 'ne göre Sukukun temsil ettiği varlık kompozisyonunun çoğunluğunun maddi duran varlıklardan oluşması şartıyla, Sukuk piyasa fiyatından satılabilir (IIFM, 2011, s. 4). Bu oturumda İFA'nın Sukuk ile ilgili olarak fıkhi açıdan bir alt yapı oluşturmuş olması ve ayrıntıları ortaya koyması önemli bir gelişim olmuştur. 2003 yılında AAOIFI Sukuk ile ilgili olarak 17 numaralı standartı yayımlamıştır. Bu standartta Sukuk türleri de dahil olmak üzere, Sukuk ile ilgili olarak uyulması ve uygulanması gereken standartlar anlatılmıştır. AAOIFI Sukuk tanımını şu şekilde vermiştir (AAOIFI, 2019):

Mevcut mal, menfaat veya hizmet halinde bulunan varlıklar üzerindeki mülkiyette veya belirli bir projenin varlıklarında ya da özel bir yatırım faaliyetinde şayi payları ifade eder şekilde ve birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Ancak bu sertifikalar, sertifika bedelleri tahsil edildikten, ihraç gerçekleşip arz tamamlandıktan ve bunlar ihraç edildikleri amaç için kullanılmaya başlandıktan sonra varlıklar üzerinde eşit değerde ortak mülkiyet ifade ederler.

Sukuk hem ihraç edilmesi hem de yapısal şekliyle kendine has özellikler barındırır. AAOIFI standartlarına ve İslam Fıkıh Konseyi kaynağına dayanarak İslam Ansiklopedisi'ne göre Sukuk özellikleri şu şekilde belirlenebilir,

- Sukuk, birbirine eş değerde hamiline veya malikinin adına ihraç edilirler. Bu sertifikalar, malikinin sahip olduğu mali hakları ve yükümlülükleri ispat etmektedir.
- Sukuk, dayanak varlık olan mal, menfaat veya hizmeti veya bunların karmasının, manevi hakları, alacakları ve nakitlerinden oluşan varlıklarına, eşit değerli olarak malik olmayı sağlayan ve eşit değerli ortaklığı temsil eden sertifikalardır.
- Sukuk, İslam hukukuna uygun bir akde dayalı olarak ihraç edilirler. Sukukların ikincil piyasalarda işlem görmesinde yine fıkhi kurallar esas alınır.
- Sukukun ikincil piyasalarda işlem görebilmesi, temsil ettiği varlığın ikincil piyasalarda işlem görme şartlarına tabidir.
- Sukuk sahipleri, arz sırasında hazırlanan izahnamede belirtilen şartlar baz alınarak, sertifikanın sağladığı kara sahip olurlar, eğer zarar olursa her biri sahip oldukları sukuk oranında zarara katlanır.
- Sukuk yöneticisi (mudarib, vekil veya ortak) Sukuk için ödenen bedelin iadesini garanti edemez. Garanti verilmesi sukuku tahvil ve bono gibi faizli senetlere dönüştürür. Fakat sermaye risklerinden tekafül vasıtasıyla korunmak ise caizdir. Bu madde de İslam Fıkıh Akademisi tekafüle izin verirken AAOIFI ise 3. bir tarafın garantör olabileceğini belirtmiştir (AAOIFI 17-5/1/8/7).
- Sukuk arzından elde edilecek geliri, İslam hukukuna uygun bir yatırım sözleşmesine dayalı olarak işletmek caizdir.

- Mevcut mal, menfaat ve hizmet halindeki varlıkların eşit paylara bölünerek sukuklaştırılması caizdir. Ancak alacakların, ikincil piyasalarda işlem görmesi ve tedavülü amacıyla sukuklaştırılması caiz değildir.
- İhraç sözleşmesi, Sukuk ihraç izahnamesinde yer alan tüm hükümler ve sonuçları içerir. Bu sözleşme ihraç gerçekleşip arz tamamlandıktan ve Sukuk sertifikaları ihraç edildikleri amaç için yatırımcılara tahsis edildikten sonra geçerlilik kazanır.
- İhraç sözleşmesi iki taraflıdır. Bunlar Sukuk sertifikalarını ihraç eden ile arz sonucunda bunları satın alan yatırımcılardır.
- Sukuk ihracına esas teşkil eden sözleşme, sözleşmenin tarafları olan ihraççı ile yatırımcılar arasındaki ilişkiyi düzenler. Taraflar, sözleşme kurulduğu anda sözleşmenin gerektirdiği haklara sahip olur ve sorumlulukları da üstlenmiş olurlar. Sözleşme, kurulduğu anda hükümlerini doğurur.
- Sukuk ihracında vade uzun veya kısa olabilir, vade belirtilmeden de Sukuk ihracı gerçekleştirilebilir. Bu hükümlerin sözleşmede belirtilmesi esastır.
- Sukuk sözleşmesinde (izahname) bulunması gereken asgari unsurlar şu şekilde sıralanabilir; Sözleşme şartları, tarafların şeri açıdan nitelikleri, taraflar hakkında bilgiler, tarafların hakları ve yükümlülükleri, Sukuk sözleşmesinin türü, Sözleşme şartlarının şeri hükümlere aykırı bir durum içermemesi, Sözleşmede belirtilen şeri şartlara uyumu ve sukukun icazetini teyit edecek bir şeri Danışma kurulunun olmasının gerekliliği, Sukuk yatırımcılarının kâr elde edilmesi durumunda kara ortak olacakları, zarar edilmesi durumunda ise ellerinde bulunan sukuk miktarınca zarara katılacakları belirtilmedir. Sukuk ihraç edecek kuruluşun sukuk yatırımcılarına, kasıt veya kusur halleri dışında, sukukun nominal değerini veya belli miktarda kârı garanti ve taahhüt ettiğini içerir herhangi bir madde bulundurmamaları gerekir. Herhangi bir kuruluşun alınmayan sukuku satın almayı taahhüt etmesi câizdir. Bu durumda yükümlülük bağlayıcı vaade istinaden gerçekleşir. Taahhütte bulunan tarafın bu vaad karşılığında bir ücret alması caiz değildir.⁸

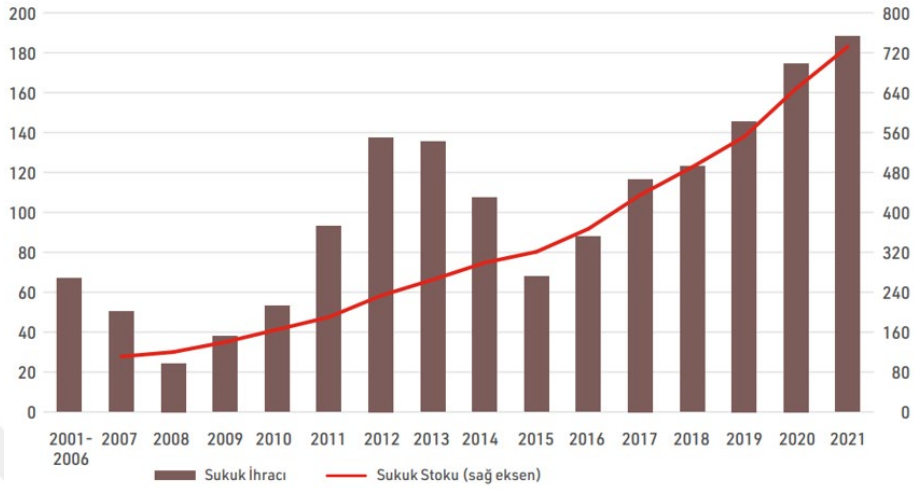
⁸Bkz. <https://islamansiklopedisi.org.tr/sukuk>, erişim tarihi: 20.04.2023

2.2.2. Küresel Sukuk Piyasası ve Gelişimi

Yukarıda bahsedilen Şer'i düzenlemeler ışığında Sukuk piyasası gelişimini göstermiştir. 1990 yılında Malezya'da ilk Sukuk ihracı ulusal düzeyde gerçekleştirilmiştir. Shell Malezya tarafından gerçekleştirilen bu Sukuk, Malezya'nın para birimi olan ringgit cinsinden çıkartılmıştır. Uluslararası piyasalarda çıkarılan ilk sukuk ihracı ise Bahreyn Hükümeti tarafından 2001 yılında, 500 Milyon USD büyüklüğünde bir ihraç ile gerçekleştirmiştir.

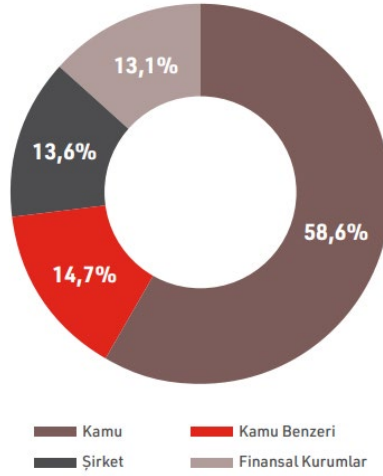
Sukuk ihraçlarının artması sonucu ihtiyaç hissedilen performans ölçümü için ise 2006 yılında Dow Jones Citigroup Sukuk Endeksi hesaplanmaya başlanmış ve Sukuk performanslarını ölçebilecek bir endeks oluşturulmuştur. Sukuk piyasası ilk ihraçlardan itibaren önemli büyüklere ulaşmayı başarmıştır. Grafik 3, 2001 ve 2021 yılları arasında küresel sukuk ihraçları ve sukuk stokları görülmektedir. 2001-2021 döneminde ihraç edilen toplam sukuk tutarı 1,6 trilyon ABD dolarına ulaşmış ve bu ihraçların 732 milyar ABD doları değerindeki kısmı halen dolaşımda olan sukuklardır. 2021 yılında ise 188 milyar ABD doları değerinde sukuk ihracı gerçekleştirilmiştir. Bu tutar 2020 senesine göre %13 oranında bir artışa tekabül etmektedir. Grafik 4 ise 2021 yılında gerçekleştirilen ihraçların ihraççı dağılımlarını vermektedir. Buna göre kamu 110,2 milyar ABD dolarlık ihraç ile en çok sukuk ihraç eden taraf olmuştur, kamuyu sırasıyla 27,7 milyar ABD dolarlık ihraç ile kamu benzeri kuruluşlar, 25,7 milyar ABD dolarlık ihraç ile reel sektör ve 24,6 milyar ABD dolarlık ihraç finansal kuruluşlar izlemektedir.

Grafik 3: Küresel Sukuk İhracı ve Stoku (2001-2021, Milyar ABD doları)



Kaynak: (Katılım Finans Strateji Belgesi, 2022, s. 52)

Grafik 4: Kuruluş Türlerine Göre Sukuk İhraçları (2021, Yüzde)



Kaynak: (Katılım Finans Strateji Belgesi, 2022, s. 54)

2.2.3. Türkiye Sukuk Piyasası ve Gelişimi

Türkiye’de ise Sukuk ile ilgili ilk düzenlemeler, Malezya ve Bahreyn gibi ülkelere göre daha geç bir tarih olan 2010 yılında yapılmaya başlanmıştır. Türkiye Sermaye Piyasaları Kurulu (SPK) 2010 yılında yayımladığı III-43 sayılı “Kira Sertifikaları ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Tebliği” ile Sukuk kavramını kira sertifikası ismi ile Türkiye piyasasına yerleştirmiş ve yasal bir zemin oluşturmuştur. Burada kira sertifikası tabirinin

kullanılması, bu tebliğde bahsedilen sukuk kavramının aslında icare sukuk olmasından kaynaklıdır. TKBB finans sözlüğünde de kira sertifikası tanımı olarak “İcare Sukuk teriminin lafzi bir çevirisi olmakla birlikte Türkçe literatürde isabetsiz bir şekilde tüm sukuk türlerini ifade etmek üzere kullanılmaktadır” ifade edilmektedir.

Bu tebliğin ardından 2011 yılında Türkiye ve Kıta Avrupası'nın ilk Sukuk ihracı Kuveyt Türk Katılım Bankası AŞ tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu dönemlerde Sukuk kavramının çok bilinmemesi, piyasada derinlik olmaması, piyasa oyuncularının yeterince büyük olmaması ve yasal düzenlemelerde bulunan eksiklikler Sukuk piyasasının gelişmesini engellemiştir. 2012 yılında bu sefer devlet sukuk ihraç ederek bu piyasaya girmiş ve sukuk piyasası canlanmaya başlamıştır (Dede, 2017, s. 71). Devletin Sukuk piyasasına girmesinin ardından yasal düzenlemelerde bulunan eksikleri gidermek amacıyla SPK 2013 yılında III-61.1 sayılı “Kira Sertifikaları Tebliği”ni yayımlayarak, 2010 yılında yayımladığı tebliğ üzerinde bazı güncellemelerde bulunmuştur. Bu tebliğde kira sertifikası tanımını “Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlere payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet” şeklinde belirtmiş ve yönetim sözleşmesine dayalı, sahipliğe dayalı, alım satıma dayalı, ortaklığa dayalı ve eser sözleşmesine dayalı olmak üzere beş Sukuk çeşidine yer verilmiştir. Bununla beraber tebliğde yer alan “Bu maddede sayılmamakla birlikte Kurulun diğer düzenlemelerinin kapsamı içerisinde yer almayan ve niteliği itibarı ile kira sertifikası olduğu Kurulca [SPK] kabul edilecek sermaye piyasası araçlarına ait izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvurular bu Tebliğ hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle sonuçlandırılır” ifadesi ile yeni Sukuk türlerinin önü açık bırakılmıştır. Türkiye Sukuk piyasasındaki diğer bir önemli gelişme ise 2016 yılında yayımlanan 6728 sayılı “Yatırım Ortamının İyileştirilmesi Amacıyla Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile olmuştur. Bu kanunda yapılan vergi değişikliği ile özel sektör kira sertifikalarından alınan vergilerde düzenlemeye gidilmiştir. Bu kanun akabinde özel sektör kira sertifikalarının ihracında önemli bir artış yaşanmış ve İslami sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlamıştır.

2.2.4. Sukuk Türleri

Yukarıda ifade ettiğimiz üzere, Sermaye Piyasası Kurumu “Kira sertifikaları tebliğ’in” de Sukuk türlerini belirlemiştir. Bunlar haricinde de Sukuk türleri dünya genelinde mevcuttur, fakat burada SPK tarafından ilan edilen Sukuk türlerine kısaca değinmek yeterli olacaktır. Sukuk türlerinden önce Sukuk ihracında önemli bir yeri bulunan Varlık Kiralama Şirketi (VKŞ) kavramına değinmek yerinde olacaktır. Sukuk ihraçlarının VKŞ aracılığı ile gerçekleştirilmesi fıkhi açıdan da zorunludur. İslami finans literatüründe *Special Purpose Vehicle* (SPV– Özel amaçlı aracı kurum) ve *Asset Leasing Company* (ALC – Varlık kiralama şirketi) isimleriyle bilinirler. Sermaye Piyasası Kanunu 61.maddede VKŞ tanımı şu şekilde ifade edilmiştir; “Varlık kiralama şirketleri münhasıran kira sertifikası ihraç etmek üzere kurulan anonim ortaklıklardır.” Buradan anlaşılacağı üzere VKŞ’ler sadece kira sertifikası ihraç edebilir ve anonim ortaklık olarak kurulması zorunludur. SPK aynı tebliğ ve maddede hem yatırımcıları korumak hem de piyasanın güvenilir olmasını sağlamak amacıyla VKŞ’lerin sorumluluklarını aşağıdaki şekilde belirlemiştir;

Varlık kiralama şirketi, Kurul tarafından uygun görüş verilen esas sözleşmesinde belirtilen faaliyetler dışında herhangi bir ticari faaliyetle uğraşamayacağı gibi sahip olduğu varlıklar ve haklar üzerinde esas sözleşmesinde izin verilenler hariç olmak üzere, üçüncü kişiler lehine hiçbir ayni hak tesis edemez ve bunları kira sertifikası sahiplerinin menfaatlerine aykırı bir şekilde kiralayamaz veya devredemez. Kira sertifikaları itfa edilinceye kadar, varlık kiralama şirketinin portföyünde yer alan varlıklar ve haklar, ihraççının yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dâhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez.

İhraççının kira sertifikalarından kaynaklanan yükümlülüklerini vadesinde yerine getirememesi, yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi, faaliyet izninin kaldırılması veya iflası hâlinde portföyündeki varlıklardan elde edilen gelir öncelikle kira sertifikası sahiplerine yapılacak ödemelerde kullanılır. Bu durumda Kurul kira sertifikası sahiplerinin haklarının korunmasını teminen gerekli her türlü tedbiri almaya yetkilidir.

Sukuk ihraç etme yetkisi görüldüğü üzere varlık kiralama şirketlerine verilmiştir. Çeşitli türlerde sukuk piyasalara arz edilmektedir, farklı yapıları ve işleyişleri bulunmaktadır,

fakat hepsinde ortak olan nokta, hangi tür sukuk olursa olsun bir VKŞ tarafından ihraç edilmeleridir. Aşağıda tanımlarını vereceğimiz sukuk türlerinde de görüleceği üzere, konvansiyonel yatırım araçları olan tahvil ve bonodan farklı olarak, şirketler borçlanmak istedikleri tutarı kendileri menkul kıymetleştiremiyor, VKŞ aracılığı ile bu işlemi gerçekleştiriyorlar. Aşağıda sukuk çeşitlerinden Sermaye Piyasası Mevzuatında yer alanların tanımlamaları yer almaktadır:

2.2.4.1. İcare Sukuk

Kira sözleşmesine dayalı bir Sukuk çeşididir. İcare sukuk ile ilgili tanımlardan önce İslami finasta icareyi yani kiralamayı tanımlarsak, “Bir varlığın menfaatinin (kullanım ve yararlanma haklarının), belli bir süre için, kira bedelini ödemeyi üstlenen tarafa temlik edilmesini sağlayan sözleşme” şeklinde TKBB sözlüğünde tanımlanmıştır. Satın almaya gücün yetmediği mallar kiralanarak kullanılır ve böylece malın maliki olunmadan malın menfaatinden istifade edilmiş olunur (Dede, 2017, s. 50). İcare sözleşmesine dayalı sukuk olan icare sukuk SPK tebliğinde sahipliğe dayalı kira sertifikası olarak geçmekte, AAOİFİ 17 numaralı sukuk standartında iki çeşit olarak yer almaktadır. “Kiralanan varlığın aslına malik olmayı sağlayan sukuk” ve “Menfaatine malik olmayı sağlayan sukuk” olarak ifade edilmektedir. İcare yani kiralama sözleşmesine konu olan mal veya hizmetlerin, menkul kıymetleştirilmesi yoluyla oluşturulan sukuk çeşididir (TDV-sukuk). Örnek olarak bir banka veya kiralama firması bir makinayı alarak müşterisine kiraya verir. Daha sonra bu malı değeri üzerinden menkul kıymetleştirerek sukuk haline getirir ve bunları ihraç eder. Bu sukukları alan yatırımcılar kiradan pay alırlar. Buradaki amaç icare yani kiralama sözleşmesine konu olan mal, menfaat ya da hizmetlerin ikincil piyasalarda işlem görecektir. Sukuklara dönüştürmesidir. Buradan da anlaşılacağı üzere icare sukuk ikinci el piyasalarda işlem görebilmektedir. İcare Sukuk kalkınma ve alt yapı gibi uzun vadeli yatırımların finansmanında kullanılabilir bir sukuk çeşididir. Yol, bina, alt yapı, hastane ve okul gibi yatırımlar icare sukuk ile gerekli finansman gerçekleştirilebilir (TDV-Sukuk).

İcare Sukuk tüketilebilen mallara dayalı olarak ihraç edilemez, kiralanan varlık sözleşmede belirtilen amaç dışında kullanılamaz. Sözleşmede kira süresi ve dönemleri yazmalıdır, sukuk ihraç eden kaynak kuruluş yanlış kullanımdan ötürü varlığa bir zarar

verirse, VKŞ bu zararın tazmini için kaynak kuruluşa rücu edebilir (DIFC, 2009, s. 15). İcare sukukun işleyiş adımları aşağıdaki gibi gerçekleşir. VKŞ kaynak kuruluşun portföyündeki varlıkları üzerinde mülkiyet payını temsil eden sukuk ihraç eder (DIFC, 2009, s. 15).

- 1- Yatırımcılar ihraç edilen sukuka yatırım yaparlar ve ihraç tutarını VKŞ'ye öderler. VKŞ güvenilir bir yapıdır ve burada yatırımcılar adına emanetçi olarak hareket eder.
- 2- Emanetçi konumundaki VKŞ, satıcı konumunda bulunan kaynak kuruluş ile satış ve satın alma anlaşması yapar. VKŞ belirli varlıkları almayı kabul eder, kaynak kuruluş ise bu varlıkları satmayı kabul eder.
- 3- Satın alınan varlıkların karşılığı olan tutar VKŞ tarafından kaynak kuruluşa ödenir.
- 4- VKŞ satın alınan varlıkları, sukuk vadesi süresince kiralama anlaşması ile kaynak kuruluşa geri kiralar. Kaynak kuruluş artık kiracı konumundadır.
- 5- Kiracı konumundaki kaynak kuruluş VKŞ'ye belirli dönemlerde kira ödemesini gerçekleştirir. Ödenen tutar, sukuk cinsine ve taraflar arasındaki anlaşmaya göre sabit veya değişken bir oranda olabilir.
- 6- VKŞ dönemsel getirileri eş anlı olarak sukuk yatırımcılarına öder.
- 7- Vade sonunda kaynak kuruluş varlıkları VKŞ'den geri satın alır.
- 8- Kaynak kuruluş VKŞ'ye hem varlıkların tutarını hem de ödemesi henüz yapılmamış dönemsel kira ödemesini yapar.
- 9- VKŞ ana para ve dönemsel getiriyi yatırımcılara eş anlı olarak öder.

2.2.4.2. Vekale Sukuk

Sermaye piyasası mevzuatında yönetim sözleşmesine dayalı kira sertifikası olarak ifade edilen sukuk çeşididir. Bir tarafın başka bir tarafı kendi adına hareket etmesi için vekil kılması anlamına gelen vekale kelimesi bu sukuk türüne ismini vermiştir (DIFC, 2009, s. 57). Bu sukuk yapısında VKŞ, yatırımcılardan topladığı fonları vekile verir ve vekil yatırımcılar adına bu fonları önceden anlaşılan süre ve kâr oranı üzerinden yönetmeye başlar. Sukuk sahipleri adına asıl sorumlu olarak hareket eden VKŞ, sukuk sahipleri tarafından sağlanan fonları bir varlık havuzuna yatırması için bir vekil tayin eder. Bu vekil yatırımları sukuk yatırımcıları adına yönetir. Vekale sukuk yapısında vekil ve yatırımcı arasında önceden anlaşılan kâr payı oranı mevcuttur, vekil yatırımcılardan toplanan fonları bir havuzda yönetir

ve vade tarihi geldiği zaman anlaşılan kâr payı üzerinden ödemeleri yatırımcılara gerçekleştirir (Dede, 2017, s. 55). Eğer anlaşılan orandan daha fazla kâr elde ettiyse fazla kâr kendisine kalır, eğer anlaşılan orandan daha düşük bir kâr elde etmiş ise yatırımcılara elde edilen kârın tamamı dağıtılır, bu durumda yatırımcıların itiraz etme hakkı bulunmamaktadır (Dede, 2017, s. 55). İslami portföy yönetiminde getiri garantisi sunan sermaye piyasası aracı bulunmadığı için vekale sukukta belirlenen kâr payı da bir getiri taahhütü anlamına gelmemekte, sadece belirlenen yatırım havuzundan elde edilmesi beklenen getiriyi belirtmektedir ve bu ayırım vekale sukuku getiri garantisi sunan sermaye piyasası araçlarından ayırmaktadır.

Bu özellikler dışında vekale sukuk yapısının sağladığı bazı avantajlar mevcuttur (DİF-60). Varlık portföyü İslam hukukuna uygun olmak koşuluyla geniş bir varlık listesi içinden oluşturulabilmekte, murabaha ve istisna sözleşmeleri gibi ikincil piyasalarda işlem görmeyen belirli varlıkların ve bu varlıklara dayalı sukukların vekale sukuk bünyesine almasına olanak sağlamaktadır. Normal şartlarda bu ürünler sukuk ihracına dayanak olarak kullanılmaya uygun değil iken, portföyün en az %30'unun (%30 oranı AAOİFİ tarafından belirlenen en alt eşik değeridir, danışma kurulları bu oranı arttırabilir, bu oran KTVKŞ icazet belgelerinde %51 olarak belirtilmiştir)⁹ maddi varlıklardan oluşması şartıyla bir varlık portföyünün parçasını oluşturabilirler. Bu faydalarının yanı sıra, vekale sukuk bir vekale işlemi olduğu için vekale sözleşmesinde bulunması gereken temel şartlar olan, vekale kapsamının İslam hukuku sınırları içinde olması, İslam hukukuna uygun olmayan maddeler bulunmaması, vekalein konusu, süresi, vekale verilen fon yöneticisinin seçebileceği varlıklar ve vekile verilecek ücret önceden belirlenmesi şartlarını içermelidir. Vekale sukukun işleyiş adımları aşağıdaki gibi gerçekleşir (DİFC, 2009, s. 59).

- 1- VKŞ sukuk ihracını gerçekleştirir.
- 2- Sukuk yatırımcıları ihraç tutarını VKŞ'ye öderler. VKŞ yatırımcılar adına emanetçi olarak hareket eder.

⁹ Bkz. <https://www.ktksvks.com.tr/Assets/DocumentPool/Yonetim-Sozlesmesine-Dayali-Yapi-2020.pdf>, erişim tarihi: 23.03.2023

- 3- VKŞ ile fon kullanıcısı arasında, fon kullanıcısının VKŞ adına belirlenen kriterlere göre fon kullanıcısı tarafından seçilen varlık havuzuna yatırım yapmasına olanak sağlayan vekale sözleşmesi yapılır ve sukuk gelirleri fon kullanıcısına aktarılır.
- 4- Fon kullanıcısı dönemsel ödemeleri veya dönemsel getiri yoksa ana para ve getiriye VKŞ'ye öder. Getiri anlaşılan orandan fazla ise fazlalık kısım fon kullanıcısına kazanç olarak aktarılır, eğer anlaşılan orandan az ise VKŞ'ye elde edilen kârın hepsi verilir.
- 5- VKŞ eş anlı olarak ana para ve kâr payı ödemelerini yatırımcılarına iletir.

2.2.4.4. Murabaha Sukuk

Sermaye piyasası mevzuatında alım satıma dayalı kira sertifikası olarak ifade edilen sukuk çeşididir. AAOIFI Murabaha Sukuk tanımını murabaha konusu malın alımını fonlamak için ihraç edilen eşit değerdeki sertifikalar olarak vermiştir. Sukuk sahipleri sözleşme konusu malın ve elde edilecek gelirin sahibi konumundadırlar. Murabaha sukuk yapısında VKŞ metal, tahıl vb. emtiaları organize pazar yerlerinden peşin olarak satın alıp, kaynak kuruluşu üstüne kâr payı ekleyerek vadeli olarak satar. Burada dikkat edilmesi gereken husus, İslam hukukunun para olarak kabul ettiği altın ve gümüş emtialarının murabaha işlemine konu olamayacağıdır çünkü altın ve gümüşün kâr payı ile vadeli satışı faiz oluşturacak işlemdir. Murabaha Sukuk ile ilgili diğer bir konu ise ikincil piyasalarda işlem görememesidir (Durmuş, 2010, s. 144). Bunun nedeni murabaha sukukun alacak hakkını temsil etmesi, murabaha sukukta alınan emtianın geri satılmış olması sonucunda artık elde üçüncü şahıslara satılacak mal olmadığı ve İslam hukukunun borçların alım satımına izin vermemesi sonucu ikincil piyasada işlem görmesi caiz görülmemiştir (Durmuş, 2010, s. 150). İkincil piyasalarda işlem görememesi murabaha sukukun talep görmesini de azaltmaktadır. Yine de icara sukuk, muşaraka sukuk ve/veya mudaraba sukuk gibi ikincil piyasalarda işlem görebilen sukuklar içinde danışma kurullarının belirlediği miktar kadar bulunması suretiyle ikincil piyasalarda işlem görebilir (DIFC, 2009, s. 46). Murabaha sukukun işleyiş adımları aşağıdaki gibi gerçekleşir.

1. VKŞ sukuk ihracını gerçekleştirir.

2. Sukuk yatırımcıları ihraç tutarını VKŞ'ye öderler. VKŞ yatırımcılar adına emanetçi olarak hareket eder.
3. VKŞ yatırımcılardan topladığı fon ile tedarikçi üzerinden organize piyasadan emtia satın alır.
4. Tedarikçi emtiayı VKŞ'ye spot olarak gönderir.
5. VKŞ emtiayı üzerine kâr payını ekleyerek kaynak kuruluşu satar.
6. Kaynak kuruluş bu emtiayı organize bir piyasada tedarikçi üzerinden satar.
7. Satıştan elde edilen tutar tedarikçi tarafından kaynak kuruluşu ödenir.
8. Kaynak kuruluş vade sonunda veya periyodik olarak ana para ve kâr payı ödemelerini VKŞ'ye yapar.
9. VKŞ eş anlı olarak ana para ve kâr payı ödemelerini yatırımcılarına iletir.

2.2.4.5. İstisna Sukuk

Sermaye piyasası mevzuatında eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası olarak ifade edilen sukuk çeşididir. İstisna tanım olarak, peşin ya da vadeli bir bedel karşılığında malın üretilip teslim edilmesini ifade eder. İstisna Sukuk ise bir şeyi üretmek için kaynak toplamak amacıyla çıkarılan sertifikalardır. Üretilen nesne sukuk sahiplerinin mülkiyetinde bulunur (Durmuş, 2010, s. 145). Genellikle yol, köprü ve alt yapı gibi büyük projelerin finansmanında kullanılmaya uygun bir sukuk yapısıdır. İkincil piyasada işlem görmesi şartı ödenen bedelin durumuna bağlıdır. Eğer ödenen bedel üretime dönüşmemiş henüz para olarak duruyorsa ikincil piyasada sadece alım fiyatı ile satılabilir (Durmuş, 2010, s. 151). Bununla birlikte murabaha sukukta yapıldığı gibi bir hibrit yapıyla ikincil piyasalarda işlem görmektedir. VKŞ burada iş sahibi sıfatındadır ve sukuk yapısının işleyişi aşağıdaki adımlar dahilinde olur (DIFC, 2009, s. 41).

- 1- VKŞ belirli bir projeye fon sağlamak amacıyla sukuk ihraç eder.
- 2- Sukuk yatırımcıları ihraç tutarını VKŞ'ye öderler. VKŞ yatırımcılar adına emanetçi olarak hareket eder.
- 3- VKŞ ile fon kullanıcısı arasında istisna sözleşmesi yapılır. Fon kullanıcısı bir projeyi yapmayı ve belirlenen tarihte teslim etmeyi taahhüt eder.
- 4- VKŞ istisna sözleşmesine binaen proje bedelini peşinen fon kullanıcısına öder.

- 5- Fon kullanıcısı gelecekte tamamlayacağı projenin sahiplik haklarını VKŞ'ye devreder.
- 6- Proje nihai kullanıcıya satılır veya kiralanır.
- 7- Nihai kullanıcı proje bedelini dönemsel olarak VKŞ'ye öder.
- 8- VKŞ dönemsel ödemeleri sukuk sahiplerine aktarır.
- 9- Yüklenici olan fon kullanıcısı eseri vade sonunca nihai kullanıcıya teslim eder.

2.2.4.6. Müşareke Sukuk

Sermaye piyasası mevzuatında ortaklığa dayalı kira sertifikası olarak ifade edilen sukuk çeşididir. Müşareke terimi, iki veya daha fazla taraf arasında her bir ortağın sermaye koyduğu ortaklık düzenlemesini ifade eder (DIFC, 2009, s. 20). Müşareke ortakları, müşarekenin kârını önceden kararlaştırılan oranlarda zararlarını ise ilk sermaye yatırımlarıyla orantılı olarak paylaşırlar (Dede, 2017, s. 54). Müşareke sukuk yapısında ise sermayederlerden bir tanesi VKŞ'dir. VKŞ sermaye koymak üzere sukuk ihraç eder ve yatırımcılardan fon toplar. Bu fon ile girişime ortak olur. Bu ortaklığın yönetimi girişimcide veya girişimcinin atayacağı 3.kişilerde olur. Müşareke sukuk ikincil piyasalarda işlem görebilir. Fakat yapısında bulunan risk paylaşımı sebebiyle çok tercih edilen bir sukuk yapısı değildir. İşleyiş şekli aşağıda adımlar halinde belirtilmiştir (DIFC, 2009, s. 21).

- 1- VKŞ müşareke projesine fon sağlamak amacıyla sukuk ihraç eder.
- 2- Sukuk yatırımcıları ihraç tutarını VKŞ'ye öderler. VKŞ yatırımcılar adına emanetçi olarak hareket eder.
- 3- VKŞ ile girişimci arasında müşareke sözleşmesi yapılır.
- 4- VKŞ sukuk ihracından elde edilen geliri müşarekeye katar ve bu ödeme ile orantılı olarak müşarekede belirli sayıda pay alır.
- 5- Girişimci ortaklığa kendi payını koyar ve belirli sayıdaki payını alır.
- 6- Ortaklığın dönemsel kâr/zararı veya satışı durumunda satışından elde edilen gelir payları oranında VKŞ ve girişimci arasında paylaşılır.
- 7- VKŞ dönemsel kâr/zarar payını veya satıştan elde edilen geliri yatırımcılara aktarır.

2.2.4.7. Mudarebe Sukuk

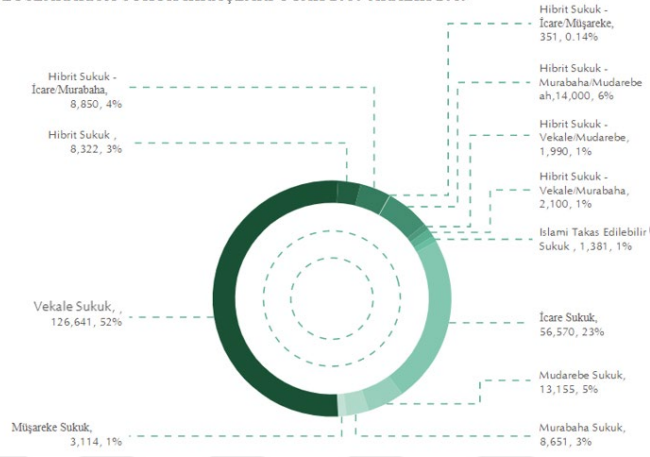
Müşareke sukuk gibi ortaklığa dayalı kira sertifikasıdır. Müşareke sukuktan farkı emek-sermaye ortaklığına dayalı, VKŞ'nin sermaye, girişimcinin emek koyduğu ortaklık yapısı olmasıdır. Yani ortaklardan birini mudarip (işletici) olmasıdır (Durmuş, 2010, s. 147). Mudarebe terim olarak bir ortağın sermaye sağladığı, diğerinin yönetim becerisi, bilgi ve tecrübesini sağladığı öz sermayeye dayalı ortaklık yapısı şeklinde tanımlanmaktadır (DIFC, 2009, s. 28). Girişimci ortaklığa sermaye koymadığı için zarardan sadece VKŞ sorumludur. Yapı olarak müşareke sukuka benzemektedir. İkincil piyasalarda işlem görebilirler.

2.2.5. Sukuk Vade Yapıları ve Sukuk Çeşitlerinin Piyasa Payları

Yukarıda anlattığımız sukuk çeşitlerinin piyasa kırılımlarına aşağıdaki grafiklerde yer verilmiştir. Grafikler uluslararası piyasalarda ihraç edilen sukukların kırılımını vermektedir. Grafik 5, vekale sukuk yapısının %52 oranında bir payla 2010-2019 yılları arasında piyasaya hâkim sukuk olduğu göstermektedir. Vekale sukuk yapısını %23 oran ile icare sukuk takip etmekte, ayrıca farklı yapılarda bulunan hibrit yapılu sukukların oranının %16 seviyesinde olduğu gözükmektedir. Grafik 6, aynı bilgileri 2020 yılı için vermektedir. 2020 yılında vekale sukukun piyasa oranı %51 olurken, İcare Sukuk %18'lik pay ile bir miktar düşmüş, bununla beraber hibrit sukuk yapılarının piyasa oranı artış göstermiştir. Grafik 7'de verilen 2021 yılı verilerinde ise icare sukuk payı düşmeye devam etmiş ve %14'lük paya gerilemiştir. Bunun yanında vekale sukuk'ta %41 oranına gerileyerek hatırı sayılır bir pazar payı kaybetmiştir. Yine hibrit yapılu sukukların piyasa paylarını arttırdığı görülebilmektedir. Yapı itibariyle vekale sukuk genel olarak icare ve murabahanın birleşimine dayalı olarak düzenlenir ve hibrit bir yapıya benzer. Vekale sukuk yapılandırma esneklik sağlar, bu nedenle piyasada hakim yapıda bulunduğu düşünülebilir.

Grafik 5: Uluslararası Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2010-2019)

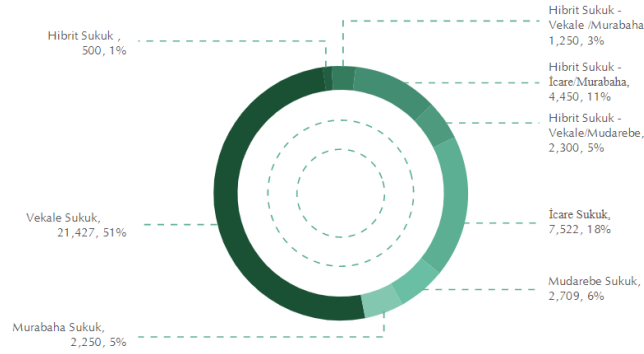
ULUSLARARASI SUKUK İHRAÇLARI OCAK 2010-ARALIK 2019



Kaynak: (IIFM, 2022, s. 65)

Grafik 6: Uluslararası Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2020)

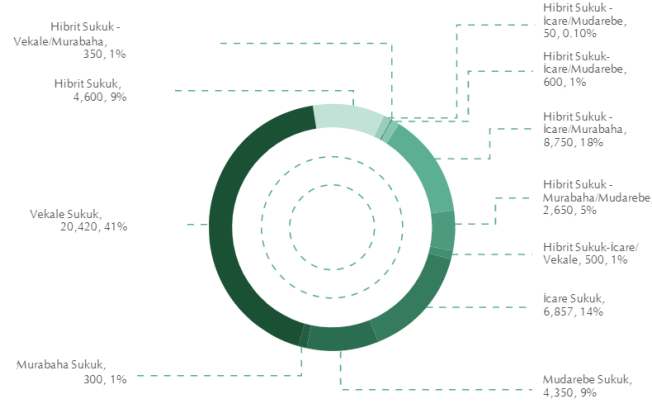
ULUSLARARASI SUKUK İHRAÇLARI-2020



Kaynak: (IIFM, 2022, s. 66)

Grafik 7: Uluslararası Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2021)

ULUSLARARASI SUKUK İHRAÇLARI-2021



Kaynak: (IIFM, 2022, s. 66)

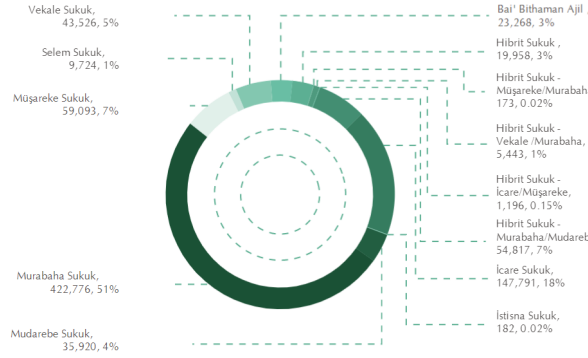
Yukarıda belirtilen sukukla ilgili grafikler incelendiğinde icare ve murabaha sukuklardan oluşan hibrit yapının ağırlığının 2020 ve 2021 yıllarında ciddi oranlarda arttığı gözlemlenebilmektedir. Sukuk çeşitlerinden bahsederken murabaha sukukların ikincil piyasalarda işlem göremediğini, ancak icare sukuk gibi ikincil piyasalarda alınıp satılabilen sukuklar ile hibrit yapı içinde yer alırsa işlem görebileceğini belirtmiştik. Özellikle bankaların son yıllarda ihraç ettiği sukukların detaylarına bakacak olursak, bankaların leasing ürünü malların dayanak varlık olarak kullanıldığı ve emtia ürünleriyle tamamlanarak hibrit sukuk olarak ihraç edildiği bilinmektedir. Leasing ürünlerinin sukuklaştırılması icare sukuk yapısıyla gerçekleşirken, emtia ürünleri Murabaha Sukuk ile menkul kıymetleştirilmektedir. Bu durum grafiklerde gözüken icare sukuk ihracının azalıp, icare ve murabaha sukuklardan oluşan hibrit yapının artmasını desteklemektedir.

Aşağıdaki grafiklerde ise ülkelerin kendi iç pazarlarına ihraç ettikleri sukuk kısımları görülmektedir. Grafik 8, 2010-2019 yılları arasındaki kısımları göstermekte ve burada murabaha sukuk yapısının %51 oranlık Pazar payı ile piyasaya hâkim olduğu görülmektedir. Murabaha sukuku %18 oranıyla icare sukuk takip etmektedir. Grafik 9'da gösterilen 2020 yılının verilerinde ise murabaha sukuk %29 oranına gerileyerek büyük bir düşüş göstermiş, icare sukuk ise %41 oranına ulaşarak piyasaya hâkim sukuk olmuştur. Grafik 10'da gösterilen 2021 yılının verilerinde ise icare sukuk %29 oranına gerilemiş, bununla birlikte murabaha ve mudaraba hibrit sukuku %15 paya ulaşmıştır. Bu hibrit yapı

2017 yılında Suudi Arabistan tarafından ilk kez ihraç edilmiş, 2017 yılından itibaren artmış ve 2020 yılında %10'luk, 2021 yılında ise %15'lik Pazar payına ulaşmıştır. Bu grafikler bize ülkelerin iç pazarlarına kısa vadeli sukuklar çıkarttıklarını, bunu da likidite ihtiyaçlarını karşılamak için yaptıklarını göstermektedir. Bu çıkarımı piyasaya hâkim olan Murabaha Sukuk yapısı ile destekleyebiliriz. Bilindiği üzere Murabaha Sukuk ikincil piyasada işlem görmeyen, emtia alış satışının sukuk haline getirilmesiyle oluşmaktadır. Bu nedenle uzun vadeli yatırım için tercih edilecek bir sukuk yapısı değildir.

Grafik 8: Yerel Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2010-2019)

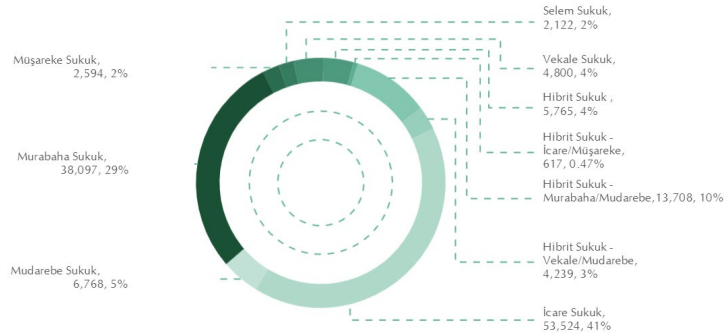
YEREL SUKUK İHRAÇLARI OCAK 2010 - ARALIK 2019



Kaynak:(IIFM, 2022, s. 67)

Grafik 9: Yerel Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2020)

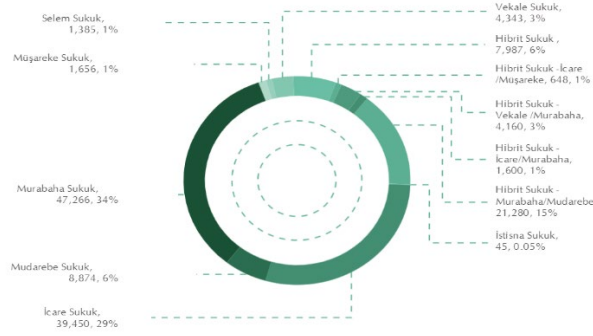
YEREL SUKUK İHRAÇLARI 2020



Kaynak:(IIFM, 2022, s. 68)

Grafik 10: Yerel Sukuk İhraçlarının Yapısal Dağılımı (2021)

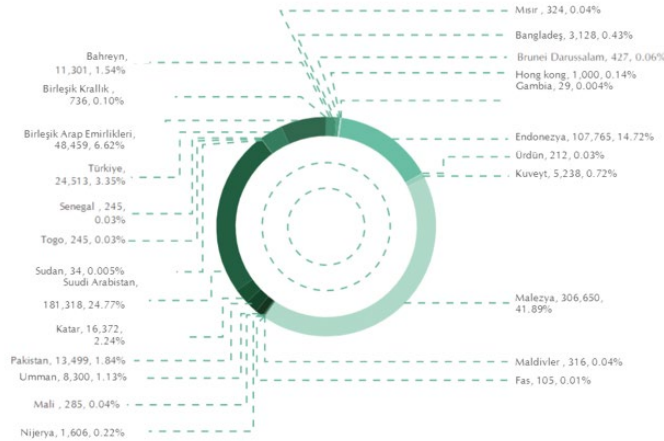
YEREL SUKUK İHRAÇLARI 2021



Kaynak: (IIFM, 2022, s. 68)

Grafik 11, sukuk ihracının ülke bazlı dağılımlarını vermektedir. Buna göre toplam sukuk ihracının %90'ı Malezya, Suudi Arabistan, Endonezya, Birleşik Arap Emirlikleri ve Türkiye tarafından gerçekleştirilmiştir. En yüksek pay ise yaklaşık olarak %40 ile Malezya'ya aittir. Malezya'yı oransal olarak sırayla %24 ile Suudi Arabistan, %14 ile Endonezya, %7 ile Birleşik Arap Emirlikleri ve %3 ile Türkiye izlemektedir.

Grafik 11: Sukuk İhraçlarının Ünelere Göre Dağılımı (2021)



Kaynak:(IIFM, 2022, s. 108)

Aşağıdaki grafik ise ihrac edilen sukukların yıllara göre vade durumlarını göstermektedir. Vadesi 1 yıldan kısa olan sukuklar kısa vadeli, diğerleri uzun vadeli olarak sınıflandırılmıştır. 2021 yılında uzun vadeli sukukların ihracında %13 oranında artış meydana gelmişken, kısa vadeli sukuk ihracında yaklaşık %4 oranında azalış gerçekleşmiştir. 2021 yılına kadar beraber hareket eden kısa ve uzun vadeli sukuk ihracı 2021 yılında ayrılmış, kısa vadeli sukuk ihracı düşüş göstermiştir. Bu sonuçlara göre sukuk

yatırımlarının uzun vade olarak tercih edildiği çıkarımı yapılabilir. Uzun vadeli yatırım araçlarının likiditesi kısa vadeli yatırım araçlarına göre daha düşük, fiyat oynaklığı ise daha yüksektir.

Grafik 12: Sukuk İhraçlarının Vade Yapıları (2021)



Kaynak: (IIFM, 2022, s. 30)

2.3. İslami Yatırım Fonları

Sermaye piyasalarının diğer bir aktörü yatırım fonlarıdır. SPK'nın 2013 yılında yayımladığı III-52.1 sayılı yatırım fonlarına ilişkin esaslar tebliğinde yatırım fonu tanımı şu şekilde ifade edilmiştir:

Kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, bu Tebliğde belirtilen varlıklar ve işlemlerden oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından içtüzük ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı.

Bunun yanında yatırım fonu kurma yetkisini portföy yönetim şirketlerine vermiş, yatırım fonlarının iç tüzüğü ve izahnamelerinin olması gerekliliği belirtilmiş ve iç tüzük ve izahnamede yer alması gereken maddeler ifade edilmiştir. AAOIFI 14 numaralı finansal muhasebe standardında ise fon tanımını şu şekildedir:

Fonlar, onları kuran kurumlardan finansal olarak bağımsız olan yatırım araçlarıdır. Fonlar, hissedarların/birim sahiplerinin varlıklardaki payını ve kâr veya zarar hakkını temsil eden eşit katılımlı paylar/birimler şeklini alır.

Fonlar, vadeleri boyunca devam eden bir kolektif yatırım biçimi olduğundan, katılımcıların hakları ve görevleri, üçüncü şahısların haklarıyla ilgili olduğundan, ortak çıkarlar tarafından tanımlanır ve sınırlandırılır. Bu itibarla, fonun acentelik esasına göre yönetildiği hallerde, pay sahipleri/kat malikleri, tüzük ve içtüzük ile belirlenen sınırlamalar ve şartlar dışında, yönetim, itfa veya tasfiye haklarından feragat edeceklerdir.

Yatırım fonları, özellikle küçük yatırımcılara ellerindeki birikimlerini profesyonel olarak değerlendirme fırsatı sunan, hisse senedi, tahvil, para piyasası araçları ve diğer menkul kıymetlerin profesyonel bir şekilde yönetildiği yatırım araçlarıdır. Yatırım fonları, yatırımcıların risk algılarına, vade ve likidite ihtiyaçlarına ve dini yaklaşımlarına göre farklılaşarak, müşterilerine yatırımlarını çeşitli alanlarda değerlendirme imkânı sunmaktadır. Yatırımcıların fon havuzlarında toplanan birikimleri, çeşitli sektörlerle, ulusal veya uluslararası piyasalara ve belirli amaçlara (getiri amaçlı, sürdürülebilir sukuk, yeşil sukuk vb.) göre farklı alanlarda değerlendirilir (Aslan & Genç, 2022, s. 265).

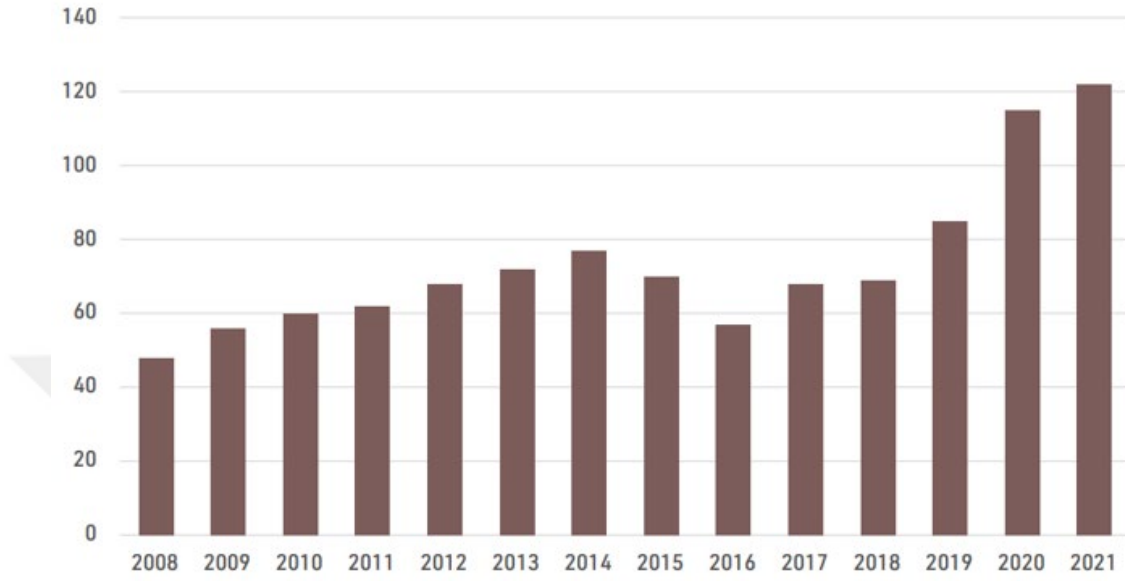
SPK'nın 2013 yılında yayımladığı tebliğ yatırım fonlarını genel olarak tanımlamış fakat İslami yatırım fonlarını ayırmamıştır. Buna rağmen detay bazlı olarak bir yatırım fonu İslami ise nasıl isimlendirileceği ve nelere yatırım yapacağı açıklanmıştır. Bu tanımdan yola çıkarak İslami yatırım fonunu, halktan katılma payı karşılığında toplanan paraların İslam hukukuna uygun sermaye ve para piyasası araçlarına yatırılması şeklinde tanımlayabiliriz. İslam hukukuna uygun yatırım araçları yukarıda bahsettiğimiz gibi sukuk, hisse senetleri, İslami bankalarda açılan mevduat hesapları, gayrimenkul ve fintech yatırımları ve İslam hukukuna uygun diğer yatırım araçlarıdır. Kısaca İslami yatırım fonu, yatırımcıların fazla paralarını İslam hukuku hükümlerine uygun olarak kazanç elde etmek için yatırdıkları ortak havuz anlamına gelir.

Tanımlar içinde İslami yatırım fonlarının en önemli iki özelliğinden birisi yer almaktadır ve bu da İslam hukukuna uygun yatırım araçlarına yatırım yapılmasıdır. İkinci önemli özellik ise sabit veya değişken bir getiri taahhüdünün olmamasıdır. Yatırımcılar elde edilen kara ortak oldukları gibi zarar durumunda da zarara ortak olacaklardır. Bununla birlikte İslam Fıkıh Akademisi ve AAOIFI fıkıh heyetine göre fon yöneticisi ve sermayedar ile ilgisi bulunmayan üçüncü bir tarafın karşılıksız ve bedelsiz ve sadece ana paraya yönelik garanti vermesinde beis bulunmamaktadır, bunun yanında zarara yönelik tazminin diğer

istisnası olarak fon yöneticisinin kasıtlı olarak fonu zarara uğrattığının tespiti halinde zarar fon yöneticisinden temin edilebilir (Durmuş, 2022, s. 258).

İslami fonlar, konvensiyonel fonlar gibi içerisinde barındırdıkları varlıkların getirisini yansıtırlar. İslami yatırım fonları yapı olarak çok riskli varlıklara yatırım yapamazlar, belirsizlik durumunun İslam hukukuna göre uygun olmaması, piyasa bozucu işlemlerin yasak olması, işlemlerin spot piyasalarda gerçekleşmesi İslami fonları konvensiyonel fonlara göre daha az riskli konumda tutmaktadır. Grafik 13'te görüldüğü üzere İslami fonların yönettiği büyüklük (AuM) 2018 yılından itibaren düzenli olarak artış göstermiş ve 2021 yılında 238 Milyar USD seviyesine ulaşmıştır. Bu seviye 2020 yılına göre AuM bazında %34'lük bir büyümeyi göstermektedir. Yapılan tahminlere göre 2026 yılında AuM büyüklüğünün 416 Milyar USD seviyesine gelmesi beklenmektedir. İslami fonların AuM olarak %81'lik kısmı 3 ülke dağılmış durumdadır. Bunlar sırasıyla İran, Suudi Arabistan ve Malezya'dır. Özellikle gayrimüslim ülkelerde yaşayan Müslümanlar birikimlerini yastık altı tabir edilen şekilde saklamaktadırlar. Bu sebeple özellikle bu ülkelerde İslami fonların kuruluşları hızlanmaktadır(refinitiv-52). Grafik 13'te 2008 yılından itibaren İslami yatırım fonlarının büyüklüğü verilmiştir. Özellikle son yıllarda düzenli bir büyüme gösteren İslami yatırım fonları, 2021 yılında 2020 yılına göre yaklaşık %6 artarak 122 Milyar ABD doları seviyesine ulaşmıştır.

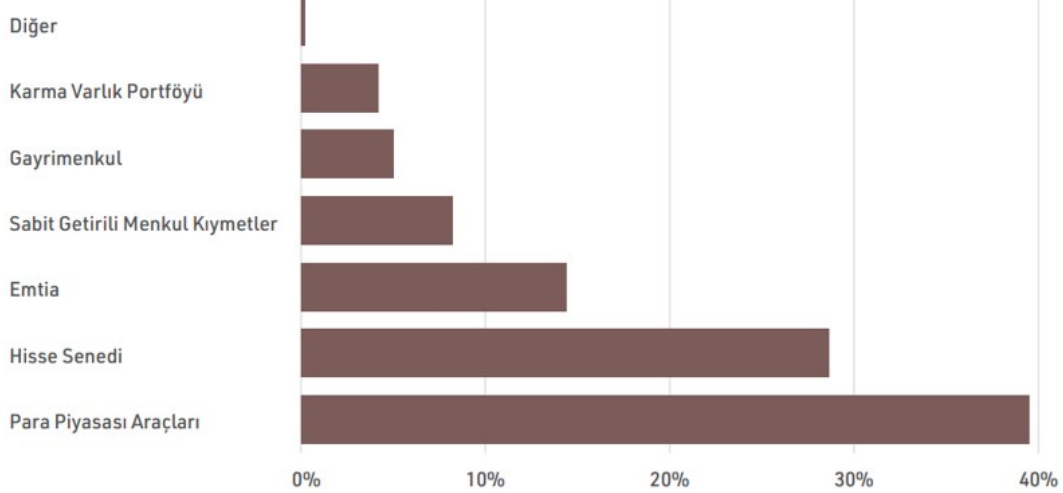
Grafik 13: İslami Yatırım Fonlarının Büyüklüğü (Milyar ABD Doları)



Kaynak: (Katılım Finans Strateji Belgesi, 2022, s. 55)

İslami fonlar ağırlıklı olarak para piyasası, hisse senedi varlıkları ve emtia sınıflarında yoğunlaşırken, bunu sabit getirili, gayrimenkul, karma tahsis ve diğer fonlara dağıtılan görece daha küçük paylar izlemektedir. Grafik 14’te 2021 yılına ait kırılımlar verilmiş, en büyük payın para piyasası fonları ile hisse senedi fonlarından oluştuğu gözlemlenmiştir.

Grafik 14: İslami Yatırım Fonlarının Varlık Dağılımları (Yüzde)



Kaynak: (Katılım Finans Strateji Belgesi, 2022, s. 56)

İslami sermaye piyasaları gelişme aşamasında, özellikle son yıllarda düzenli büyüme gösteren bir yapıdır. İlk sukuk ihracı ile başlayan süreç, sukuk çeşitliliğinin artması, hisse senedi endekslerinin oluşturulması ve fonlarla yatırımların çeşitlendirilmesi süreçlerini devam ettirmekte ve bu çeşitlenme İslami sermaye piyasalarının gelişimini hızlandırmaktadır. Son yıllarda ortaya çıkan yeşil sukuk, yenilenebilir enerji kaynaklarına yapılan yatırımlar gibi tematik yatırım araçları İslami sermaye piyasalarının gelişimini desteklemektedir. İslami finans sektörünün ihtiyaçları doğrultusunda, İslami bankacılık sektörünün yetersiz kaldığı alanlarda İslami sermaye piyasaları ürünleriyle sektöre destek vermektedir. İslami portföy yönetim şirketleri sermaye piyasalarına İslam hukukuna uygun ürünler kazandırmak konusunda çalışmakta, şer'i yönetim konusunda kendilerini geliştirerek, yatırımcıların güvenle yatırım yapabilecekleri alanlar açmaktadırlar.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİNDE ŞER-İ YÖNETİŞİM: TÜRKİYE VE MALEZYA ÖRNEĞİ

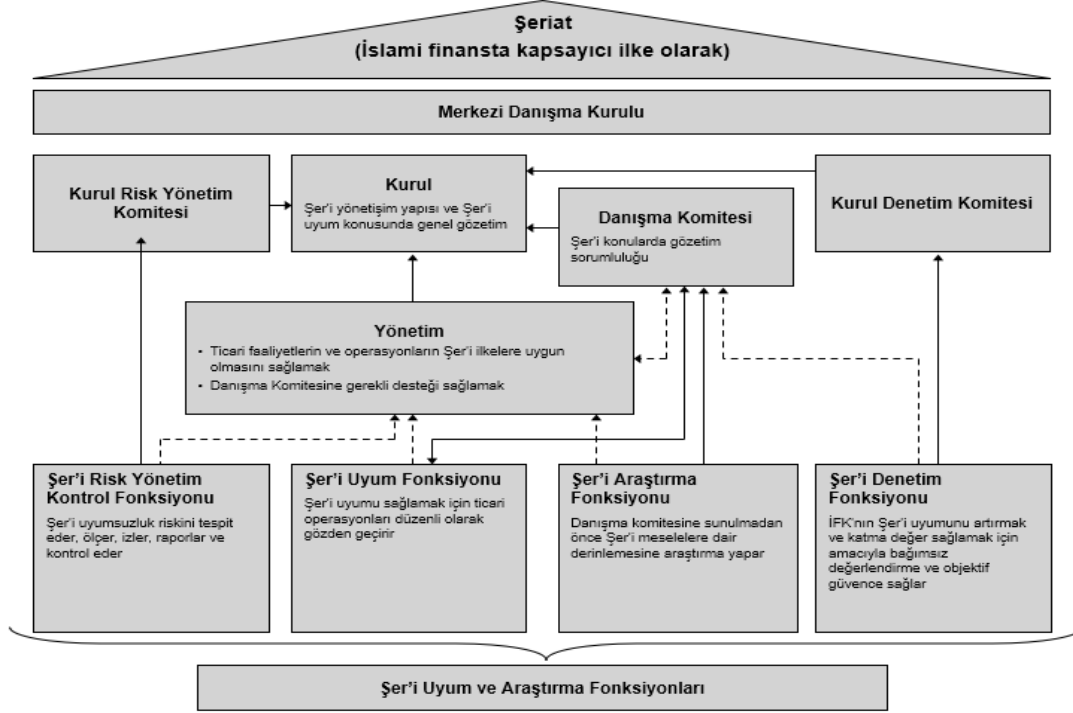
İslami portföy yönetim şirketleri ise göreceli daha yeni ortaya çıkan yapılardır. İslami PYS'lerin Şer'i yönetim yapısına dair Türkiye'deki düzenlemeleri incelemek ve İslami finans sektöründe önemli bir konumu olan Malezya ile mukayese etmek İslami finansın sermaye piyasası alanında Türkiye'deki gelişimini göstermek açısından faydalı olacaktır. Bu mukayeseyi yapabilmek için öncelikle Şer'i yönetim yapısını genel olarak açıklayacağız ve sonrasında Türkiye ve Malezya'da faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerinin Şer'i yönetim bağlamında bir incelemesini ve mukayesesini yapacağız.

1. Şer'i Yönetişim

Günümüzde kurumların, küresel manada kabul gören ve yasalarda sınırları çizilen bir dizi kurumsal yönetim kurallarına uymaları beklenmektedir. Bu kurumlara İslami finans kurumları da dahildir. İslami finans kurumları, diğer kurumlara ek olarak şer'i yönetim standartlarını da sağlamakla yükümlüdür. Tanım olarak şer'i yönetim, İslam hukuku

kurallarına uyumlu olarak gerçekleştirilen yönetim faaliyeti ve bu faaliyetlere uyumun denetlenmesi şeklindedir (Muneeza & Hassan, 2014, s. 125). Bu yönetim ve uyumun en önemli aktörü ise danışma kurulu olarak tabir edilen, faaliyetlerin İslam hukukuna uygun olması konusunda kurumlara danışmanlık veren bağımsız şer’i kurullardır (Malkawi, 2013, s. 541). Danışma kurullarının eksikliği, gerekli denetim ve uyum faaliyetlerinin yapılmaması şer’i yönetim bağlamında eksikliğe neden olacak ve bu durum şer’i risklerin ortaya çıkmasına sebebiyet verecektir. Şekil 2, İslami finans kurumları için şer’i yönetişimin nasıl olması gerektiğini şematik bir düzende anlatmaktadır.

Şekil 2: Şer’i Yönetişim Yapısı



Kaynak: Bank Negara Malaysia (2010)

Bu yapıda meydana gelecek eksiklikler şer’i risklerin ortaya çıkmasına neden olacaktır. Konumuz itibariyle portföy yönetim şirketlerinin şer’i yönetim bağlamında yerine getirmesi gereken, sektöre özel gereklilikler mevcuttur. Bunların yerine getirilmesinde yaşanabilecek aksaklıklar şer’i riskleri ortaya çıkartacaktır. Şer’i yönetişimin temel yapıları aşağıdaki gibi özetlenebilir (İSEDAK, 2019, s. 26):

- Danışma Komitesi: Şirketin yönettiği fonların yatırımlarının İslam hukukuna uygunluğu konusunda danışmalık rolü üstlenir. Varlık seçimi konusunda metodolojiyi belirler ve uygulanması konusunda tavsiyede bulunur. İslami portföy yönetimi açısından önemli bir yapıdır.
- Şer'i Denetim, Uyum ve Risk Yönetimi: Fonların danışma kurulunun belirlediği metodolojiye uygunluğu izlenir, düzenli denetlemeler gerçekleştirilir ve riskler raporlanır.
- İslam hukukuna uygun yatırımlar: Fonların yatırım yaptığı araçların metodolojide belirlenen varlıklar olması gereklidir. Yeni yatırım alanları için gerekli şer'i araştırmalar yapılmaz.
- Arındırma: Önemli ve zor bir konudur. Bazı iş kolları ve firmalar İslam hukuku açısından uygun olmayan gelirlerini sıfırlayamayabilirler. Bu şekilde kaçınılması mümkün olmayan ve piyasa şartlarından kaynaklı, İslam hukuku açısından uygun olmayan gelirin belirli bir yüzdeyi geçmemesi şartıyla yatırım yapılmasına izin verilmiştir. Örnek olarak BİST Katılım Endeksi'nde yer alan şirketlerin uygunsuz geliri için belirlenen üst limit gelirlerinin %5'idir. Fakat bu şirketlere yapılan yatırımlardan elde edilen gelirlerin fondan arındırılması gerekmektedir. Arındırma sonucunda tespit edilen uygunsuz gelir fondan alınıp farklı bir havuza konmalıdır.
- Tarama: Yatırım yapılan şirketler faaliyet ve finansallar açısından düzenli olarak gözden geçirilmelidir.

Yukarıda bahsettiğimiz maddeler İslami portföy ve fon yönetimi için gerekli fonksiyonlardır. Bu fonksiyonların Türkiye ve Malezya'da nasıl konumlandırıldığını, yasalar ve tebliğler üzerinden mukayese etmeye çalışacağız.

1.2. Türkiye Portföy Yönetim Şirketlerinde Şer'i Yönetişim

Türkiye'de yayımlanan kanun ve tebliğlere göre portföy yönetimi süreci olarak konvensiyonel portföy yönetimi ile İslami portföy yönetimi arasında fark bulunmamaktadır. 2013 yılında 28695 sayılı resmî gazetede yayımlanan "Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar" isimli tebliğde hem İslami hem de konvensiyonel

portföy yönetim şirketlerinin ana faaliyet konusu fonların kurulması ve yönetilmesi olarak belirtilmiştir. Şirket kuruluş izni alınması için gerekli şartlar aynıdır. Bankalarda olduğu gibi bir portföy yönetim şirketlerinin unvanlarında İslami veya konvensiyonel olduğunu belli eden bir ifade bulunmamaktadır. Bunun yanı sıra çalışma şekline göre İslami olarak kurulan portföy yönetim şirketlerinin konvensiyonel yatırım araçlarına dayalı bir fon kurması ve bu fonu yönetmesinin önünde bir engelde mevcut değildir.

Türkiye, kanun ve tebliğlerinde portföy yönetimi tanımını konvensiyonel ve İslami olarak ayırmamıştır. Ayrım yatırım fonları bazında gerçekleştirilmiştir. SPK tarafından yayımlanan “Yatırım fonlarına ilişkin rehber” isimli dokümanda “Unvanında katılım ifadesi geçen fonlara ilişkin esaslar” isimli 1.6 numaralı madde bulunmaktadır. Bu madde İslam hukuku esaslarına göre yönetilecek fonların yatırım yapabileceği araçları belirlemiş, danışma kurulu ile ilgili bilgi vermiştir. İlgili maddede Danışma kurulu için geçen ifade şu şekildedir:

Söz konusu fonlar için bir danışman/danışma kurulundan hizmet alınması halinde, fon izahnamesinin ekinde veya fonun KAP sayfasında danışmanın kim olduğuna/danışma kurulunun kimlerden oluştuğuna, danışmanın/danışma kurulu üyelerinin faizsiz/katılım finans alanındaki bilgi ve tecrübesine ilişkin bilgiler ile danışmanın/danışma kurulunun çalışma ilkelerine (örneğin faizsiz/katılım finans ilkelerine uygunluk değerlendirmesi yapılırken esas alınan yöntemlere ilişkin bilgiler) yer verilir.

Bu ifadeye göre de kurulan İslami fonlar için bir danışma kurulundan hizmet alma zorunluluğu bulunmamaktadır. Yukarıda bahsettiğimiz şer’i gerekliliklerde Danışma kurulu yapısının şer’i yönetişimin en önemli ayağı olduğunu ifade etmiştik. Bu yapının eksikliği İslami fonların şer’i risk açısından yüksek riskli olmasına sebebiyet vermektedir.

Şer’i yönetişimin diğer unsuru olan şer’i denetim, uyum ve risk yönetimi alanlarında Türkiye portföy yönetimi özelinde bir kriter ve zorunluluk bulunmamaktadır. Denetim, uyum ve risk yönetimi birimlerinin şirket bünyesinde bulunma zorunluluğu mevcuttur fakat bu zorunluluk şer’i konularda değil, hukuki konular içindir.

Yatırım fonlarının yatırım yapabileceği araçların İslam hukukuna uygunluğu konusunda yukarıda bahsettiğimiz tebliğde geçen ifade şu şekildedir:

Unvanında katılım ifadesi geçen fonların portföylerine dahil edilecek ortaklık paylarının faizsiz/katılım finans ilkelerine uygunluğu onaylanmış olan endekslerde (örneğin Borsa İstanbul A.Ş. tarafından hesaplanan Katılım 30 Endeksi, Katılım 50 Endeksi, Katılım Tüm Endeksi vb.) yer alan ortaklık paylarından seçilmesi ve/veya faizsiz/katılım finans ilkelerine uygunluğunun bir danışman/danışma kurulu tarafından onaylanmış olması zorunludur. Unvanında katılım ifadesi geçen fonların portföylerine dahil edilecek kira sertifikaları, katılma hesapları, altın ve diğer kıymetli madenler ile vaat sözleşmeleri haricindeki para ve sermaye piyasası araçları için de söz konusu şartın sağlanması esastır.

Bu maddeye göre BİST Katılım endeksleri dışında yer alan ortaklık paylarına danışma kurulu uygunluğu ile yatırım yapılabileceği sonucu çıkmaktadır. Ayrıca İslami fonların yatırım yapacağı araçların bir danışma kurulundan onay yani icazet alması gerekmektedir. Uygulamada bu icazetler ihraç edilen kira sertifikaları bazında alınmaktadır. Bir danışma kurulu bir ihraççının ihraç etmeyi planladığı kira sertifikası yapısı için icazet vermekte ve bu icazet aynı ihraççının aynı yapı ile ihraç edilen diğer kira sertifikaları içinde kullanılmaktadır. İslam hukukuna uygun yatırım yapılması konusunda Türkiye’de bir düzenlemeye gidilmiştir.

Arındırma konusu şer’i yönetim açısından riskli bir diğer konudur. Türkiye’de arındırma konusunda TKBB Danışma Kurulu’nun 1 numaralı Katılım finans standardının 3.2 numaralı maddesinde belirtilen “mahzurlu kazanç sağlayan şirketlerin pay senetlerine sahip olan gerçek veya tüzel kişilerin mali dönem sonunda kendi paylarına düşen mahzurlu kazançtan kurtularak gelirlerini arındırmaları gerekir” hükmü yer almaktadır. Buna göre arındırma işlemi pay senedinin mahzurlu kazancı üzerinden gerçekleştirilir ve TKBB danışma kurulu kararına göre enflasyondan arındırılabilir, yani enflasyonu aşan mahzurlu gelirlerden arındırma yapılır ve arındırılan tutardan hiçbir şekilde menfaat sağlanmadan hayır işlerine aktarılır. Arındırma konusunda bu hüküm dışında SPK tebliğlerinde veya kanunlarda başka bir ifade yer almamaktadır. Fakat Türkiye’de kanun ve tebliğlere göre yatırım fonlarından hiçbir suretle belirlenen giderler dışında gider yansıtılmamaktadır. Bu giderler arasında ise arındırma gideri bulunmamaktadır.

Yatırım yapılan araçlara ait İslam hukukuna uygunluk taraması Türkiye’de BİST tarafından yapılmaktadır. Katılım endeksinden bahsederken ifade ettiğimiz metodoloji

doğrultusunda BİST yılda 2 defa bu taramayı gerçekleştirmekte ve yayımlamaktadır. Bunu yanı sıra portföy yönetim şirketleri kendi hesaplamalarını yaparak katılım endeksinde yer almayan fakat metodolojiye uygun şirketlere yatırım yapabilmektedirler.

1.3. Malezya Portföy Yönetim Şirketlerinde Şer’i Yönetişim

Malezya ise İslami portföy yönetim şirketi tanımını tebliğlerinde vermiş, hatta SC-GL/IFM-2007 sayılı İslami portföy yönetim kılavuzu yayımlamıştır. Bu kılavuzda İslami portföy yönetim şirketini tek amacı İslami fon yönetimi işi yapmak olan bir fon yönetimi şirketi şeklinde tanımlamıştır. Malezya Türkiye’den farklı olarak İslami bir portföy yönetim şirketinin konvensiyonel araçlara dayalı bir fon yönetmesine olanak sağlamamaktadır. Malezya SC-GL/IFM-2007 sayılı rehberi incelenince portföy yönetim şirketleriyle alakalı olarak aşağıdaki konulara değindikleri görülmektedir;

İlk olarak İslami portföy yönetim şirketleri danışma kurulu oluşturmak zorundadır. Bu kurula seçilebilecek kişilerin yetkinlikleri tebliğlerde belirlenmiştir. Buraya seçilecek kişi veya şirketlerin aşağıdaki şartları sağlaması gerekmektedir;

- Malezya Sermaye Piyasası Komisyonu’ndan (SC) lisanslı olan birey veya tüzel kişi,
- Lisanslı bir İslami banka,
- İslami bankacılık işi yapmak için onaylanmış bir lisanslı banka veya lisanslı yatırım bankası.

Ayrıca danışma kurulu üyesi olan birey veya şirketler, ilgili şartları sağlayamaz duruma gelirse görevden alınır ve bu durum SC’ye bildirilir. Bu bildirim akabinde 1 ay içinde yeni üye ataması gerçekleştirilir. Ayrıca danışma kurulu, gerçekleştirilen işlemlerde İslam hukuku ve Malezya Danışma Kurulu (SAC) standartlarına göre muğlaklık olursa bu durumu SAC’a bildirerek görüş isteme görevi de danışmana verilmiştir.

İkinci olarak denetim, uyum ve risk yönetimi birimlerinin görevleri belirtilmiştir. Buna göre denetim birimleri şer’i uygunluk kontrollerini kapsayacak şekilde denetim genişletilirler. Uyum birimlerinin sadece yasalara uyuma değil, aynı zamanda İslam hukukuna uyumu da incelemesi gerekmektedir. Eğer İslam hukukuna uygunsuz bir durum tespit ederse derhal düzeltilmesi için portföy yönetim şirketinin yönetim kuruluna ve

danışmana bilgi verir. Ayrıca 14 iş günü içinde SC'ye bu durumla alakalı raporlama gerçekleştirir. Bunlara ilave olarak şirketin yönetim kurulu tüm işlemlerin Şeriata uygun olduğuna dair SC'ye yazılı beyanda bulunur.

Mahzurlu kazançların arındırılması hususunda Malezya sermaye piyasası otoritesi danışma komitesi (SA-SAC) 2021 yılında karar yayımlamıştır. Bu karar göre; mahzurlu gelir fon hesabından ayrı bir hesaba yatırılacak, daha sonra bu gelirler yatırımcılara dağıtılacak ve yatırımcılara bu gelirleri şer'i esaslara göre tasfiye etme yükümlülükleri bildirilecektir. Tasfiye süreci izahnamelerde belirtilmelidir. Bu mahsurlu gelirden fon yöneticisi, mahsurlu gelirin dağıtımını için yapılacak masrafları ödemek için bir miktar kullanabilir. Malezya görüldüğü üzere arındırma işlemleri için bir süreç belirlemiştir.

Yatırım yapılan araçlara yönelik İslam hukukuna uygunluk taramaları Malezya'nın düzenleyici kurumları tarafından gerçekleştirilmektedir.

Görüldüğü üzere Malezya İslami portföy yönetim şirketlerini İslam hukukuna uygun işlemler yapması konusunda düzenleyici kurullar tarafından hem kontrol edilmekte hem de şirketlerden beyan ve raporlar alınmaktadır. İslami portföy yönetim şirketleri hem normal portföy yönetim şirketleri için belirlenen şartları sağlamalı ve bunun üzerine yukarıda yazılı bulunan şer'i yönetim yapılarını tesis etmelidirler. Bunun yanında aynı rehberde İslami portföy yönetim hizmeti sunan şirketlere vergi muafiyeti sağlanacağı yazılıdır.

Türkiye ve Malezya örnekleri karşılaştırıldığı zaman, Malezya'nın İslami portföy yönetimi konusunda Türkiye'ye kıyasla katı kurallar belirlediği söylenebilir. Türkiye portföy yönetim şirketi özelinde İslam hukukuna uygunluk açısından bir denetim ve kontrol mekanizmasını zorunlu tutmamakta fakat Malezya bu mekanizmayı uygulamayı zorunlu kılmaktadır. Bu durum İslami portföy yönetimi piyasasına her isteyen şirketin girmesini zorlaştırmaktadır. Bununla birlikte uygulanan vergi muafiyeti bu alana girmek isteyen şirketler için bir teşvik unsuru olabilir.

2. Türkiye'de Şer'i Riskler

Şer'i risk, İslami finans kurumlarında İslam hukukuna uygun olmayan yatırımlar için kullanılmaktadır. Çalışan veya kurum kaynaklı olabileceği gibi, regülasyon kaynaklı olarak da ortaya çıkabilir. Sermaye piyasalarında ortaya çıkabilecek şer'i riskleri, regülasyonun

düzenlemelerinin yetersizliği, kontrollerin etkin çalışmaması sonucu İslam hukukuna uygun olmayan araçlara yatırım yapılması, şer’i izleme faaliyetlerinin yeterli düzeyde gerçekleştirilememesi, danışma kurulu kararlarının uygunluğunun kontrol edilmemesi, riba gibi İslam hukukuna uygun olmayan terminoloji ve terimlerin raporlarda veya pazarlama faaliyetlerinde kullanılması sonucu itibar kaybı yaşanması, arındırma işlemlerinde oluşan eksiklikler şeklinde sıralayabiliriz. Şer’i riskler Türkiye, Malezya veya başka bir ülkede de aynıdır. Türkiye ve Malezya arasındaki farklılık şer’i risklerin yönetimi konusunda meydana gelmektedir. Sermaye piyasası alanında Türkiye şer’i risk yönetimi yapısında zayıf iken, Malezya bu yapıyı kuracak düzenlemelere gitmiştir.

Önceki bölümde katılım esaslı yatırım fonlarını tanımlamış ve bununla ilgili kontrolleri ifade etmiştik. Bunun dışında yönetim manasında SPK tarafından gerçekleştirilen veya zorunlu tutulan bir şart ve yapı bulunmamaktadır. Katılım fonu için bir icazet belgesi SPK tarafından sorgulanmamakta, fonun bilgilerinin kamuya ilan edildiği Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) sayfasında bununla ilgili bir bilgi yer almamaktadır. Yani İslami bir fon kuruluşunda icazet belgesi alınması zorunlu tutulmamaktadır, bu fonları yöneten şirketlerin şer’i yönetimi tesis edecek danışma kurulu yapısını kurmak zorunluluğu bulunmamaktadır. Hem konvensiyonel hem de katılım esaslı fon yöneten büyük portföy yönetim şirketlerine bakıldığı zaman Ziraat Portföy Yönetimi şirketinin katılım esaslı fonları için icazet aldığı hatta bir danışma kurulunun bulunduğu, İş Portföy Yönetimi ve Ak Portföy Yönetimi şirketlerinin ise danışma kurullarının bulunmadığı, katılım esaslı fonlarının ise icazet belgelerinin internet sitesinde bulunmadığı görülebilir. Bununla birlikte Katılım bankaları bir yatırım fonunun satışına aracılık edeceklerse bu yatırım fonunun icazet belgesinin olmasına dikkat etmektedirler. Ayrıca yatırım fonları için oluşturulması ve KAP sayfasında yayımlanması zorunlu olan belirli raporlar mevcuttur. Bu raporların şablonu standarttır ve faiz ifadesi yer almaktadır. Bu tip raporlamalarda, kâr payı gibi gelirlerin faiz ifadesi içermeyen bölümlere yazılması gerekmektedir. Çünkü konvensiyonel sisteme göre düzenlenen bu raporlar Katılım fonların için uygun hale getirilmemiştir. Bu ayrıma dikkat eden fonlar ise İslami portföy yönetim şirketlerinin fonlarıdır.

Türkiye’de SPK tarafından yayımlanan tebliğlerde şer’i riski azaltacak faktörler mevcuttur. Katılım esaslı bir fonun portföyünde tahvil, repo gibi konvansiyonel araçlar ile BİST katılım endeksi dışında kalan hisse senetlerinin alınması “Yatırım fonlarına ilişkin rehber” ile yasaklanmıştır. Bu durumun takibinden de saklamacı kuruluş sorumlu tutulmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin yönettikleri yatırım fonlarının saklamacı kuruluş tarafından hesaplarının takip edilmesi gerekmektedir. Bu durum III-56.1 sayılı Portföy saklama hizmetine ve bu hizmette bulunacak kuruluşlara ilişkin esaslar tebliğinde yer almaktadır. İlgili tebliğin 4. Maddesi portföy saklama hizmetini şu şekilde tanımlamaktadır:

Portföy saklama hizmeti, kolektif yatırım kuruluşlarına ait finansal varlıkların saklanması ve/veya kayıtların tutulması, diğer varlıkların aidiyetinin doğrulanması ve takibi, kayıtlarının tutulması, varlık ve nakit hareketlerine ilişkin işlemlerin yerine getirilmesinin kontrolü ile bu Tebliğde belirtilen diğer görevlerin yerine getirilmesidir.

Bu tanıma göre saklama hizmeti yatırım fonlarının hesaplarının tutulduğu bir banka hizmetidir denilebilir. Saklama kuruluşları portföy yönetim şirketlerinden bağımsız yapılar oldukları için bir nevi denetleyici bir kurum şeklinde çalışmaktadır. Aynı tebliğin 5. Maddesinin 3-f fıkrası portföy saklama kuruluşuna yüklenen yükümlülüğü şöyle ifade etmektedir: “Kolektif yatırım kuruluşlarının varlık alım satımlarının, portföy yapısının, işlemlerinin mevzuat, fon içtüzüğü, izahname veya esas sözleşme hükümlerine uygunluğunu sağlamakla yükümlüdür.” Burada yatırım fonlarının izahnamelerinde ve tebliğlerde yer alan sınırlamalara uyumunu kontrol etme görevini de portföy saklama kuruluşuna vermektedir. Şer’i açıdan da saklamacı kuruluş bu görevi yerine getirmekle yükümlüdür, çünkü izahname ve tebliğlerde katılım esaslı fonların yatırım yapabileceği araçlar belirtilmektedir. Buradaki şer’i risk portföy saklama kuruluşlarının genellikle konvansiyonel bankalar bünyesinde yapılandırıldıkları için şer’i konularda eksiklikler bulunabilmesidir. Şer’i denetim ve izleme özel bir yetkinlik gerektirmekte, bankacılık kanunu bu şer’i denetim ile ilgili maddelerinde ise katılım bankalarını sorumlu tuttuğu için konvansiyonel bankalarda bu durum eksik bulunmaktadır. Bu sebeple saklamacı kuruluşların şer’i denetimleri çok sınırlı olmakta veya hiç olmamaktadır.

Katılım esaslı fonların şer’i açıdan kontrolü yukarıdaki gibi yapılsa dahi, yasak olan yatırım araçlarına yatırım yapılması durumunda, örneğin BİST katılım endeksinde yer almayan bir hisse senedine yatırım veya kira sertifikası yerine tahvil alınması durumlarında bunların kontrolünün nasıl yapılacağı meçhuldür. Şirket bünyesinde şer’i kontrol mekanizmasının kurulma zorunluluğunun olmaması bu yatırımların anlık takip edilmesine olanak vermemektedir. Ayrıca İslam hukuku açısından uygun olmayan hisse senedi veya tahvilin değerlendirilmesinden elde edilecek gelirin nereye ve nasıl aktarılacağı belirsizdir. Çünkü aşağıda anlatacağımız arındırma konusunda da değineceğimiz gibi yatırım fonlarında katılım bankalarında olduğu gibi bir ceza havuzu yapısı bulunmamaktadır.

Şer’i risk açısından bir diğer önemli konu ise yukarıda bahsettiğimiz arındırma mevzusudur. Daha önce bahsettiğimiz gibi bazı şirketlerin piyasa koşulları gereği belli bir oranda faizli geliri olsa dahi İslam hukuku açısından yatırım yapılması uygundur. Arındırma işlemini kısaca anlatacak olursak, elimizde bir şirkete ait bir pay senedi var ve bu şirketin mahzurlu geliri toplam gelirinin %2’si kadar. Biz bu pay senedinden elde ettiğimiz 10 birimlik gelirin 2 birimini arındırmalı ve ondan menfaat sağlamamalıyız. Yapı olarak basit gözükmeyle birlikte, bu işlemi fonlarda yapmak oldukça karmaşık olmaktadır. Çünkü fonlarda onlarca ve farklı tutar ve adetlerde pay senedi bulunmakta, her gün alım ve satım işlemleri yapılmakta, her gün müşteri giriş ve çıkışları olmaktadır. Günlük olarak fonun içinde yer alan pay senetlerinin getirileri hesaplanmalı ve arındırma işlemi yapılmalı ve bulunan tutar farklı bir hesaba gider olarak yazılmalıdır. Fakat Türkiye’de kanun ve tebliğlere göre yatırım fonlarından hiçbir suretle belirlenen giderler dışında gider yansıtılmamaktadır. Bu giderler arasında ise arındırma gideri bulunmamaktadır. Bu sebeple Katılım esaslı fonlar arındırma işlemini yapamamakta, müşterilerine de arındırma ile ilgili bilgi vermemektedirler. Müşteriler kendileri arındırma yapmak istese fonun içeriğine her gün ulaşamadıkları için arındırma yapmaları mümkün olmamakta, fonun içeriği görünse dahi bu karmaşık hesaplamaların günlük olarak manuel şekilde yapılması çok zorlu bir süreç olacaktır. Bu anlattığımız şer’i risklerin önüne geçmenin en etkili yolu İslami portföy yönetim şirketleri için özel bir düzenleme yapmak ve şer’i uyum kriterlerini yerine getirmelerini sağlamak olacaktır.

Türkiye’de tamamen İslam hukuku kurallarına uygun olarak portföy yönetimi gerçekleştiren (GSYF ve GYF hariç) iki portföy yönetim şirketi bulunmaktadır. Bunların ilki Kuveyt Türk Katılım Bankası AŞ. iştiraki olan KT Portföy Yönetimi AŞ. diğeri ise Albaraka Türk Katılım Bankası AŞ. iştiraki olan Albaraka Portföy Yönetimi AŞ. Bu şirketlerin katılım bankası iştirakleri olması sebebiyle banka tarafından şer’i denetime tabi olmakta, düzenli aralıklarla kontroller gerçekleştirilmektedir. Bu kontroller şer’i riskleri oldukça azaltmakta fakat kontroller geçmişe dönük yapıldığı için, karşılaşılabilecek olumsuz bir durumda anlık olarak aksiyon alınması zorlaşmaktadır. Bununla beraber çalışanların, sürekli denetime tabi olması işlemlerin daha dikkatli yapılmasına ve şer’i riskin büyük ölçüde azalmasına olanak sağlamaktadır. Yukarıda bahsettiğimiz gibi portföye sehven alınabilecek konvensiyonel ürünlerden elde edilecek gelirlerin arındırılması yapılamamaktadır. Yine de ileride bu tür olayların yaşanmaması için gerekli önlemlerin alınması sağlanabilecek ve şer’i risk büyük ölçüde azaltılabilecektir.

Malezya’da İslami portföy yönetim şirketlerinin yukarıda sayılan sorumlulukların birçoğunu yasal olarak sağlamakla yükümlü oldukları bu çalışmada anlatılmıştı. Bunun yanında Malezya’da merkezi otorite tarafından da bu yapıların tesisi ve işlevselliği kontrol edilmekte ve şer’i açıdan riskler düşük seviyede tutulabilmektedir. Türkiye’de ise kanun ve tebliğlerde böyle bir zorunluluğun bulunmaması şer’i risklerin daha yüksek olmasına sebebiyet verebilmektedir. Türkiye’de yasal olarak yukarıda zikredilen şer’i yönetim yapısının şirket bünyesinde kurulması zorunlu değildir. Bu durumda şer’i denetim ve kontrollerin yapılmamasına sebep olmaktadır.

3. Öneri

Türkiye’de İslami sermaye piyasasında şer’i yönetim bağlamında mevcut olan eksiklikler şer’i risk düzeyinin yüksek olmasına neden olmaktadır. Katılım esaslı yatırım fonları bazında belirlenen yatırım kriterlerine uygun hareket edilip edilmediğinin şirket bünyesinde kontrol edilmesini sağlayacak bu alanda uzman personel istihdamı zorunlu tutulmamaktadır. Bununla birlikte, TKBB Danışma Kurulu da bu sürece dahil olmamakta ve SPK bünyesinde şer’i denetim ve düzenli izleme faaliyetlerini gerçekleştirecek bir yapı yer almamaktadır. Buradaki kontrol sorumluluğu saklamacı olarak tanımlanan, yatırım fonlarının hesaplarını

tutan ve tebliğlerde belirlenen sınırlamalara uygunluğunu denetleyen kurumlara verilmiştir. Saklamacı olan kurumlar konvansiyonel bankaların içinde yer alan birimlerdir ve şer'i uygunluk konusunda yetkinlikleri bulunmamaktadır. Bu durumda özellikle katılım esaslı fonların tebliğlere uygunluğunu tam olarak denetlemeyi mümkün kılmamaktadır. Henüz Türkiye'de Katılım bankaları bünyesinde kurulmuş bir saklama birimi de mevcut değildir. Şirketlerin bünyesinde kurulacak şer'i denetim ve uyum birimlerinin kurulması ilk etapta pratikte uygulanamayabilir fakat Katılım esaslı fonların saklamalarının Katılım bankaları bünyesinde kurulu saklama birimlerince yapılması zorunluluğu getirilirse bu alandaki şer'i riskler bir nebze daha düşük seviyede olacaktır. Bu zorunluluk, Katılım bankalarının ayrı ayrı veya ortaklaşa olarak saklama birimi kurmasına öncülük edecektir.

Portföy yönetim şirketlerinde yukarıda bahsettiğimiz şer'i denetim yapısının eksikliği uygulamalarda da farklılaşmalara neden olmaktadır. Özellikle hisse senedi piyasasında BİST Katılım endeksinin dışında yer alan şirketleri PYŞ ler finansal açıdan kendileri değerlendirip yatırım yapabilmektedirler. Bu tip farklılıkların ortadan kaldırılması için bankacılık kanununda yapılan, Katılım bankaları ile ilgili düzenlemelerin sermaye piyasası alanında da yapılması, TKBB Danışma kurulunun tüm katılım finans sektörlerini kapsayacak şekilde yetkilendirilmesi ve kararlarının tavsiye niteliğinden ziyade çerçeve olarak kabul edilmesi, hem Katılım finans sektörüne bir standart getirecek hem de Türkiye'de İslami finansa olan güveni arttırabilecektir. Bunlara ek olarak PYŞ ler veya saklamacı kurumlar bünyesinde sermaye piyasası alanında uzman şer'i uyum elemanlarının bulunması, bunların şirket ve şirketin kurucusu olduğu fonların yatırımlarını şer'i açılardan kontrol etmesi ve aylık olarak TKBB danışma kuruluna ve SPK'ya raporlaması, ayrıca bu raporları KAP sayfalarında ilan etmeleri şeffaflık açısından önemli bir adım olacaktır. Piyasaya sürülen ve İslam hukukuna uygun olduğu belirtilen kira sertifikası gibi yatırım araçlarına icazet veren kurul veya kişilerin merkezi bir otorite olarak TKBB danışma kurulu veya başka bir kurumdan yeterlilik belgesi alması ve sadece bu belgeye sahip kişi veya kurumların icazet belgesi vermeye yetkili olması piyasadaki uygulama farklılıklarını ortadan kaldıracaktır. TKBB kendi bünyesinde danışma kurullarına akredite vermekte ve TKBB üyesi Katılım bankaları sadece akredite alan danışma kurullarının icazet verdiği fonların alım satımına aracılık edebilmektedirler.

Bunlarla birlikte Şer'i yönetişim alanında özellikle Malezya'da yapılandırılan Şer'i yönetişim organizasyon yapısının zorunlu hale getirilmesi ve TKBB Danışma kurulu gibi bağımsız bir üst kurula İslami finans piyasalarının Şer'i açıdan bağlanması, raporlamalarının yapılması mevcut bulunan eksikliklerin giderilmesinde önemli adımlar olacaktır.

SONUÇ

Bu alıŐmada Şer'i yönetişim yapısının İslami sermaye piyasalarında ne derecede ve nasıl uygulandığına ve bu yapının eksik olması durumunda ne tür Şer'i risklere maruz kalımlabileceğine dair analiz yapılmıştır. Bu çalıŐmanın amacı Türkiye'nin portföy yönetim Şirketlerinin maruz kalacağı Şer'i riskleri belirleme ve yönetme konusunda ne durumda olduğunu belirlemek ve bu risklerin en düşük seviyede tutulması için neler yapılabileceğine yönelik uygulamaları tartıŐmaktır. Türkiye'nin Şer'i yönetişim durumunu İslami finanstaki düzenlemeleriyle önemli bir konuda olan Malezya'nın İslami portföy yönetim Şirketlerine yönelik gerçekleŐtirdiđi yasal düzenlemeler ile kıyaslayarak belirlenmeye çalışılmıştır ve Türkiye'de hem sermaye piyasalarında hem de portföy yönetim Şirketlerine yönelik uygulamalarda Şer'i yönetişim bağlamında düzenlemeye gidilmediği görülmüştür.

İslami finans alanındaki düzenlemeleriyle Malezya bu alanda önemli bir konumdadır. Sukuk piyasasının en büyük oyuncusu olması, yasal düzenlemelerde nc olması, İslam hukukuna uygunluk açısından merkeziyetçi bir kontrol ve yönetim belirlenmesi, Malezya'yı İslami finans alanında önemli konuma getiren faktörler olmuştur. Türkiye yaptığı düzenlemelerde Malezya örneğini incelemektedir. Örneğin Türkiye'de 2018 yılında yapılan düzenleme ile İslami bankacılık alanında merkeziyetçi bir danışma kurulu yapısını kurmuŐ, TKBB bünyesinde TKBB Danışma Kurulu oluŐturularak merkeziyetçi bir Şer'i denetim yapısına geçilme konusunda ilk adımlar atılmıŐtır. Bu yapı 1997 yılında kurulan Malezya'nın merkezi Danışma kurulu olan SAC ile benzerlik göstermektedir. Türkiye aynı yıl İslami bankacılık alanında Şer'i yönetişim bağlamında da birtakım kurallar yayımlamış, Katılım bankaları bünyesinde Şer'i uyum birimleri kurulması zorunlu tutulmuŐ, fakat bu düzenlemeler İslami sermaye piyasası alanında yapılmamıŐtır.

Bankacılık alanında yapılan bu düzenlemelere rağmen, İslami portföy yönetimi ile konvansiyonel portföy yönetimi iç içe geçmiş bir yapıda, İslam hukuku açısından denetim ve gözetim yapacak yeterli düzenlemeler yapılmamış ve kurallar belirlenmemiş şekilde çalışmaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin pencere usulü İslami yatırım fonu kurması ve yönetmesi mümkün kılınmış fakat tebliğ ve kanunlarda İslami portföy yönetimi ifadesine yer verilmemiştir. Sadece yatırım fonları özelinde yapılan bu ayrımın Katılım esaslı fonları kuran ve yöneten şirketler seviyesinde yapılmaması şer'i yönetişimde eksiklikler meydana getirmekte ve bu durum da şer'i riskleri arttıran bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Malezya'nın İslami portföy yönetim şirketleri için belirlediği standartların Türkiye için uygulanabilirliğinin ne düzeyde olduğu ayrı bir tartışma konusu olmakla birlikte, sadece İslami fon kuran ve yöneten portföy yönetim şirketlerine verilecek belirli imtiyazların İslami portföy yönetim sektörünün gelişmesine olanak sağlayacağı muhtemeldir.

Türkiye'deki İslami sermaye piyasasında şer'i yönetişim eksiklikleri ve kontrol mekanizmalarındaki zayıflıklar, katılım esaslı yatırım fonlarının şer'i risk düzeyinin yüksek olmasına neden olmaktadır. Şu anki durumda, şirketlerde İslami finans alanında uzman personel istihdamı zorunlu tutulmamakta ve SPK bünyesinde şer'i denetim ve düzenli izleme faaliyetlerini gerçekleştirecek bir yapı bulunmamaktadır. Kontrol sorumluluğu konvansiyonel bankaların içinde yer alan saklamacı kurumlara verilmiştir, ancak bu kurumlar şer'i uygunluk konusunda yetkinlik sahibi değildir. Bu nedenle, katılım esaslı fonların tebliğlere uygunluğunun tam olarak denetlenmesi mümkün değildir. Ancak, katılım esaslı fonların saklamalarının katılım bankalarının saklama birimlerinde yapılması zorunluluğu getirilmesi durumunda, şer'i risklerin daha düşük seviyelere indirilmesine katkıda bulunabilecektir.

Türkiye'de İslami sermaye piyasası alanında bulunan şer'i yönetişim açısından eksiklikler sektörde standartların oluşmasına engel olmaktadır. Katılım bankalarıyla ilgili düzenlemelerin sermaye piyasası alanında da uygulanması, TKBB Danışma Kurulu'nun tüm katılım finans sektörlerini kapsayacak şekilde yetkilendirilmesi, şer'i uyum elemanlarının PYS'lerde zorunlu olması ve düzenli olarak yapılacak şer'i raporlamalar sektörün güvenilirliğini artıracak ve uygulama farklılıklarını ortadan kaldıracaktır. Son

dönemlerde Cumhurbaşkanlığı finans ofisi bünyesinde gerçekleştirilen çalışmalar, devletin desteği ile İslami finans sektörünün Türkiye’de gelecekte daha önemli bir konumda olacağının sinyallerini vermektedir. İslami finansın gelişimi İslami sermaye piyasalarının da gelişmesine, şer’i yönetim bağlamında daha net kuralların koyulmasına ve sektörün denetiminin artırılmasına olanak sağlayacak, İslam hukukuna uygun yatırım aracı arayan yatırımcıların yatırımlarını çok daha güvenli şekilde değerlendirmelerine katkı sunacaktır.



KAYNAKLAR

AAOIFI. (2019). *Faizsiz Finans Standartları*. TKBB Yayınları.

Aslan, H., & Genç, A. T. (2022). Suudi Arabistan'ın İslami Finans Kavram İkilimine Politik İktisadi Yaklaşım. İçinde *İslami Finansın Politik Ekonomisi Körfez Ülkeleri Uygulaması* (ss. 251-280).

Asutay, M. (2011, Temmuz 1). *Islamic Banking and Finance and its Role in the GCC and the EU Relationship: Principles, Developments and the Bridge Role of Islamic Finance by Mehmet Asutay: SSRN*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1735658

Asutay, M., Aysan, A. F., & Karahan, C. C. (2013). Reflecting on the Trajectory of Islamic Finance: From Mit Ghamr to the Globalisation of Islamic Finance. *Afro Eurasian Studies* 2(1-2), 5-14.

Ayan, T., & Akay, A. (2014). Tahmine Dayalı Portföy Optimizasyonu: Modern Portföy Teorisinde Risk ve Beklenen Getiri Kavramlarına Alternatif Bir Yaklaşım. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 119-132.

Bakar, N. M. A., Yasin, N. M., & Bakar, N. H. A. (2020). The Contemporary Role of Tabung Haji Malaysia in Fulfilling Sustainability via Islamic Social Finance. *Journal of Islamic Finance*, 9(2), Article 2.

Bekçi, İ. (2001). *Optimal Portföy Oluşturulmasında Bulanık Doğrusal Programlama Modeli ve İMKB'de Bir Uygulama* [Doktora Tezi]. Süleyman Demirel Üniversitesi.

Davies, G. (2002). *A History of Money From Ancient Times to the Present Day* (3. bs). University Of Wales Press Cardiff.

Dede, K. (2017). *Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları* (1. bs). TKBB Yayınları.

Deniz, D., & Okuyan, H. A. (2018). GELENEKSEL VE MODERN PORTFÖY YÖNETİMİNİN AMPİRİK SONUÇLARININ KARŞILAŞTIRILMASI: BİST UYGULAMASI. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(3), Article 3. <https://doi.org/10.30798/makuiibf.407200>

Derigs, U., & Marzban, S. (2008). Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(4), 285-303. <https://doi.org/10.1108/17538390810919600>

DIFC, D. I. F. C. (2009). *Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook*. Dubai International Financial Centre [Araştırma Raporu].

Durmuş, A. (2010). Modern Bir Finansal Araç Olarak Sukuk ve Fıkhi Açından Tahlili. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, 8(16), 141-155.

Durmuş, A. (2022). Modern Bir Yatırım Yöntemi Olarak Yatırım Fonu ve Fıkhi Açından Tahlili. *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*.
<https://doi.org/10.54427/ijisef.1183311>

Finansal Piyasalar. (2021). Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.

Graeber, D. (2011). *Debt The First 5,000 Years*. Melville House.

Güçlü, F. (2019). Katılım 30 Endeksinin Zamanla Değişen Betası. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*. <https://doi.org/10.18092/ulikidince.515150>

Güven, S. (1995). Finansal Risk Yönetimi. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 50(1), 1.
https://doi.org/10.1501/SBFder_0000001778

Heinsohn, G., & Steiger, O. (2007). Money, markets and property. İçinde A. Giacomini & C. Marcuzzo (Ed.), *Money and Markets: A Doctrinal Approach* (ss. 59-78). Routledge.

IIFM. (2011). *IIFM Sukuk Report 1th*. International Islamic Financial Market, [Araştırma Raporu].

IIFM. (2022). *IIFM Sukuk Report 11th*. International Islamic Financial Market, [Araştırma Raporu].

İSEDAK, İ. (2019). *İslami Fon Yönetimi* [Araştırma Raporu].

Karabıyık, L., & Anbar, A. (2007). Volatilite ve Varyans Swapları. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*.

Katılım Finans Strateji Belgesi, (2022). [Strateji Raporu]. T.C. Cumhurbaşkanlığı Finans Ofisi.
Korkmaz, T., Aydın, N., & Sayılğan, G. (2013). *Portföy Yönetimi* (1. bs). ANADOLU ÜNİVERSİTESİ.

Malkawi, B. H. (2013). Shari'ah Board in the Governance Structure of Islamic Financial Institutions. *The American Journal of Comparative Law*, 61(3), 539-577.

Mehmood, A. (2002). Islamisation of Economy in Pakistan: Past, Present and Future. *Islamic Studies*, 41(4), 675-704.

Muneeza, A., & Hassan, R. (2014). Shari'ah corporate governance: The need for a special governance code. *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 14.
<https://doi.org/10.1108/CG-02-2011-0015>

Müldür, G. T. (2019). Geleneksel ve Davranışsal Finans: Tarihsel ve Kavramsal Çerçeve. *Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 2(1), 37-45.

- Nar, M. Ş. (2019). Arkaik Toplumlardan Günümüze Değiş-Tokuş Ekonomisi ve Örnek Ülke Uygulamaları. *Journal of Economy Culture and Society*, 60, 207-225.
<https://doi.org/10.26650/JECS2019-0006>
- Öztürk, D. S., & Saygin, S. (2017). The Economic Effects of The 1973 Oil Crisis and Stagflation Case. *BJSS Balkan Journal of Social Sciences*, 6(12), 1-12.
- Sadeghi, M. (2010). The Evolution of Islamic Insurance – Takaful1: A literature survey. 1(2).
- Sağlam, H. (2011). İslam Hukuku Tarihindeki Akile Bugünün Sigortası Mı? *Cumhuriyet Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*.
- Sermaye Piyasası Araçları 1*. (2022). Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 127-151. <https://doi.org/10.2307/2676187>
- Sicakyüz, M., & Şencal, H. (2021). İslam Ekonomisi Açısından Türev Enstrümanlarının Eleştirel Bir Analizi. *Şırnak Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*.
<https://doi.org/10.35415/sirnakifd.977157>
- Smith, A. (1948). *Milletlerin Zenginliği* (C. 56). Uçar Yayıncılık.
- Şencal, H. (2022). İslami Finans Kurumlarının Ortaya Çıkışı ve Gelişiminin Politik Ekonomi Açısından Eleştirel Bir Değerlendirmesi. İçinde E. Akkaş (Ed.), *İslami Finansın Politik Ekonomisi Körfez Ülkeleri Uygulaması* (ss. 3-25). İktisat Yayınları.
- Uşul, H., Bekçi, İ., & Eroğlu, A. H. (2002). Bireysel Yatırımcıların Hisse Senedi Edinimine Etki Eden Sosyo-Ekonomik Etkenler. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19, Article 19.
- Wilson, R. (2009). *The Development of Islamic Finance in The GCC* [Monograph]. London School of Economics and Political Science. <http://www.lse.ac.uk/IDEAS/programmes/kuwait/home.aspx>
Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Pub. L. No. 28702, III-52.1 Sermaye Piyasası Kanunu (2013).
- Yiğitler, Ş. Y., & Akkaynak, B. (2017). Modern Portföy Teorisi: Alternatif Yatırım Araçları İle Bir Uygulama. *Journal*, 14(2), 285-300.
- Zin, M. Z. M., Ishak, S., Kadir, A. R. A., & Latif, M. S. A. (2011). Growth and Prospect of Islamic Finance in Malaysia. *International Conference on Social Science and Humanity*, 5, 180-184
- Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber, (2021) (Sermaye Piyasası Kurumu).
- 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, RG S. 28513, T. 30.12.2012.

III-55.1 Sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği, RG S. 28695, T. 02.07.2013.

III-56.1 Sayılı Portföy Saklama Hizmetleri ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği, RG S. 28695, T. 02.07.2013.

III-52.1 Sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği, RG S. 28702, T. 09.07.2013



ÖZGEÇMİŞ

Adı, Soyadı	Hakan Safa		YILMAZ
Doğum Yeri ve Yılı			
Bildiği Yabancı Diller	İngilizce		
Yabancı Diller Düzeyi	Orta Seviye		
Eğitim Durumu	Başlama- Bitirme Yılı		Kurum Adı
Lise			
Lisans	2007	2012	İstanbul Üniversitesi
Yüksek Lisans	2020	2023	İstanbul 29 Mayıs Üniversitesi
Doktora			
Çalıştığı Kurumlar	Başlama - Ayrılma Yılı		Çalışılan Kurumun Adı
1. Kuveyt Türk Katılım Bankası	2012	2020	İç Kontrol Başkanlığı
2. KT Portföy Yönetimi AŞ.	2020		İç Kontrol Müdürlüğü
Yayımlar:	Yılmaz, H.S., & Şencal, H. (2022), İslam Politik Ekonomisi Açısından Merkezi Fetva Kurullarının Yapısına Dair Bir Değerlendirme, Journal Of Islamic Economics, 2(1), 92-105.		
Diğer:			
İletişim (e-posta):			
Tarih	30/05/2023		
İmza			
Adı Soyadı	Hakan Safa YILMAZ		

