

Katılım 30 Endeksi İle BİST 100 Endeksi'nin Performanslarının Değerlendirilmesi

S. Baha YILDIZ*

ÖZET

Bu çalışmada ülkemizdeki İslami prensiplere uygun hisse senetlerinden oluşan Katılım 30 Endeksi ile BİST 100 Endeksi'nin 06 Ocak 2011 ile 30 Ekim 2014 tarihleri arasındaki risk ve getiri karakterleri incelenmiştir. Çalışma dönemi ikisi artan ikisi azalan piyasa dönemi olmak üzere dört alt döneme ayrılmıştır. Yapılan eşleştirilmiş t testine göre endekslerin getirileri arasında anlamlı farklılığın olmadığı bulunmuştur. Riske karşı düzeltilmiş performans teknikleri ile yapılan performans değerlendirmesinde incelenen döneminin bütününde ve alt dönemlerin büyük bölümünde Katılım 30 Endeksi'nin performansının daha iyi olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre İslami filtrelemenin Katılım 30 Endeksi'nin performansında ters etki oluşturmadığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: İslami Endeksler, Katılım Endeksi, Riske Karşı Düzeltilmiş Performans Metodları

ABSTRACT

The present study examines the risk and return characteristics of Participation 30 Index which is comprising suitable stocks to Islamic principles in our country and BIST 100 Index during the period 6th January 2011 to 31st October 2014. The study period is further divided into two bull market period and two bear market period. In accordance with the paired t test, there is no significant difference between the returns of indices. Risk adjusted performance show that Participation 30 Index overperformance to the counterpart on the entire period and in most of the all sub periods. According to the results the Islamic filtering does not have an adverse effect on the Participation 30 Index performance.

Key Words: Islamic Indices, Participation Index, Risk Adjusted Performance Methods

1. GİRİŞ

Modern anlamdaki uygulamaları yaklaşık olarak 50 yıllık geçmişe sahip olan İslami Finans küresel finans sisteminde küçük ama hızla büyüyen bir konumdadır. 90'lı yılların başlarında yaklaşık 200 Milyar Dolar büyüklüğe sahip olan İslami Finans Endüstrisi 2013 yılında 1.8 trilyon Doları, 2014 ise 2 trilyon Doları geçerek çift haneli büyümesini sürdürmüştür (Islamic Finance Outlook, 2014:4). İslami finansal varlıkların büyüklüğünün 2020 yılında ise \$6.5 trilyona ulaşması beklenmektedir (KPGM Gündem Dergisi Ekim/Aralık 2013:56).

İslami Finansın risk paylaşımına bağlı olarak çalışması ve ürünlerinin mutlaka reel bir faaliyet ve varlığa dayanması konveksiyonel yöntemlere göre aşırı risk alınmasını engellemekte ve kısa vadeli riskli yatırımlar yerine uzun vadeli yatırımları beraberinde getirmektedir. Bunun sonucunda 2008 yılında başlayan ve tüm dünyayı etkileyen finansal krizden İslami Finans ürünleri modern finans ürünlerine göre çok daha az zararla çıkmıştır. Dünya'daki küresel finansal krizin ardından, İslami Finans'ın modern finansal sisteme ahlak bazlı bir alternatif oluşturması (Yanpar, 2014:21) nedeniyle İslami Finansa, Müslüman ülkelerin yanı sıra Batılı ülkelerin de ilgisi hızlı bir şekilde artmıştır.

* Yrd. Doç. Dr., Celal Bayar Üniversitesi, İşletme Fakültesi, baha.yildiz@cbu.edu.tr

İslami Finans Piyasası İslami Bankacılık[†], İslami Sigortacılık (tekafül) ve İslami Sermaye Piyasaları'ndan oluşmaktadır. Nüfusunun büyük çoğunluğu Müslüman olan Türkiye'de, İslami Finans çerçevesindeki ilk uygulamalar 1980'li yılların ortalarında görülmeye başlamıştır. İlk olarak özel finans kurumları adı altında kurulan kurumlar 2005 yılında yapılan değişiklikle beraber katılım bankası adını almışlardır (SERPAM, Mayıs 2013:6). Katılım Bankaları ülkedeki İslami Finans sisteminin çok büyük ağırlığını oluşturmaktadır. Bununla birlikte son yıllarda İslami Finansın diğer kolları olan İslami Sermaye Piyasaları ve İslami Sigortacılık ülkedeki yatırımcıların dikkatini çekmeye başlamıştır.

İslami bankacılık ve sigortacılıktaki gelişmelere paralel olarak gelişen İslami Sermaye Piyasaları, ekonomik faaliyetlerin niteliğinin ve yatırım araçlarının yapısının İslam'ın temel prensipleri ile çatışmadığı piyasa olarak tanımlanabilir. İslami hisse senetleri, yatırım fonları ve sukuk en yaygın kullanılan İslami Sermaye Piyasası araçlarıdır (Doğan, 2011:32). 1990'lı yılların başlarına kadar Müslüman toplumların önemli bir kesimi hisse senedi piyasalarına yatırım yapmaktan uzak duruyorlardı. 1992 yılında Cidde'de yapılan İslam Fıkıh Akademisi'nin 7. Toplantısında hisse senetlerinin kar ve zarara iştirak etmesi sebebiyle, kural olarak helal olduğu, fakat şer'i hükmünün bunu çıkaran şirketin ticari işlem ve amaçlarının meşru oluşuyla yakından ilgili bulunduğu belirtilmiştir (Sorularla İslamiyet, <http://m.sorularlaislamiyet.com>, 18/09/2014) Bu kararın ardından özellikle Orta Doğulu yatırımcıların İslama uygun hisse senetlerine ve yatırım fonlarına ilgileri artmıştır (Hussein, 2004:21-22). Artan ilgi ile beraber, İslami hisse senetleri piyasaları ile ilgili ürün geliştirme faaliyetleri hızlanmış ve 90'ların sonunda yatırımcılar İslami endekslerle karşılaşmışlardır. Bu çalışma da, ülkemizdeki Katılım Endeksi'nin performansını ölçen ve konveksiyonel bir endeksle kıyaslamasını yapan ilk çalışma özelliğini taşımaktadır.

Bu çalışmada, ilk olarak son yıllarda bilinirliği ve sayısı hızla artan İslami Endekslerle ilgili bilgi verilmesi hedeflenmektedir. İkinci olarak da, riske karşı düzeltilmiş performans ölçüm metodları kullanılarak, 06 Ocak 2011 tarihinde Borsa İstanbul bünyesinde hesaplanmaya başlayan ve İslami prensiplere uygun hisse senetlerinden oluşan Katılım 30 Endeksi[‡] ile BİST 100 Endeksi'nin performanslarının karşılaştırılması amaçlanmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki bölümleri ise şu şekildedir: Bölüm 2'de İslami hisse senetleri ve İslami Endeksler hakkında bilgi verilecektir. Bölüm 3'de ise konu ile ilgili yapılmış çalışmalar üzerinde durulacaktır. Bölüm 4'de çalışmada kullanılan veri ve metodoloji hakkında bilgi verilecek, Bölüm 5'de elde edilen ampirik sonuçlar açıklanacaktır. Son bölüm ise sonuç kısmından oluşmaktadır.

2. İslami Hisse Senedi Piyasaları

Anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, şirket sermayesine katılımı temsil eden ve yasal şekil şartlarına uygun olarak çıkarılan kıymetli evraka hisse senedi denilmektedir. İslami hisse senedi ise şeriat prensiplerine uygun alanlarda faaliyet gösteren şirketlere ait hisse senetlerini ifade etmektedir. Hisse senedinin İslami prensiplere uygunluğu iki aşamalı bir şer'i filtreleme süreci sonrasında tespit edilir. İlk aşamada sektörel bazı eleme yapılır. İslam'ın haram kıldığı sektörlerde faaliyet gösteren işletmeler listeden çıkarılır.

İkinci aşamada geriye kalan şirketler arasından finansal oranlarına göre filtreleme yapılır. Bakılan finansal oranlarla ilgili genel olarak bir fikir birliği sağlanmasa da çoğunlukla, işletmenin toplam borçlarının, alacaklarının, nakit ve faiz getiren menkul kıymetlerinin, işletmenin piyasa değerine veya toplam varlıklarına oranının belirli bir eşğin altında olmasına bakılır (El Khamlichi vd., 2014a:5). Her iki aşamayı da geçen işletmelerin hisse senetlerine yatırım yapılması İslami açıdan sakıncalı

[†] Dünya'da İslami Bankacılık şeklinde kullanılan kavram ülkemizde Katılım Bankacılığı şeklinde kullanılmaktadır.

[‡] Çalışmanın bundan sonraki bölümlerinde Katılım Endeksi şeklinde kullanılacaktır.

bulunmamaktadır. Ayrıca, işletmenin temettü dağıtması durumunda, yatırımcının kazandığı bu temettü geliri içinde, yasaklanan faaliyetlerden elde edilen kısmını hayır kurumlarına bağışlayarak saflaştırma işlemini gerçekleştirmesi gerekmektedir (Omar, 2013:135).

Günümüzde işletmelerin çok karmaşık hale gelen ticari ilişkileri ve faaliyetleri bunun yanında detaylandırılan mali veriler özellikle hisse senetleri piyasasında İslami prensiplere uygun hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen bireysel yatırımcılar açısından zor bir durumdur. Bu zorluk İslami Endekslerle aşılabilmektedir (Yanpar, 2014:190). Aşağıdaki bölümde Dünya'daki İslami Endeksler ve ülkemizdeki Katılım Endeksi ile ilgili bilgi verilecektir.

2.1 İslami Endeksler

İslami prensiplere uygun faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinden oluşturulan endeks türüne İslami Endeks denir. İslami Endeksler borsa kotunda yer alan şirketlerin niteliksel ve niceliksel filtreleme aşamasını geçenleri arasından seçilmektedir ve ana şirket tablosunun bir alt kümesi şeklindedir. İslami Endekslerin meydana getirilme amacı Müslüman yatırımcıların huzurlu bir şekilde hisse senedi piyasalarına yatırım yapabilmelerini ve inançlarına ters düşmeyen faizsiz kazanç elde edebilmelerini sağlamaktır (İslamiforex, www.islamiforex.net, 12/11/2014).

İslami endeksler ilk olarak Nisan 1998'de dünya üzerinde halka açık İslami kriterlere uygun en büyük 150 şirketin performanslarının izlendiği DMI 150 (Dar al Mal al-Islami) Endeksi ile başlamıştır. Ardından aynı yıl içerisinde şeriata uygun 500 şirketin performansının ölçüldüğü SAMI (Socially Aware Muslim Index) Endeks oluşturulmuştur (El Khamlichi vd., 2014b:2).

İlk kurulan endekslerin hemen akabinde Müslüman olmayan yatırımcıların da İslami hisse senetlerine artan ilgisi ile beraber büyük endeks yapımcılar Financial Times Stock Exchange (FTSE) Grup ve Dow Jones İslami hisse senedi endekslerini oluşturmuşlardır. Şubat 1999'da Dow Jones'un oluşturduğu Dow Jones Islamic Market Index 34 ülkeden İslami prensiplere uygun hisse senetlerini içererek hesaplanmaya başlamıştır. Benzer şekilde Ekim 1999'da da FTSE'nin oluşturduğu içerisinde 29 ülkeden hisse senetlerini barındıran FTSE Global Islamic Index Series (GIIS) London Stock Exchange'de (Hussein, 2004:26), yine İslami Finansın öncü ülkelerinden olan Malezyada ki Kuala Lumpur Syariah Index'de 17 Nisan 1999 tarihinden itibaren Kuala Lumpur Stock Exchange bünyesinde hesaplanmaya başlamıştır.

Bunların yanında major İslami Endeks ailesi kapsamında, Aralık 2006'da başlayan ve içerisinde 70 ülkeden hisse senedi barındıran S&P Shariah Index Series, yine benzer şekilde 70 ülkeden İslami prensiplere uygun hisse senetleri ile oluşturulan ve Mart 2007'de hesaplanmaya başlayan MSCI Global Islamic Index ve Avrupa bölgesindeki şirketlerin hisse senetlerinden oluşan Stoxx Europe Islamic Index yer almaktadır. Günümüzde İslami hisse senedi piyasası endekslerinin yüksek büyüme potansiyeli ve karlılıkları bu indekslere olan ilgiyi arttırmıştır (Ho vd., 2013:2). Bunun sonucunda dünyada birçok ülkede ulusal veya uluslararası bazda İslami endeksler oluşturulmuştur.

Bölümün başında açıklandığı gibi İslami Endeksler oluşturulurken iki aşamalı filtrelemeden geçirilmektedir. İlk aşamada yapılan niteliksel elemeye göre, İslam'ın haram kıldığı sektörler listeden çıkartılır. Ek 1'de Dünyada'ki büyük İslami Endeksler'in endekse dahil etmedikleri sektörler gösterilmektedir. Görüldüğü üzere endekslerin çıkardıkları sektörler arasında çok büyük oranda benzerlik vardır.

Filtrelemenin ikinci aşaması niceliksel eleme de ise, ilk aşamayı geçen şirketlerin finansal oranlarına bakılır. Ek 2'de büyük İslami Endekslerin filtrelemede kullandıkları finansal oranlar gösterilmiştir. Baz alınan finansal oranlar uygun olmayan aktivitelerden elde edilen gelirler, borçluluk, alacaklılık ve nakit oranları şeklindedir. Endekslerin kullandıkları oranlar ve eşik kabul edilen değerler arasında farklılıklar mevcuttur. Bu farklılıkların sebebi, endekslerin Şeriat Kurulları'nın İslamı farklı bakış açıları ile yorumlaması şeklinde açıklanabilir (Yanpar, 2014:190).

2.2 Katılım Endeksi

Ülkemizde Katılım Endeksi, Borsa İstanbul Ulusal Pazar'da işlem gören ve Katılım Bankacılığı prensiplerine uygun hisse senetlerinden oluşan bir borsa endeksidir. Katılım Endeksi'nin başlangıç tarihi 31.12.2008 olup, 06.01.2011 tarihinden itibaren eşanlı verilerden fiyat ve getiri endeksleri olarak hesaplanmaya başlamıştır. Katılım Endeksi, Katılım Bankaları'nın çalışma prensipleri gereğince, müşterilerinin yatırım yapabileceği hisse senetlerinin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur (Katılım Endeksi, www.katilimendeksi.org, 22/09/2014).

Katılım Endeksinde yer alacak şirketler diğer İslami Endekslerdekine benzer şekilde iki aşamalı filtrelemeden geçmektedirler. İlk aşamada şirketlerin temel faaliyet alanlarına bakılır. Temel faaliyet alanı faize dayalı finans, ticaret, hizmet, aracılık (bankacılık, sigorta, finansal kiralama, faktöring ve diğer faize dayalı faaliyet alanlarını kapsar), alkollü içecek, kumar ve şans oyunları, domuz eti ve benzer gıda, basın, yayın ve reklam, turizm, eğlence, tütün mamülleri, silah, vadeli altın, gümüş ve döviz ticareti olan şirketler listeden çıkarılır. İkinci aşamada geriye kalan şirketler arasından finansal oranlarına göre filtreleme yapılır. Baz alınan finansal kriterler şu şekildedir:

- Toplam Faizli Krediler / Piyasa Değeri < 30
- Faiz Getirili Nakit ve Menkul Kıymetler / Piyasa Değeri <30
- İlk Aşamada Belirtilen Uygun Olmayan Sektörlerden Elde Edilen Gelirler / Toplam Gelir < 5

Yukarıdaki finansal kriterleri sağlamayan şirketler listeden çıkarılır. Geri kalan şirketlerin hisse senetleri fiili dolaşımdaki payların piyasa değeri açısından en yüksekten en düşüğe doğru sıralanır ve endeks listedeki ilk 30 hisse senedinden meydana gelmektedir. Eğer listedeki hisse senetleri sayısı 30'dan az ise, mevcut hisse senetleri endeksi oluşturmaktadır. Endekste ki hisse senetleri 3 ayda bir dönemsel gözden geçirmeye tabi tutulmaktadır (Katılım Endeksi, www.katilimendeksi.org, 22/09/2014). Katılım 30 Endeksi'nin yanı sıra, Katılım 50 ve Katılım Model Portföy Endeksleri 09/07/2014 tarihinden itibaren Borsa İstanbul bünyesinde hesaplanmaya başlamıştır.

Ayrıca Dow Jones tarafından hazırlanan, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketleri kapsayan, Dow Jones Islamic Market endeks grubuna dahil ve aynı standartlara sahip olan Dow Jones Islamic Market Turkey Endeksi 30/09/2004 tarihinden itibaren Reuters, Bloomberg gibi başlıca veri sağlayıcı kuruluşlar vasıtası ile DJIMTR koduyla yayınlanmaktadır. DJIMTR'nin hesaplanmaya başlamasından hemen sonra, 2006 yılında Dünya'da ilk defa bir İslami piyasa endeksine (DJIMTR) bağlı ilk borsa yatırım fonu halka arz edilmiştir. DJIM Türkiye A Tipi Borsa Yatırım Fonu ile birlikte 2012 yılında kurulan ve Katılım Endeksini baz alan Katılım Endeksi A Tipi Borsa Yatırım Fonu piyasada işlem görmektedir.

3. Literatür Taraması

2008 krizinden sonra İslami Finans'ın Dünya'da alternatif bir model olarak öne çıkmasıyla birlikte Müslüman olan ve olmayan ülkelerde İslami Finans'a olan ilgi hızlı bir şekilde artmıştır. Artan ilgi akademik dünyaya da etkisini göstermiştir. Bunun neticesinde konu ile ilgili literatürdeki çalışma sayıları hızlı bir şekilde artmaya başlamıştır.

İslami endekslerin geçmişinin yeni olması itibarıyla, literatürde İslami Endekslerle ilgili İslami bankacılık veya İslami yatırım fonları kadar çalışma bulunmamaktadır (El Khamlichi vd., 2014a:7). Yapılan çalışmaların ağırlıklı olarak Dow Jones Islamic Market Index, FTSE ve Kuala Lumpur Shariah Index üzerine olduğu gözle çarpılmaktadır. Yapılan çalışmaların bazılarının kısaca özeti şu şekildedir.

İlk olarak DJIMI Endeks ailesi ilgili yapılan çalışmalara bakılacak olursa, Hakim ve Rashidian (2002), 1999-2002 yılları arası DJIMI ile Wilshire 5000 endeksi ve 3 aylık Amerikan hazine bonosu arasındaki ilişkiyi cointegration analizi ile incelemişlerdir ve iki endeks arasında fark edilebilir bir

ilişkinin olmadığını tespit etmişlerdir. Benzer sonuç DJIMI ile 3 aylık hazine bonusu arasında da bulunmuştur. Hussein ve Omran (2005) DJ İslami Endeksler ile konveksiyonel benzerlerini 1996-2003 dönemi için karşılaştırmışlar ve ilgili dönemi boğa (1996-2000) ve ayı piyasası (2000-2003) olmak üzere iki alt döneme ayırmışlardır. CAPM, Sharp ve Treynor Oranları'nın kullanıldığı çalışmada İslami Endekslerin ayı piyasasında konveksiyonel partnerlerine göre performanslarının düşük olduğu ancak boğa piyasasında ve incelenen dönemin tümünde daha iyi performans sergilediklerini bulmuşlardır. Hassan ve Girard (2011) ise 1996-2005 dönemleri için 7 adet DJIMI endeksi ve benzer konveksiyonel endeksler üzerine yaptıkları çalışmada riske karşı düzeltilmiş performans tekniklerini kullanmışlar ve yükselen piyasada (Ocak 1996-Aralık 2000) İslami Endekslerin daha iyi performans sergilediklerini ancak düşen piyasada (Ocak 2001-Aralık 2005) ise konveksiyonel eşleniklerine göre daha düşük performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir. Fakat bu farklılıklar istatistiki olarak anlamlı değildir. Al-Khazali vd. (2014) DJIMI endeksi ile aynı sayıda DJ'a ait konveksiyonel benzer endekslerin 1996-2012 yılları arası performanslarını Stochastic Dominance analiz yöntemiyle incelemişlerdir. İncelenen dönem farklı piyasa trendlerine göre 3 alt döneme ayırmışlardır (1996-2000 Asya finansal krizi, 2000-2006 Global kriz öncesi periyot ve 2007-2012 Global ekonomik kriz dönemi). Çalışmanın sonucunda, son global ekonomik kriz döneminde İslami Endekslerin konveksiyonel benzerlerine göre daha iyi performans sergilediklerini bulmuşlardır. Shubbar (2010) 2008'deki kredi krizi sırasında DJIMI Endeksi ile FTSE Şariat Tüm Dünya Endeksi'nin eşleniklerine karşı performanslarını riske göre düzeltilmiş teknikleri kullanarak karşılaştırmıştır. Araştırmanın neticesinde kriz döneminde İslami ve konveksiyonel endekslerin performansları arasında istatistiki açıdan anlamlı bir farka rastlanmamıştır.

Diğer İslami Endekslerle ilgili yapılan çalışmalar incelenecek olursa, Hussein (2004) FTSE Global İslami Endeks Serisi (FTSE GIIS) ile FTSE Tüm Dünya Endeksi'nin performanslarını Ocak 1996-Ağustos 2003 dönemleri için riske karşı düzeltilmiş performans tekniklerini kullanarak incelemiştir. İncelenen dönem iki alt periyoda ayrılmıştır. Tüm dönem ve piyasanın yükseldiği dönem için (Temmuz 1996-Mart 2000) FTSE İslami Endeks FTSE Tüm Dünya Endeksine göre istatistiki olarak da anlamlı olacak şekilde daha fazla getiri getirmiştir. Piyasanın düşüşte olduğu dönemde (Nisan 2000-Ağustos 2003) ise tersi durum söz konusudur. Albaity ve Ahmad (2008) Kuala Lumpur Bileşik Endeksi ve Kuala Lumpur Şariat Endeksi'nin performanslarını Nisan 1999-Aralık 2005 periyodunda riske karşı düzeltilmiş performans teknikleri, nedensellik ve Johansen cointegration testlerini kullanarak analiz etmişler ve şariat endeksinin azda olsa daha düşük performans sergilediğini fakat istatistiki yönden farkın anlamlı olmadığını ayrıca endeksler arasında uzun dönemde çift yönlü ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Dharani ve Natarajan (2011), Hindistan'daki konveksiyonel ve İslami Endeks üzerine yaptıkları çalışmada, Ocak 2007-Aralık 2010 dönemi için riske karşı düzeltilmiş performans tekniklerini kullanmışlar ve araştırma periyodunda endekslerin benzer performanslar sergilediklerini bulmuşlardır.

Son yıllarda yapılan çalışmalarda global bazda İslami Endeksler ve konveksiyonel endeksler bir arada kıyaslanmaya başlamıştır. Boujelbene-Abbes (2012) yaptığı çalışmada, gelişmiş, gelişmekte olan ve Körfez Bölgesindeki 35 ülkedeki konveksiyonel endekslerle, İslami Endeksleri Haziran 2002-Nisan 2012 dönemleri için CAPM modeli ve riske karşı düzeltilmiş performans yöntemleriyle karşılaştırmıştır. Sonuçta İslami ve konveksiyonel endeksler arasında performans açısından herhangi bir farklılık bulunmamıştır. Ho vd. (2014) 12 global konveksiyonel ve İslami Endeksin performanslarını kriz dönemleri (dotcom krizi ve küresel finansal kriz) için riske göre düzeltilmiş performans tekniklerini kullanarak değerlendirmişler ve kriz dönemlerinde İslami Endeksler'in performanslarının daha iyi olduğu, kriz dönemlerinin dışında ise aynı durumun geçerli olmadığını tespit etmişlerdir.

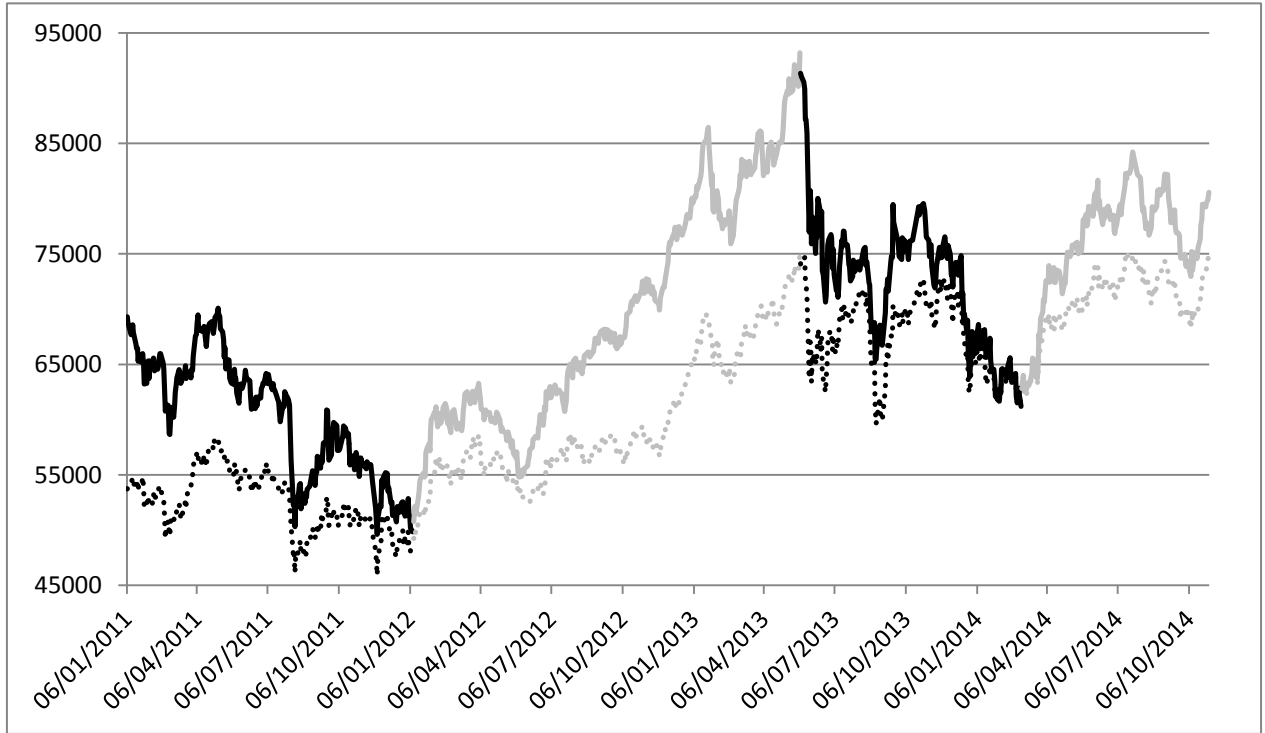
Yapılan çalışmalara bakıldığında bulunan performans sonuçlarının farklı farklı olduğu görülmektedir. Sonuçlar üzerinde araştırmanın zaman dilimi, piyasanın aşağı yukarı dönemleri, kıyaslamada baz alınan endeks ve uygulanan yöntemler etkili olmaktadır.

4. Veriler ve Yöntem

Çalışmada Katılım Bankacılığı prensiplerine uygun şekilde oluşturulan Katılım Endeksi ile birlikte BİST 100 Endeksi'nin performansları riske göre düzeltilmiş teknikler kullanılarak karşılaştırılması amaçlanmaktadır. Çalışmanın inceleme dönemi olarak Katılım Endeksi'nin hesaplanmaya başladığı 06/01/2011 ile 31/10/2014 tarihleri arası belirlenmiş ve endekslerin gün sonu kapanış değerlerinin alındığı 960 adet günlük veri kullanılmıştır.

Ayrıca endekslerin ayı ve boğa piyasalarında performansları görebilmek amacıyla incelenen periyot 4 alt döneme ayrılmıştır. Grafik 1'de, düz çizgiler BİST 100'ü, kesikli çizgiler Katılım Endeksi'ni; koyu renkler düşen piyasa dönemlerini (06/01/2011-09/01/2012 birinci ayı piyasası, 23/05/2013-03/03/2014 ikinci ayı piyasası), açık renkler ise artan piyasa dönemlerini (10/01/2012-22/05/2013 birinci boğa piyasası, 04/03/2014-31/10/2014 ikinci boğa piyasası) göstermektedir..

Grafik 1: 06/01/2011-31/10/2014 Arası BİST100 ve Katılım Endeksi'nin Kapanış Verilerinin Hareketi



Çalışmada risksiz faiz oranı olarak, ilgili dönem için en çok işlem gören tahvilin (gösterge) gün ortalaması yıllık bileşik faizi, günlüğe çevrilerek kullanılmıştır. Karşılaştırma ölçütü (benchmark) olarak da BİST 100 endeksi alınmıştır. Çalışmanın endeks verileri ve faiz oranları Borsa İstanbul'un internet sayfasından, Google Finance'den elde edilmiştir.

Endekslerin günlük getirileri aşağıdaki formül 1'e göre hesaplanmıştır.

$$R_t = \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}} \quad (1)$$

R_i : i endeksinin günlük getirisini,
 R_t : i endeksinin t günündeki gün sonu değerini
 R_{t-1} : i endeksinin t-1 günündeki gün sonu değerini göstermektedir.

Endekslerin performanslarını değerlendirmek için riske karşı düzeltilmiş performans metodlarından Sharp Oranı, Treynor Endeksi ve Jensen Ölçütü kullanılmıştır.

Sharpe Oranı (1966), portföyün ortalama getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farkın portföyün getirilerinin standart sapmasına oranlanması ile hesaplanmaktadır. Sharpe Oranı, portföyün standart sapması ile ölçülen risk birimi başına portföyün risksiz getiri oranı üzerinde elde ettiği aşırı getiriyi ölçmektedir. Bu sayede Sharpe Oranı, portföy performansını taşıdığı riske göre düzelterek ölçmektedir. Yükselen getiri ya da düşen standart sapma Sharpe Oranı'nı artırır ve iyi bir durumdur. Bunun tersi durumda ise, düşen getiri ya da artan standart sapma Sharpe Oranı'nı düşürmektedir ve bu kötü bir durumdur. Sharpe Oranı kıstasına göre iki alternatif arasından seçim yapılırken, yüksek olan oran tercih edilmektedir. Sharpe Oranı formül 2'deki gibi hesaplanmaktadır.

$$S_e = \frac{R_e - R_f}{\sigma_e} \quad (2)$$

S_e : Sharp oranını,
 R_e : Endeks getirisini,
 R_f : Risksiz faiz oranını
 σ_e : Endeksin standart sapmasını göstermektedir.

Treynor Endeksi (1965) ise Sharp Oranı'na benzetmekle beraber ayrıştığı nokta, Treynor Endeksi'nin, endeksin riskini ölçmek için toplam risk göstergesi olan standart sapma yerine, sistematik risk göstergesi olan beta katsayısını kullanmasıdır. Formül 3'de Treynor Endeksi'nin hesaplanması gösterilmektedir. Treynor Endeksi'nin yüksek olması endeks performansının iyi olduğu anlamına gelir.

$$T_e = \frac{R_e - R_f}{\beta_e} \quad (3)$$

T_e : Treynor oranını,
 R_e : Endeks getirisini,
 R_f : Risksiz faiz oranını
 β_e : Endeksin betasını göstermektedir.

Jensen Ölçütü (1968) ise herhangi bir portföyün menkul kıymet pazar doğrusundan sapmasını ölçen ve "Jensen alfası" olarak bilinen performans ölçme tekniğidir. Jensen'in ölçütüne göre endeksin getirisi, menkul kıymet pazar doğrusunun ne kadar üzerinde yer alıyorsa yani taşıdığı riske göre sağlanması gerekenden ne kadar fazla bir getiri sağlıyorsa, performansı o kadar yüksek demektir. Jensen Ölçütü formülü aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$R_e - R_f = \alpha + \beta_e(R_m - R_f) + U_e \quad (4)$$

R_e : Endeks getirisini,
 R_f : Risksiz faiz oranını
 R_m : Benchmark endeksin getirisini
 β_e : Endeksin betasını
 U_e : Hata payını ifade etmektedir.

5. Endekslerin Performans Sonuçları

Tablo 1’de çalışmada kullanılan Katılım Endeksi ve BİST 100 Endeksi için incelenen dönemin tümü ve dörde ayrılan alt dönemlere (birinci ve ikinci ayı ve boğa piyasaları) ait yapılmış analizler sırasıyla gösterilmiştir.

Tablo 1: Çalışmada Yapılan Analizler

Analiz 1: Tanımlayıcı istatistiklerin bulunması
Analiz 2: Katılım Endeksi ve BİST 100 Endeksi arasında ortalama getiri açısından fark olup olmadığının tespit edilmesi
Analiz 3: Pozitif ve negatif getirili gün sayılarının bulunması
Analiz 4: Riske göre düzeltilmiş yöntemlere göre endekslerin performanslarının değerlendirilmesi

Analizin ilk adımında Tablo 2’de, endekslere ait bütün dönemi ve alt dönemleri kapsayan tanımlayıcı istatistikler gösterilmiştir.

Tablo 2: Endekslere Ait Bütün Dönemi ve Alt Dönemleri Kapsayan Tanımlayıcı İstatistikler

Endeksler	Ort. Getiri	Std. Sapma	Min. Getiri	Maks. Getiri	Çarpıklık	Basıklık	Gözlem
<i>Bütün Dönem 06/01/2011 - 31/10/2014 arası</i>							
Katılım	0,0430%	1,2868%	-10,4608%	6,1546%	-0,6718	6,9389	960
BİST 100	0,0274%	1,5264%	-10,4737%	6,4365%	-0,5216	4,0477	960
<i>I. Ayı Piyasası Dönemi 06/01/2011 - 09/01/2012 arası</i>							
Katılım	-0,0326%	1,3212%	-5,0915%	4,2589%	-0,3402	1,4191	255
BİST 100	-0,1152%	1,6756%	-7,0772%	5,1021%	-0,4699	1,3728	255
<i>I. Boğa Piyasası Dönemi 10/01/2012 - 22/05/2013 arası</i>							
Katılım	0,1321%	0,9168%	-3,3828%	4,0998%	0,1712	2,0578	346
BİST 100	0,1869%	1,0896%	-4,2349%	3,7149%	-0,1590	1,1613	346
<i>II. Ayı Piyasası Dönemi 23/05/2013 - 03/03/2014 arası</i>							
Katılım	-0,0897%	1,9045%	-10,4608%	6,1546%	-0,7117	5,1865	194
BİST 100	-0,1946%	2,0920%	-10,4737%	6,4365%	-0,3621	3,4400	194
<i>II. Boğa Piyasası Dönemi 04/03/2014 - 31/10/2014 arası</i>							
Katılım	0,1291%	0,9426%	-2,7312%	2,9756%	-0,1043	0,6699	165
BİST 100	0,1742%	1,2095%	-3,2465%	4,6901%	0,1829	0,9188	165

Tablo 2’de gösterilen tanımlayıcı istatistiklere göre, çalışma döneminin tümü için Katılım Endeksi’nin günlük ortalama getirisi BİST 100 Endeksi’nin günlük ortalama getirisinden yüksektir. Alt dönemler incelendiğinde ise azalan ve artan piyasa durumuna göre endeksler arasındaki farklılık göze çarpmaktadır. Ayı piyasalarında Katılım Endeksi’nin kaybı BİST 100 Endeksi’ne göre daha az iken, boğa piyasalarında BİST 100 Endeksi’nin günlük ortalama getirisi Katılım Endeksi’nden yüksek olmuştur. Risk açısından değerlendirildiğinde, incelenen dönemlerin tümünde Katılım Endeksi’nin riskinin BİST 100 Endeksi’ne göre düşük olduğu bulunmuştur. İkinci ayı piyasası döneminde diğer dönemlere göre her iki endeks için risk düzeyinin arttığı görülmektedir.

Minimum ve maksimum getiri bakımından endeksler değerlendirildiğinde uç değerlerin ikinci ayı piyasası döneminde oluştuğu ve kayıpların %10’un üzerinde gerçekleştiği bulunmuştur. Çarpıklık açısından Katılım Endeksi, birinci boğa piyasası haricindeki dönemlerde, BİST 100 ise bütün dönemlerde sola çarpıktır, yani ortalama getirinin sağındaki günlük getiriler solundakilere göre daha fazladır. Basıklık değerlerinde ise Katılım Endeksi ve BİST 100 Endeksi incelenen tüm periyotta ve ikinci ayı piyasası periyodunda sivri, kalan üç alt periyotta basık dağılım göstermektedir.

Analizin ikinci basamağında, incelenen dönemlerin tümü için Katılım Endeksi ile BİST 100 Endeksi'nin ortalama getirileri arasında istatistiki açıdan anlamlı fark olup olmadığı eşleştirilmiş t testi kullanılarak bulunmuştur. Tablo 3'e göre, analizin yapıldığı tüm periyotlarda, Katılım Endeksi ve BİST 100 Endeksi'nin ortalama getirileri arasında %95 güvenirlilik düzeyinde anlamlı fark olmadığı tespit edilmiştir. Tablo 3'ün en sağ sütununda gösterilen korelasyon katsayılarına göre, analiz döneminin tümü ve bütün alt dönemlerde Katılım Endeksi ile BİST 100'ün getirileri arasındaki korelasyon pozitif ve hayli yüksektir. Bu gösterge endekslerin getirileri arasında güçlü bir lineer ilişkinin olduğunu göstermektedir.

Tablo 3: Endekslere Ait Bütün Dönemi ve Alt Dönemleri Kapsayan Ortalama Getiri Farkı İçin t-testi ve Korelasyon Katsayısı

Endeksler	Ortalama Farkı	t Değeri	p Değeri	Korelasyon K.
<i>Bütün Dönem 06/01/2011-31/10/2014 arası</i>				
Katılım - BİST 100	0,0156%	0,656	0,512	0,878
<i>I. Ayı Piyasası Dönemi 06/01/2011 - 09/01/2012 arası</i>				
Katılım - BİST 100	0,0826%	1,660	0,098	0,887
<i>I. Boğa Piyasası Dönemi 10/01/2012 - 22/05/2013 arası</i>				
Katılım - BİST 100	-0,0549%	-1,455	0,147	0,768
<i>II. Ayı Piyasası Dönemi 23/05/2013 - 03/03/2014 arası</i>				
Katılım - BİST 100	0,1049%	1,889	0,060	0,929
<i>II. Boğa Piyasası Dönemi 04/03/2014 - 31/10/2014 arası</i>				
Katılım - BİST 100	-0,0452%	-0,918	0,360	0,855

Analizin üçüncü adımında Katılım ve BİST 100 Endeksleri'nin incelenen dönemlerde pozitif ve negatif günlük getiri sayıları Tablo 4'de gösterilmiştir. Tablo 4'e göre, analiz edilen dönemin bütününde her iki endeks de yarıdan fazla gün pozitif getiri sağlamıştır. Katılım Endeksi incelenen 960 günün 514'ünde pozitif getiri sağlamıştır. Alt dönemlere bakıldığında Katılım Endeksi için, ikinci ayı piyasası dönemi haricinde hep pozitif gün sayısı, negatif gün sayısından fazla olmuştur. BİST 100 Endeksi için ise, ayı piyasası dönemlerinde negatif getirili gün sayısı, boğa piyasası dönemlerinde ise pozitif getirili gün sayısı fazladır.

Tablo 4: Endekslere Ait Bütün Dönemi ve Alt Dönemleri Kapsayan Günlük Getirilerin Pozitif ve Negatif Gün Sayıları

Endeksler	Pozitif Gün Sayısı	%	Negatif Gün Sayısı	%
Bütün Dönem 06/01/2011-31/10/2014 arası				
Katılım	514	53,54%	446	46,46%
BİST 100	509	53,02%	451	46,98%
I. Ayı Piyasası Dönemi 06/01/2011 - 09/01/2012 arası				
Katılım	130	50,98%	125	49,02%
BİST 100	127	49,80%	128	50,20%
I. Boğa Piyasası Dönemi 10/01/2012 - 22/05/2013 arası				
Katılım	203	58,67%	143	41,33%
BİST 100	205	59,25%	141	40,75%
II. Ayı Piyasası Dönemi 23/05/2013 - 03/03/2014 arası				
Katılım	89	45,88%	105	54,12%
BİST 100	87	44,85%	107	55,15%
II. Boğa Piyasası Dönemi 04/03/2014 - 31/10/2014 arası				
Katılım	92	55,76%	73	44,24%
BİST 100	90	54,55%	75	45,45%

Analizin son basamağında, Katılım ve BİST 100 Endeksleri için üç farklı riske göre düzeltilmiş yöntemle yapılan performans değerlendirme sonuçları Tablo 5’de görülmektedir. Bütün dönem ve alt dönem için yapılan hesaplamalarda karşılaştırma ölçütü olarak BİST 100 Endeksi alınmıştır. Ayrıca risksiz faiz oranı olarak da ilgili dönem için en çok işlem gören tahvilin (gösterge) gün ortalaması yıllık bileşik faizi, günlüğe çevrilerek kullanılmıştır.

Tablo 5: Endekslere Ait Bütün Dönemi ve Alt Dönemleri Kapsayan Riske Göre Düzeltilmiş Performans Yöntem Sonuçları ve Beta Katsayısı

Endeksler	Sharp Oranı	Treynor Endeks	Jensen Alfa	Beta
Bütün Dönem 06/01/2011 - 31/10/2014 arası				
Katılım	0,016068	0,000280	0,000169	0,7391
BİST 100	0,003332	0,000051		
I. Ayı Piyasası Dönemi 06/01/2011 - 09/01/2012 arası				
Katılım	-0,042402	-0,000804	0,000405	0,6969
BİST 100	-0,082700	-0,001386		
I. Boğa Piyasası Dönemi 10/01/2012 - 22/05/2013 arası				
Katılım	0,122297	0,001740	0,000045	0,6445
BİST 100	0,153255	0,001670		
II. Ayı Piyasası Dönemi 23/05/2013 - 03/03/2014 arası				
Katılım	-0,059357	-0,001344	0,000703	0,8412
BİST 100	-0,104179	-0,002179		
II. Boğa Piyasası Dönemi 04/03/2014 - 31/10/2014 arası				
Katılım	0,111042	0,001580	0,000054	0,6624
BİST 100	0,123886	0,001498		

İlk olarak Sharp Oranı'na göre yapılan değerlendirmede, Katılım Endeksi incelenen dönemin tümü ve ayı piyasalarında Katılım Endeksi BİST 100 Endeksi'ne göre daha iyi performans göstermiş iken, boğa piyasası dönemlerinde tam tersi durum geçerlidir. Treynor Endeksi'ne göre ise, çalışma döneminin bütünü ve tüm alt dönemlerde Katılım Endeksi BİST 100 Endeksi'ne göre daha iyi performans sergilemiştir. Benzer durum Jensen Ölçütüne göre yapılan analizde de görülmektedir. Katılım Endeksi'nin incelenen dönemin bütününde ve alt dönemlerin hepsinde pozitif değer almış ve karşılaştırma ölçütüne göre daha iyi performans göstermiştir. Tablo 5'in en sağ sütununda beta katsayıları belirtilmiştir. Analiz yapılan dönemlerin tamamında Katılım Endeksi piyasa endeksini temsil eden BİST 100 Endeksi'ne göre daha az değişkenliğe sahiptir.

6. Sonuç

Son yıllarda tüm Dünya'da İslami prensiplere uygun finansal ürünlere artan ilgiye paralel olarak İslami Endekslerin sayısı hızla artmıştır. Küresel bazdaki gelişmelere paralel olarak ülkemizde 06/01/2011 tarihinden itibaren; Borsa İstanbul'da işlem gören, İslami prensiplere uygun hisse senetlerinden oluşan Katılım 30 Endeksi hesaplanmaya başlamıştır. Bu çalışmada Katılım Endeksi ile piyasayı temsil eden BİST 100 Endeksi'nin, 06/01/2011 ile 31/10/2014 tarihleri arası günlük verilerle performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Endekslerin artan ve azalan piyasa dönemlerindeki performanslarını karşılaştırabilmek için çalışma periyodu ikisi artan (boğa piyasası) ikisi azalan piyasa (ayı piyasası) periyodu olmak üzere dört alt döneme ayrılmıştır.

Çalışmada endekslerin performanslarını kıyaslamak amacıyla yapılan analizlerde, Katılım Endeksi'nin günlük ortalama getirisinin BİST 100 Endeksi'ne göre incelenen dönemin bütününde yüksek olduğu, ayı piyasası dönemlerinde kaybının daha az olduğu, boğa piyasası dönemlerinde ise daha düşük ortalama getiri sağladığı bulunmuştur. Risk açısından değerlendirildiğinde Katılım Endeksi'nin, analizi yapılan tüm dönemlerde, BİST 100 Endeksi'ne göre daha düşük riske sahip olduğu tespit edilmiştir. Her iki endeksin günlük ortalama getirileri arasında incelenen tüm dönemler için istatistiki olarak anlamlı fark olup olmadığını görmek amacıyla yapılan eşleştirilmiş t testi sonuçlarına göre, hiçbir dönemde %95 güvenirlilik düzeyinde günlük ortalama getiriler arasında anlamlı farklılığa rastlanmamıştır.

Riske göre düzeltilmiş yöntemlerden Sharp Oranı, Treynor Endeksi ve Jensen Ölçütü kullanılarak yapılan analizlerden elde edilen sonuçlar şu şekildedir; incelenen dönemin bütününde her üç yöntemle göre Katılım Endeksi BİST 100 Endeksi'ne göre daha iyi performans göstermiştir. Alt dönemlerde de benzer sonuçlar elde edilmiştir. Her üç yöntem için bütün alt dönemlerde Katılım Endeksi BİST 100 Endeksi'ne göre daha iyi performans sergilerken sadece Sharp Oranı'na göre yapılan analizde boğa piyasası dönemlerinde BİST 100 Endeksi Katılım Endeksi'ne göre daha iyi performans sergilemiştir.

Katılım Endeksi, İslami şartlara uygun olması için yapılan filtreleme işlemi sonucu, konveksiyonel eşleniklerine göre dar bir yatırım evrenine sahiptir ve hisse senedi çeşitlendirmesi açısından dezavantajlıdır. Böylece Katılım Endeksi'nin performansının düşük olması beklenebilir. Ancak yapılan bu çalışmada Katılım Endeksi'nin performansının BİST 100 Endeksi'ne göre incelenen dönemlerde geri kalmadığı bilakis çalışma döneminin bütününde ve azalan piyasa dönemlerinde daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir. Böylece Katılım Endeksi, İslami hassasiyeti olan yatırımcılar açısından finansal performans kaybı olmadan gönül rahatlığıyla yatırım yapabilmelerine imkan sağlamaktadır.

Kaynakça

ABBES, Mouna Boujelbene; (2012), "Risk and Return of Islamic and Conventional Indices", *International Journal of Euro-Mediterranean Studies* , 5 (1), pp: 1-23.

ALBAITY, Mohamed and Rubi AHMAD; (2008), "Performance of Syariah and Composite Indices: Evidence from Bursa Malaysia", *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance* , 4 (1), pp: 23-43.

AL-KHAZALI, Osamah, Hooi Hooi LEAN and Samet, ANIS; (2014), "Do Islamic Stock Indexes Outperform Conventional Stock Indexes? A Stochastic Dominance Approach", *Pacific-Basin Finance Journal* , 28 (Special Issue on Islamic Banking and Finance), pp: 29-46.

DHARANI, M. and P. NATARAJAN; (2011), "Equanimity of Risk and Return Relationship between Shariah Index and General Index in India", *Journal of Economics and Behavioral Studies* , 2 (5), pp: 213-222.

DOĞAN, Önder; (2011), "İslami Sermaye Piyasası Araçları, Dünyadaki Büyüklüğü, Türkiye'de Uygulanabilirliği ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler", Ankara: SPK Ortaklıklar Finansman Dairesi Yeterlilik Etüdü.

EL KHAMLICHI, Abdelbari, Aurelie SANNAJUST and Kabir Sarkar HUMAYUN; (2014a), "Islamic Equity Indices: Insight and Comparison with Conventional Counterparts", *Bankers, Markets and Investors*, 130, pp: 69-80.

EL KHAMLICHI, Abdelbari, Kabir Sarkar HUMAYUN, Mohamed AROURI and Frederic TEULON; (2014b), "Are Islamic Equity Indices More Efficient Than Their Conventional Counterparts? Evidence From Major Global Index Families", *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 30(4), pp: 1137-1150.

HAKIM, Sam and Manonchehr RASHIDIAN; (2002), "Risk and Return of Islamic Stock Market Indexes", *Paper Presented at 9th Economic Research Forum Annual Conference*, Sharjah, U.A.E.

HASSAN, Kabir and Eric GIRARD; (2011), "Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes", *Networks Financial Institute, Indiana State Uni.* , 2011-WP-06.

HO, Catherine Soke Fun, Nurul Afiqah Abd RAHMAN, Noor Hafizha Muhamad YUSUF and Zaminor ZAMZAMIN; (2014), "Performance of Global Islamic versus Conventional Share Indices: International Evidence", *Pacific-Basin Finance Journal* , 28, pp: 110-121.

HUSSEIN, Khaled; (2004), "Ethical Investment: Empirical Evidence from FTSE Islamic Index", *Islamic Economic Studies* , 12 (1), pp: 21-40.

HUSSEIN, Khaled and Mohammed OMRAN; (2005), "Ethical Investment Revisited: Evidence from Dow Jones Islamic Indexes", *Journal of Investing* , 14 (3), pp: 105-126.

Islamic Finance Outlook, (2014), Kuvveyt Finance House Research Ltd.

İslamiforex, <http://www.islamiforex.net/islami-endeks-nedir>, 12.11.2014.

JENSEN, Micheal C.; (1968) "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964", *The Journal of Finance* , 23 (2), pp: 389-416.

KAHRAMAN, Abdülkadir; *KPMG Gündem Dergisi*, Sayı: Ekim/Aralık 2013, ss:56-58

Katılım Endeksi, www.katilimendeksi.org, 22/09/2014.

OMAR, Azmi, Muhamad ABDUH and Raditya SUKMANA; (2013), *Fundamentals of Islamic Money and Capital Market*, John Wiley & Sons.

Sermaye Piyasaları Araştırma ve Uygulama Merkezi (SERPAM), Mayıs 2013, *İslami Finans Kavramı, Ürünler, Dünyada ve Türkiye’de Gelişimi ve Geleceği*, Araştırma Notları 1.

SHARPE, William F.; (1966), "Mutual Fund Performance", *The Journal of Business* , 39 (No: 1, Part 2: Supplement on Security Prices), PP: 119-138.

SHUBBAR, Sayed A.; (2010) "Empirical Performance of Islamic Stock Market Indices in 2008 Credit" , *Thesis, the University Library, University of Twente*.

Sorularla İslamiyet, <http://m.sorularlaislamiyet.com/index.php?oku=3733>, 18/09/2014

TREYNOR, Jack L.; (1965), "How to Rate Management of Investment Funds", *The Journal of Business* , 43 (1), 63-75.

YANPAR, Atila; (2014), *İslami Finans İlkeler, Araçlar ve Kurumlar*, Scala Yayıncılık, İstanbul.

7. Ekler

Ek 1: Dünyada'ki Büyük İslami Endekslerin Endekse Dahil Etmekdikleri Sektörler

DJ İslami	S&P Şeriat	MSCI İslami	FTSE Şeriat	Stoxx İslami
Alkol Ürünleri	Domuz Eti ve İlgili Ürünler	Alkol Ürünleri	Konveksiyonel Finansal Hizmetler	Helal Olmayan Gıda Üretimi
Tütün Mamülleri	Alkol Ürünleri	Tütün Mamülleri	Alkol Ürünleri	Tobacco
Domuz Eti ve İlgili Ürünler	Kumar	Domuz Eti ve İlgili Ürünler	Domuz Eti ve İlgili Ürünler	Alkol Ürünleri
Konveksiyonel Finansal Hizmetler (Bankacılık, Sigortacılık)	İslami Olmayan Finansal Ürünler	Konveksiyonel Finansal Hizmetler	Silah ve Savunma Sanayi	Vadeli Altın ve Gümüş Ticareti
Silah ve Savunma Sanayi	Pornografi	Silah ve Savunma Sanayi	Tütün Mamülleri	Reklamcılık
Eğlence (Otel, Gazino/Kumar, Sinema, Pornografi, Müzik vb.)	Reklamcılık ve Medya (Gazete uygun, alt sektörler ayı ayrı inceleniyor)	Kumar/Gazino	Eğlence (Kumarhane, şans oyunları, pornografi)	İslami Olmayan Finansal Kurumlar
	Tütün Mamülleri	Müzik		Otel
	Vadeli Altın ve Gümüş Ticareti	Otel		Eğlence ve Müzik
		Sinema		Şans Oyunları
		Yetişkin Eğlencesi		Silah ve Savunma Sanayi

Ek 2: Dünyada'ki Büyük İslami Endekslerin Niceliksel Filtreleme Özellikleri

Endeks Adı	<i>Uygun Olmayan Aktivitelerden Elde Edilen Gelir Filtrelemesi</i>
DJ İslami	Uygun Olmayan Sektörlerden Elde Edilen Gelirler / Toplam Gelir < 5
S&P Şeriat	Uygun Olmayan Sektörlerden Elde Edilen Gelirler / Toplam Gelir < 5
MSCI İslami	Uygun Olmayan Sektörlerden Elde Edilen Gelirler / Toplam Gelir < 5
FTSE Şeriat	Uygun Olmayan Sektörlerden Elde Edilen Gelirler / Toplam Gelir < 5
Stoxx İslami	Uygun Olmayan Sektörlerden Elde Edilen Gelirler / Toplam Gelir < 5
	<i>Borçluluk Filtrelemesi</i>
DJ İslami	Toplam Borç / Şirketin 24 aylık ortalama piyasa değeri < 33%
S&P Şeriat	Toplam Borç / Şirketin 36 aylık ortalama piyasa değeri < 33%
MSCI İslami	Toplam Borç / Toplam Varlık < 33%
FTSE Şeriat	Toplam Borç / Toplam Varlık < 33%
Stoxx İslami	Toplam Borç / Toplam Varlık veya Toplam piyasa değerinin büyük olanı alınır < 33%
	<i>Alacaklılık Filtrelemesi</i>
DJ İslami	Toplam Alacaklar / Şirketin 36 aylık ortalama piyasa değeri < 49%
S&P Şeriat	Toplam Alacaklar / Şirketin 24 aylık ortalama piyasa değeri < 33%
MSCI İslami	Toplam Alacaklar / Toplam Varlıklar < 33%
FTSE Şeriat	Toplam Alacaklar / Toplam Varlıklar < 50%
Stoxx İslami	Kullanılmamaktadır
	<i>Nakit Filtrelemesi</i>
DJ İslami	Şirketin nakit ve faiz getiren menkul kıymet toplamı / Şirketin 24 aylık ortalama piyasa değeri < 33%
S&P Şeriat	Şirketin nakit ve faiz getiren menkul kıymet toplamı / Şirketin 36 aylık ortalama piyasa değeri < 33%
MSCI İslami	Şirketin nakit ve faiz getiren menkul kıymet toplamı / Toplam Varlıklar < 33%
FTSE Şeriat	Şirketin nakit ve faiz getiren menkul kıymet toplamı / Toplam Varlıklar < 50%
Stoxx İslami	Şirketin nakit ve faiz getiren menkul kıymet toplamı / Toplam Varlık veya Toplam piyasa değerinin büyük olanı alınır < 33%