

İslami Endekslerin Çeşitlendirme Düzeyi Üzerine Bir İnceleme*

Özet

Mevlüt Camgöz **

Bu çalışmanın amacı İslami izleme kriterlerinin İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyi üzerinde olumsuz bir etkisinin olup olmadığının ve eğer varsa kayıp çeşitlendirmenin yatırımcılara ilave maliyet yükleyip yüklediğinin araştırılmasıdır. Türkiye, Malezya, Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere örneğindeki İslami ve konvansiyonel endeksler portföy teorisi modelleri vasıtasıyla incelenmiştir. Ampirik bulgulara göre, İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyinin konvansiyonel muadilleri kadar iyi olmadığı anlaşılmaktadır. Yani izleme kriterleri sebebiyle kısıtlanan yatırım yapılabilir varlık evreni çeşitlendirme prensibi açısından İslami endeksleri dezavantajlı bir konuma sokmaktadır. Ancak analiz döneminde İslami endekslerin çeşitlendirme kaybını telafi ettiği görülmektedir. Dolayısıyla bu çalışmada elde edilen bulgular, İslami endeks yatırımcılarının ilave maliyetlere katlanacağı iddiasını desteklememektedir.

Anahtar Kelimeler: İslami Finans, İslami Endeksler, Çeşitlendirme Prensibi

JEL Sınıflandırması: G11, G12, G15

An Examination on the Diversification Level of Islamic Indices

Abstract

The purpose of this study is to investigate whether Islamic screening criteria have an adverse effect on the level of diversification of Islamic indices, and if so, whether the lost diversification adds extra costs to the investors. Islamic indices and their conventional counterparts have been examined through portfolio theory models in the case of Turkey, Malaysia, the United States and the United Kingdom. According to empirical findings, it is understood that the level of diversification of Islamic indices is not as well as conventional counterparts. In other words, the universe of investable assets restricted by filtering criteria has led Islamic indices disadvantageous position in terms of diversification principle. However, during the analysis period, Islamic indices seem to compensate for the lost diversification. Therefore, findings obtained in this study do not support the claim that Islamic index investors will bear additional costs.

Keywords: Islamic Finance, Islamic Indices, Diversification Principle

JEL Classification: G11, G12, G15

* Bu çalışma Prof. Dr. K. Ahmet Köse danışmanlığında Mevlüt Camgöz tarafından hazırlanan "İslami Hisse Senedi Yatırımı ve İslami Endekslerin Performansının Değerlendirilmesi" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

** Arş. Gör. Dr., İşletme Bölümü, Kırklareli Üniversitesi, e-posta: mcamgoz@klu.edu.tr.

1. Giriş

Sermaye piyasası endekslerinin geçmişi 19. yüzyılın sonlarına kadar dayanmaktadır. 1880-1890'lı yıllarda Dow Jones (DJ) tarafından hesaplanıp yayımlanmaya başlayan borsa endeksleri sermaye piyasalarının gelişmesi ve şirket sayısının artmasıyla 20. yüzyılın en popüler finansal araçlarından birisi haline gelmiştir. Belirli kurallara göre dizayn edilen borsa endeksleri yatırımcılar tarafından hem piyasa hareketlerinin kolay bir şekilde gözlenmesini sağlamakta hem de gösterge ölçüt olarak kullanılarak yatırım portföylerinin performansının değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır.

İslami endekslerle ilgili kurumsal çalışmaların geçmişi ise ancak 1990'lı yılların başına dayandırılabilir. İslami Fıkıh Akademisininin 1992 yılında yayımlanmış olduğu fetvadan sonra 1990'lı yılların sonunda DJ, MSCI (Morgan Stanley Capital International), FTSE Russel (Financial Times and Stock Exchange) vb. gibi uluslararası şirketler belirli kurallar çerçevesinde belirlenmiş ve fetva kurulları tarafından izlenen İslami endeksleri yayımlamaya başlamıştır.

Konvansiyonel piyasa endekslerinin fonksiyonlarından farklı olarak İslami hisse senedi endeksleri çok daha önemli bir işlevi haizdir. Bu endekslerin en önemli özelliği İslami yatırımcılara yatırım yapılabilir varlık evrenini gösteriyor olmasıdır. Ayrıca son on beş yirmi yılda sayıları hızla artan İslami fonlar için de önemli bir bilgi kaynağı ve gösterge ölçütü haline gelmiştir. Yatırım süreçlerini önemli ölçüde kolaylaştıran bu endeksler İslami finans kuruluşları ve İslami yatırımcılar tarafından ilgiyle karşılanmıştır.

Hisse senedi piyasalarında İslami prensiplere göre yatırım yapılabilir hisse senetlerinin belirlenmesi amacıyla uygulanan filtreleme işlemi sonucu mevcut hisse senetlerinin önemli bir kısmı (%50-65) ilgili kriterlere uymadığı için elenmektedir. Örneğin S&P 500 Shariah endeksi referans endeksin (S&P 500) İslami izleme kriterlerine uyan tüm bileşenlerini içermektedir. Ancak bu endeksin bile 234 (Kasım 2016 itibarıyla) bileşeni bulunmaktadır

(S&P Global, 2016). Yani referans endeksin %53.2'si izleme kriterleri gereği elenmiş bulunmaktadır. Bahsi geçen tarih itibarıyla oldukça liberal bir izleme politikası güden SAC Malezya (Shariah Advisory Council Malaysia) uygulamasında bile ilgili menkul kıymet borsasında bulunan hisse senetlerinin yaklaşık %26'sı elenmektedir (Securities Commission Malaysia, 2017). Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi MSCI endekslerinde de referans endeks bileşenlerinin %51-63'ünün İslami endekslere giremediği görülmektedir.

Tablo 1: MSCI İslami ve Konvansiyonel Endeks Bileşen Sayıları

Coğrafi Bölge	Konvansiyonel Referans Endeks	İslami Endeks	İslami Endekse Dâhil Edilmeyen Bileşen Oranı (%)
Global	2,423	894	63.10
Amerika	600	236	60.67
Avrupa	463	167	63.93
Japonya	346	126	63.58
Asya	905	329	63.65
GCC (Gulf Cooperation Council)	106	44	58.49
Suudi Arabistan	37	18	51.35

Not: Yüzde hesabı [(Konvansiyonel Endeks Bileşenleri – İslami Endeks Bileşenleri)/Konvansiyonel Endeks Bileşenleri]*100 şeklinde yapılmıştır (Binmahfouz, 2012, 148).

Kısıtlandırılmış portföylerin finansal performansı hakkındaki tartışmalar uzun süredir devam etmektedir. Bu konudaki temel iddia bu portföylerin izleme maliyetlerini arttırması, yatırım yapılabilir varlık evrenini daraltması ve çeşitlendirme potansiyelini düşürmesi sebebiyle konvansiyonel muadillerinden daha kötü performans sergileyeceği ve yatırımcılarına ilave maliyetler yükleyeceğidir (Bauer, Otten & Rad, 2006; Blake R. Grossman & Sharpe, 1986; Diltz, 1995; Renneboog, Ter Horst & Zhang, 2008; Rudd, 1981; Sauer, 1997). Yukarıdaki tabloda görüldüğü gibi İslami izleme kriterlerinin yatırım yapılabilir varlık evrenini önemli ölçüde daralttığı aşikârdır. Dolayısıyla bu olgu İslami yatırımcıların konvansiyonel yatırımcılara kıyasla daha kısıtlı bir yatırım seçeneğine sahip olduğunu gösterir.

Bu bağlamda İslami endekslerle ilgili literatürde ortaya atılan en önemli iddia bir yatırım portföyünde gerekli çeşitlendirmenin sağlanamadığı durumda ilgili portföyün risk-getiri ilişkisi bağlamında optimal noktaya gelemeyeceği ve yatırımcılarına ilave maliyetler yükleyeceğidir. Örneğin Bacha (2013) ve Hassan vd. (2005) İslami izleme tekniklerini portföy teorisi açısından değerlendirmekte ve kısıtlandırılmış metodolojilerin yatırım alternatiflerini azaltacağını, bu tip tekniklerle elde edilen portföylerin optimal risk-getiri

düzeyini yakalamayacağını, ilave filtreleme ve izleme maliyetlerine sebep olacağını, İslami filtreleme tekniklerinin büyük piyasa değerli (big-cap) hisseleri eleyeceği için geriye küçük piyasa değerli (small-cap) daha volatil hisselerin kalacağını ve bazı cazip yatırım fırsatlarını engelleyeceği için İslami yatırımcıların bundan zarar göreceğini ileri sürmektedir.

Bu iddiaların çeşitlendirme prensibi çerçevesinde geçerliliğinin test edilebilmesi için iki ayrı hususun tespit edilmesi gerekmektedir. İlki İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyleri, ikincisi ise eğer gerçekten İslami endeksler düşük düzeyde çeşitlendirilmiş iseler yatırımcıların bu durumdan dolayı ilave bir maliyete katlanıp katlanmadıklarıdır.

İslami izleme tekniklerinin olası etkileri ve literatürde ortaya atılan iddialar dikkate alınarak bu çalışmada İslami endekslerin çeşitlendirme düzeylerinin konvansiyonel muadillerine kıyasla düşük olup olmadığı ve eğer düşükse İslami endeks yatırımcılarının düşük çeşitlendirmeden dolayı finansal anlamda bir kayba maruz kalıp kalmadığı ortaya konulacaktır. Başka bir ifade ile bu çalışmanın amacı İslami izleme kriterleri gereği daraltılan yatırım yapılabilir varlık evreninin İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyi üzerinde olumsuz bir etkisinin olup olmadığının ve eğer varsa bu olumsuz etki sebebiyle yatırımcıların finansal bir kayıpla karşı karşıya kalıp kalmadığının tespit edilmesidir. Bu bağlamda geliştirilen araştırma soruları aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

Araştırma Soruları

- I. İslami filtreleme uygulaması sonucu daraltılan yatırım yapılabilir varlık evreni çeşitlendirme düzeyini düşürmekte midir?
- II. İslami endeksler yatırımcılarına yetersiz çeşitlendirmeden kaynaklı ilave maliyetler yüklemekte midir?

Çeşitlendirme düzeyi ile ilgili ilk işaretlerin İslami endekslerin risk profilleri üzerinde görülmesi beklenmektedir. Zira iyi çeşitlendirilmiş bir portföyde sistematik olmayan riskin payı önemsiz bir düzeyde olmalıdır. Başka bir ifade ile İslami endekslerin sistematik olmayan risk düzeylerinin konvansiyonel muadillerine yakın bir seviyede gerçekleşmiş olması önemli derecede çeşitlendirme kaybı olmadığına dair bir gösterge olarak yorumlanabilir. Tersi durumdaki bulgular yukarıda ifade edilen iddiayı güçlendiren bir kanıt olarak kabul edilmelidir. Bununla birlikte korelasyon analizi ve Fama performans ölçütleri İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyleri hakkında önemli bulgular sunacaktır.

Çeşitlendirme düzeyinin ölçümü ile ilgili finans literatüründe geliştirilen birtakım modeller bulunmaktadır. (Örneğin: Gini-Simpson Index (GSI), Herfindahl Index (HI), Portfolio Diversification Indices (PDI), Diversification Ratio (DR) vb.) Ancak bu modellerin uygulanabilmesi için incelenen portföyün/endeksin bileşiminde bulunan bireysel menkul kıymetlerin ağırlıkları ve getirileri gibi özel bilgilere ihtiyaç duyulmaktadır. Ancak bu çalışmada kullanılan endeksleri oluşturan bireysel menkul kıymetlere ilişkin bilgilere ulaşılamaması nedeniyle çeşitlendirme düzeyinin ölçümü ile ilgili modeller uygulanamamaktadır. Dolayısıyla bu durum araştırmanın önemli bir kısmı olarak kalacaktır.

2. Literatür

İslami endekslerle ilgili ampirik araştırmaların büyük çoğunluğu İslami endekslerin risk ve getiri karakteristiği ve performans ölçümü üzerinde yoğunlaşmıştır. İslami izleme kriterlerinin yatırım performansı üzerindeki etkisini ortaya koymayı amaçlayan bu çalışmalar daha çok portföy teorisi modellerine ve varsayımlarına dayalı olarak yapılmaktadır. Ancak bu konudaki ampirik literatürün çok az bir kısmı doğrudan doğruya İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyiyle ilgilidir. Çünkü endeks sağlayıcılar tarafından İslami endeks bileşimlerinin kamuya açıklanmaması araştırmacılar açısından önemli bir kısıt oluşturmaktadır.

İslami filtreleme tekniklerinin yatırım performansı üzerindeki etkisini araştıran Hassan vd. (2005) DJIM (Dow Jones Islamic Market) endeksini Ocak 1996 – Aralık 2003 tarihleri arasında incelemektedir. FVDM (Finansal Varlık Değerleme Modeli), Fama-French üç faktör modeli ve Carhart dört faktör modelini uygulayan yazarlar DJIM endeksinin pozitif normalüstü getiri sağladığını ve konvansiyonel muadilinden daha iyi performans gösterdiğini tespit etmişlerdir. Araştırma bulgularına göre İslami filtreleme tekniklerinin yatırım performansı üzerinde olumsuz bir etkisinin olduğu şeklindeki hipotez reddedilmiştir (Hassan, Antoniou & Paudyal, 2005).

Girard ve Hassan (2008)'in beş adet FTSE global İslami endeksi ve konvansiyonel muadilini inceledikleri çalışması Aralık 1998 – Aralık 2006 tarihlerini kapsamaktadır. Yazarlar çalışmalarında Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütleri ile birlikte Fama performans ölçütlerini ve Carhart dört faktör modelini kullanarak FTSE İslami endekslerinin risk ve getiri karakteristiğini açıklamaya çalışmıştır. Araştırma sonuçlarına göre İslami endeksler ile konvansiyonel muadilleri arasında risk ve getiri karakteristiği açısından anlamlı bir fark bulunamamıştır. Ancak yatırım yöntemi analizi sonuçlarına göre İslami endekslerin bileşiminde küçük piyasa değerli (small-cap) ve büyüme hisselerinin (growth stock) dikkate değer bir ağırlığı olduğu ortaya çıkmıştır (Girard & Hassan, 2008).

Albaity ve Ahmad (2008) Malezya örneğini inceledikleri çalışmalarında KLSI (Kuala Lumpur Syariah Index) ile KLCI (Kuala Lumpur Composite Index) endeksinin risk ve getiri karakteristiğini Nisan 1999 – Aralık 2005 tarih aralığında karşılaştırmaktadırlar. Klasik performans ölçütlerinden olan Sharpe, Treynor ve Jensen Alfa ile birlikte Johansen koentegrasyon testi İslami endeks ile konvansiyonel muadili arasında anlamlı bir performans farkı olup olmadığı ve bu endekslerin uzun dönemde dengede olup olmadığını tespit etmek amacıyla uygulanmıştır. Çalışmada elde edilen ampirik bulgulara göre İslami endeks ile konvansiyonel muadili arasında risk-getiri karakteristiği bağlamında anlamlı bir fark bulunamamıştır. Yazarlar ampirik bulgulardan hareketle endekslerden birinin hata terimleri kullanılarak diğerinin hareketinin öngörülebileceğini, izleme kriterlerinin İslami endeksin zamana bağlı hareketlerini etkilemediğini ve konvansiyonel muadilinden ayrışmasına sebep olmadığını iddia etmektedirler (Albaity & Ahmad, 2008).

Kok vd. (2009) çalışmalarında DJ ve FTSE global İslami endekslerinin performansını konvansiyonel ve sürdürülebilirlik endekslerinin (sustainability index) performansı ile Ocak 2001 – Haziran 2007 tarih aralığında karşılaştırmaktadır. Sharpe, Treynor ve Jensen performans ölçütleriyle birlikte Johansen koentegrasyon testi ve Markowitz optimizasyonu kullanarak İslami ve konvansiyonel endeksler arasında performans farkı olup olmadığını ve İslami endekslerin konvansiyonel yatırımcılar açısından çeşitlendirme potansiyeli barındırıp barındırmadığını ortaya koymaya çalışmışlardır. Uygulama bulgularına göre İslami endeksler ile konvansiyonel muadilleri arasında koentegrasyon ilişkisi bulunamamış dolayısıyla yazarlar İslami endekslerin konvansiyonel endekslerle birlikte çeşitlendirme potansiyeli taşımadığı sonucuna varmışlardır (Kok, Giorgioni & Laws, 2009).

Hassan ve Girard (2010) DJIM ülke ve global endekslerini ele aldıkları Ocak 1996 – Aralık 2005 tarihlerini kapsayan çalışmalarında İslami endekslerin risk ve getiri karakteristiğini ve İslami endekslerin çeşitlendirme potansiyelini incelemektedirler. Klasik performans ölçütleriyle birlikte Fama performans ölçütleri, Fama-French üç faktör, Carhart dört faktör modeli ve Johansen koentegrasyon testini uygulayan yazarlar ayrıca İslami ve konvansiyonel endeksler için ayrı etkin sınır hesaplaması yapmışlardır. Araştırma bulgularına göre uzun dönemde İslami endeksler ile konvansiyonel muadilleri arasında anlamlı bir performans farkı bulunamamış ancak İslami endeksler 1996 – 2000 yılları arasında üstün performans, 2001 – 2005 yılları arasında kötü performans göstermiştir. Fama-French üç faktör ve Carhart dört faktör modeli sonuçlarına göre İslami endeksler küçük piyasa değerli (small-cap) ve büyüme hisselerine (growth stock) daha yatkındır. Sonuç olarak yazarlar İslami endekslerin konvansiyonel muadilleriyle benzer bir risk getiri karakteristiğine sahip olduğunu, aralarında anlamlı bir performans farkı olmadığını ve her iki endeks için benzer çeşitlendirme fırsatlarının olduğu sonucuna ulaşmışlardır (Hassan & Girard, 2010).

Walkshausl ve Lobe (2012) Haziran 2002 – Mayıs 2012 dönemini kapsayan diğer bir çalışmalarında MSCI İslami endekslerinin performanslarını sektörel yoğunluklarıyla ilişkilendirerek analiz etmektedir. Klasik performans ölçütleriyle birlikte Sortino, Omega, Kappa 3, Kalmar ve MM (Modigliani & Modigliani) gibi ölçütleri de kullanan yazarlar İslami endekslerin sektörel yoğunluklarını analiz etmek için Sharpe (1992)'nin tekniğini kullanmaktadır. Daha önceki çalışmalarıyla benzer bir şekilde İslami endeksler gelişmiş ülkelerde yüksek performans, gelişmekte olan ülkelerde kötü performans göstermiştir. Yatırım yöntemi analizi sonuçlarına göre İslami endeksler gelişmiş ülkelerde büyüme hisseleri odaklı (growth-oriented), gelişmekte olan piyasalarda büyük piyasa değerli hisseler odaklıdır (large cap-oriented). Araştırma bulgularına göre İslami endekslerin genel anlamda enerji ve temel materyaller (materials) sektörlerine daha fazla ağırlık verdiği görülmektedir. İslami endeks getirilerinin yaklaşık %40'lık kısmı bu sektörlerden kaynaklanmaktadır. Bununla birlikte gelişmiş piyasalarda sağlık ve bilişim teknolojileri (information technology) sektörleri İslami endeks getirilerinin değişiminde diğer açıklayıcı değişkenlerdir (Walkshausl & Lobe, 2012).

Dewandaru vd. (2015) on bir ülke örneği ve on global sektör üzerinde DJ İslami endekslerinin risk ve getiri karakteristiğini inceledikleri 2008 – 2012 yıllarını kapsayan çalışmalarında MODWT (Maximum Overlap Discrete Wavelet Transform) tekniğini kullanmaktadırlar. Günlük gözlemlerden oluşan veri seti sistematik riskin zamana göre değişmesine imkân verecek şekilde 2 – 4 günden 32 – 64 güne kadar değişen beş alt zaman dilimine ayrılarak analiz edilmektedir. Araştırmada ortaya çıkan bulgulara göre İslami endeksler ile konvansiyonel muadillerinin beta değerleri, getirileri ve volatiliteleri arasında bazı istisnaları olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunmadığı ortaya çıkmıştır (Dewandaru, Bacha, Masih & Masih, 2015).

Rifqi (2016) Cakarta İslami endeksinin risk ve getiri karakteristiğini incelediği çalışmasında klasik performans ölçütleriyle birlikte VaR (Value at Risk) ve portföy simülasyonu tekniklerini kullanarak İslami endeksin performansını konvansiyonel muadiliyle karşılaştırmakta ve çeşitlendirme potansiyelini ortaya çıkarmayı amaçlamaktadır. Aylık frekansta gözlemlerin kullanıldığı çalışma Ocak 2004 – Mayıs 2015 tarih aralığını kapsamaktadır. Araştırmada elde edilen ampirik bulgulara göre Cakarta İslami endeksi mutlak ve riske göre düzeltilmiş getiri ölçütlerine göre konvansiyonel muadilinden daha kötü performans göstermiştir. VaR ölçütüne göre ise İslami endeksin zarara uğrama ihtimali konvansiyonel muadiline göre daha yüksektir. Sonuç olarak yazarlar Endonezya örneğinde inceledikleri İslami endeksin yatırımcılarına ilave fırsat maliyeti doğurduğu sonucuna varmışlardır (Rifqi, 2016).

Sherif (2016) İslami filtreleme tekniklerinin yatırım performansı üzerindeki etkisini incelemektedir. DJ İslami endekslerinin ele alındığı çalışmada yedi bölgesel ve beş sektörel İslami endeksin performansı konvansiyonel muadilleriyle karşılaştırılmaktadır. Aylık gözlemler şeklinde kullanılan veri seti Ocak 1999 – Temmuz 2013 tarihleri arasında kapsamaktadır. Klasik performans ölçütlerinden olan Sharpe, Treynor ve Jensen ile birlikte Camphel ve Cochrane (2000)'in Davranış Oluşumu (Habit Formation) modeli kullanılmıştır. Ampirik bulgulara göre İslami endekslerin konvansiyonel muadillerinden daha volatil ve aynı zamanda ortalama getirilerinin daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. İslami endeksler aynı zamanda daha yüksek riske göre düzeltilmiş getiri ölçütlerine sahiptir. Yatırım yöntemi analizine göre İslami endekslerin büyüme odaklı (growth-oriented) olduğu ve piyasa zamanlamasına (market timing) sahip olmadığı anlaşılmaktadır. Sonuç olarak yazar İslami filtreleme tekniklerinin yatırım performansı üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu hipotezinin kabul edilemeyeceğini ileri sürmüştür (Sherif, 2016).

3. Veri Seti

Bu çalışmada kullanılan veri seti Türkiye, Malezya, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve İngiltere hisse senedi piyasalarında uluslararası endeks sağlayıcılar tarafından hesaplanan İslami ve konvansiyonel endekslerden meydana gelmekte ve veri seti ulaşılabilirliğine göre Mayıs 2002 - Mart 2017 (179 gözlem) tarih aralığını kapsamaktadır.

İslami Endekslerin Çeşitlendirme Düzeyi Üzerine Bir İnceleme

Türkiye ve Malezya borsaları İslam ülkeleri arasında en büyük piyasa değerine sahip beş sermaye piyasası arasındadır. Ayrıca bu iki ülke İslami finans açısından yüksek bir potansiyel barındırmaktadır. Gelecek yıllarda popülaritesi daha da artması tahmin edilen İslami sermaye piyasası araçlarının Türkiye ve Malezya gibi İslami finans açısından gelecek vadede lokasyonlarda çok daha hızlı bir büyüme göstereceği tahmin edilmektedir. Dolayısıyla bu piyasalar üzerine yapılan kalitatif veya kantitatif araştırmalar piyasa oyuncularına ve akademik çevrelere yol gösterici nitelikte olacaktır.

Portföy teorisi literatüründe gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların farklı risk-getiri karakteristiği gösterdiği bilinen bir olgudur. Bu sebeple İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyleriyle ilgili Türkiye ve Malezya örneğinden elde edilen ampirik bulguları gelişmiş piyasa örnekleriyle karşılaştırmak amacıyla ABD ve İngiltere piyasasında yer alan İslami endeksler analize dahil edilmiştir.

Pazar portföyünü temsilen kullanılan piyasa endeksleri Türkiye, Malezya, ABD ve İngiltere piyasası için sırasıyla BIST100, EMAS, S&P 500 ve FTSE ALL endeksleridir. İslami endekslere ilişkin hesaplanan değerlerin konvansiyonel muadilleriyle karşılaştırılabilmesi amacıyla kullanılan gösterge endeks her ülke için DJ ve MSCI tarafından hesaplanan DJ Total Stock Market ve MSCI ülke endeksleridir.

Üç ay vadeli hazine bonusu faizi portföy teorisinde risksiz getiri oranını temsil eden ve en çok kullanılan faiz oranlarından birisidir. Ancak, Türkiye ve Malezya hazine bonusu verileri bazı kopukluklardan dolayı ampirik analizler açısından uygun görünmemektedir. Bu sebeple incelenen tüm ülkeler için 1 ay vadeli bankalar arası faiz oranının risksiz getiri oranı olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Ancak bu durumda da Türkiye bankalar arası faiz oranı verisinde yeterli gözlem sayısına ulaşılamamaktadır. Dolayısıyla sadece Türkiye örneği için 1 ay vadeli mevduat faizi risksiz getiri oranı olarak kullanılacaktır.

Veri setinin tamamı Datastream ve Thomson Reuters Eikon veri tabanından derlenmiş, sadece MSCI ABD ve İngiltere İslami endeksinin 2007 öncesine ait 5 yıllık kısmı ilgili kurumun internet sitesinden temin edilmiştir. Endeks verilerinin hepsi kâr paylarına göre düzeltilmiş ay sonu kapanış fiyatlarıdır ve ait olduğu ülkenin ulusal para birimiyle kullanılmıştır.

Tablo 2: DJ ve MSCI Endekslerinin Kısa Kodları

Ülke	Endeks	İslami	Konvansiyonel
Türkiye	DJ	DJIMTR	DJTR
	MSCI	MSCITRIS	MSCITR
Malezya	DJ	DJIMMY	DJMY
	MSCI	MSCIMYIS	MSCIMY
ABD	DJ	DJIMUS	DJUS
	MSCI	MSCIUSAIS	MSCIUSA
İngiltere	DJ	DJIMUK	DJUK
	MSCI	MSCIUKIS	MSCIUK

Tüm getiri serileri yukarıda bahsedilen veri tabanlarında getiri serisi (Return Index) olarak adlandırılan ilgili endekslerin kâr paylarına düzeltilmiş ay sonu kapanış fiyatlarının logaritmik farkları alınarak yüzde değişim olarak hesaplanmıştır.

$$R_{it} = 100 * \log\left(\frac{RI_{it}}{RI_{i(t-1)}}\right)$$

RI_{it} = i endeksinin t zamandaki kâr paylarına göre düzeltilmiş değeri

R_{it} = i endeksinin t zamandaki aylık yüzde getirisi

4. Metodoloji

Sermaye piyasası teorisinde pazar portföyünün mükemmel derecede çeşitlendirilmiş olduğu kabul edilmektedir. Yani başka bir anlatımla pazar portföyü yalnızca sistematik risk taşır. Reilly & Brown (2012) ve Lorie (1975) iyi çeşitlendirilmiş bir portföyün pazar portföyü ile +1 korelasyona sahip olması gerektiğini ortaya koymuşlardır. Çünkü iyi çeşitlendirilmiş herhangi bir portföyde sistematik olmayan risk çok düşük bir düzeyde olacak, dolayısıyla pazar portföyüyle yüksek düzeyde korelasyona sahip olacaktır.

Bu nedenle İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyini ortaya koymak amacıyla bu çalışmada ilk aşama olarak korelasyon analizi yapılmasına karar verilmiştir. İslami endekslerin ve konvansiyonel muadillerinin ilgili ülke örneğinde pazar portföyü ile olan korelasyon düzeyleri hesaplandıktan sonra hem hesaplanan korelasyon katsayılarının düzey değerleri incelenecek hem de konvansiyonel muadilleriyle karşılaştırma yapılacaktır.

$$Corr_{i,m} = \frac{Cov_{i,m}}{\sigma_i * \sigma_m}$$

$Corr_{i,m}$ = endeks getirisinin pazar portföyü getirisi ile olan korelasyonu

$Cov_{i,m}$ = endeks getirisinin pazar portföyü getirisi ile olan kovaryansı

σ_i = endeksin getiri oranının standart sapması

σ_m = pazar portföyünün getiri oranının standart sapması

İslami endekslerin konvansiyonel muadillerine göre taşıdığı riskleri kıyaslayabilmek amacıyla bu başlık altında raporlanacak ikinci unsur sistematik ve sistematik olmayan riskin yüzdesel değerleridir. Bu değerleri hesaplamak için toplam risk formülünden hareket edilmiştir.

Bir portföyün varyansı aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_i^2 + \sigma_{ei}^2$$

$$\beta_i^2 = \left[\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \beta_i \right]^2$$

ve hata terimlerinin korelasyonsuz olduğu varsayımı altında:

$$\sigma_{ei}^2 = \left(\frac{1}{n}\right)^2 \sum_{i=1}^n \sigma_{ei}^2$$

olacaktır. $\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_I^2 + \sigma_{ei}^2$ formülü portföyün toplam riskinin iki bileşeni olduğunu, $\beta_i^2 \sigma_I^2$ teriminin sistematik riski (systematic risk), σ_{ei}^2 teriminin de sistematik olmayan riski (idiosyncratic risk) temsil ettiğini gösterir (Sharpe, Alexandre & Bailey, 1999, s. 185–186).

İslami endekslerin varsa çeşitlendirme kaybından kaynaklanan maliyetleri (cost of diversification) ve bu kaybın telafi edilip edilmediği Fama performans ölçütü yardımıyla ortaya konacaktır.

Risk ve getiri düzleminde yatırımların performanslarını değerlendiren Sharpe, Treynor ve Jensen ölçütlerinden sonra Fama 1972 yılındaki çalışmasıyla portföy teorisi literatürüne yeni bir yaklaşım kazandırmıştır. Bu yaklaşımın çıkış noktasında performansı değerlendirilmek istenen portföyün getirisi ile aynı risk düzeyinde rastgele varlıklardan oluşan bir portföyün getirisinin karşılaştırılması yatar. Bu sebeple Fama (1972) bir portföyün risksiz getiri oranı üzerindeki getirisinin selektivite ve risk olarak iki ana bileşenden meydana geldiğini göstermiştir (Fama, 1972, s. 551–557).

$$\text{Risk Primi} = \text{Selektivite} + \text{Risk}$$

$$R_i - R_f = (R_i - R_f) - \beta_i(R_m - R_f) + \beta_i(R_m - R_f)$$

$$R_i = \text{portföyün getirisi}$$

$$\beta_i = \text{portföyün beta değeri}$$

$$R_m = \text{pazar portföyünün getirisi}$$

$$R_f = \text{risksiz getiri oranı}$$

Selektivite, fon yöneticisinin yatırım kabiliyetinin (investment prowess) ne kadar iyi olduğunun bir göstergesidir. Ancak portföy yöneticileri üstün performans göstereceğini tahmin ettikleri varlıkları portföylerine dâhil ederken çeşitlendirmeden belirli ölçüde feragat etmiş olabilirler. Söz konusu çeşitlendirme kaybının telafi edilip edilmediğini göstermek için Fama, selektivite unsurunu net selektivite (net selectivity) ve çeşitlendirme (diversification) olmak üzere iki bileşene ayırır: (Fama, 1972, s. 557).

$$\text{Selektivite} = \text{Net Selektivite} + \text{Çeşitlendirme}$$

$$(R_i - R_f) - \beta_i(R_m - R_f) = \text{Net Selektivite} + \left[\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m} - \beta_i \right) (R_m - R_f) \right]$$

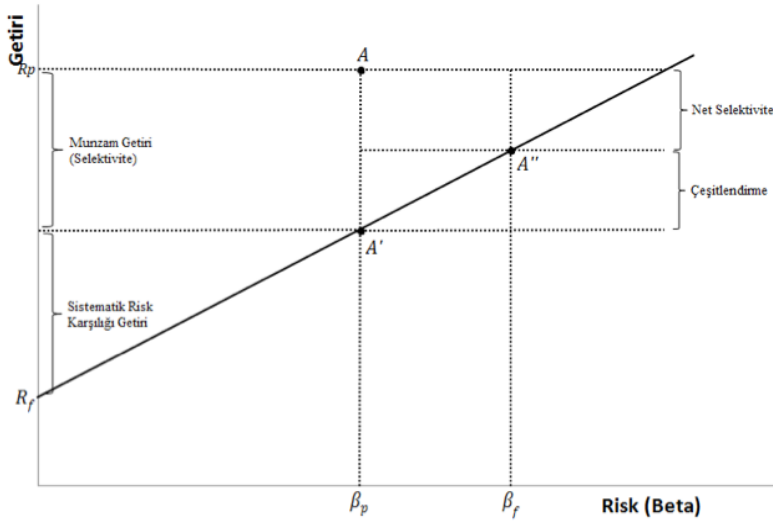
$$Net\ Selektivite = (R_i - R_f) - \beta_i(R_m - R_f) - \left[\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m} - \beta_i \right) (R_m - R_f) \right]$$

$$Net\ Selektivite = (R_i - R_f) - \frac{\sigma_i}{\sigma_m} (R_m - R_f)$$

$$\text{Çeşitlendirme} = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} (R_m - R_f) - \beta_i (R_m - R_f)$$

Daha önce yatırımcıların düşük değerlenmiş varlıkları portföylerine dâhil ederek çeşitlendirmeden belirli bir oranda feragat etmiş olabilecekleri ifade edilmişti. Başka bir deyişle yatırımcılar portföylerinde çeşitlendirmeye ortadan kaldırılacak sistematik olmayan risk taşıyabilir. İşte Fama'nın selektivite bileşenlerinden olan çeşitlendirme (diversification) ölçütü ($R_m > R_f$) olması halinde kayıp çeşitlendirmenin bir karşılığı olan munzam getiriyi (added return), ($R_m < R_f$) olması durumunda ise kayıp getiriyi (lost return) ifade eder. Yani düşük düzeyde çeşitlendirmenin/portföyün taşıdığı sistematik olmayan riskin maliyetini gösterir. Bununla birlikte yatırım portföyü mükemmel düzeyde çeşitlendirilmiş ise toplam risk (σ) sistematik riske (β) eşit olacak ve çeşitlendirme terimi de sıfır çıkacaktır. Ayrıca çeşitlendirme ölçütü çoğu zaman pozitif olduğu için net selektivite ya brüt selektiviteye eşit ya da küçük gerçekleşecektir. Net selektivitenin negatif gerçekleşmiş olması portföyün çeşitlendirme kaybını telafi edemediğini, pozitif gerçekleşmiş olması ise çeşitlendirme kaybının telafi edildiğini gösterir (Fama, 1972, s. 558-559). Başka bir ifade ile portföy yöneticisi tahminlerinde haklı çıkmış ve çeşitlendirme düzeyinden feragat ederek portföyüne aldığı menkul kıymetler beklendiği gibi iyi performans göstermiştir.

Şekil 1: Net Selektivite ve Çeşitlendirme



Kaynak: Fama, 1972, s. 558.

İslami endeksler kısıtlandırılmış bir yatırım evrenindeki hisselerden oluşması sebebiyle iyi çeşitlendirilmemiş olabilirler. Fama performans ölçütü de hem düşük çeşitlendirmeden kaynaklanan kaybı, hem de bu kaybın telafi edilip edilmediğini gösterdiği için İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyinin değerlendirilmesinde elverişli bir analiz aracı olarak kullanılabilir.

5. Ampirik Bulgular

Ampirik literatürde yer alan iddialar ve giriş bölümünde ifade edilen araştırma soruları dikkate alınarak bu çalışmada dört adet hipotez geliştirilmiştir. Ampirik uygulamada yer alan bir test veya hesaplamayla ilişkili olan bu hipotezlerin portföy teorisi modellerinden elde edilen bulgular ışığında kabul veya reddine karar verilecektir.

Araştırma Hipotezleri

Hipotez 1: İslami endeksler konvansiyonel muadillerine kıyasla daha yüksek düzeyde sistematik olmayan risk taşır.

Hipotez 2: İslami endeksler konvansiyonel muadillerine kıyasla pazar portföyüyle daha düşük düzeyde korelasyona sahiptir.

Hipotez 3: İslami endekslerde yetersiz çeşitlendirmeden doğan maliyet konvansiyonel muadillerine kıyasla daha yüksektir.

Hipotez 4: İslami endeksler yetersiz çeşitlendirmeden doğan maliyeti telafi edemez.

Tablo 3'te yer alan tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde DJIMTR ve ABD örneğindeki İslami endekslerin ortalama getirisi ve standart sapması konvansiyonel muadillerinden daha düşük, Malezya ve İngiltere örneğinde daha yüksektir. Çarpıklık ölçütü incelenen tüm İslami ve konvansiyonel endekslerde negatif işaretlidir. Bu getiri dağılımlarının normal dağılıma göre sola çarpık olduğunu ifade etmektedir. Basıklık ölçütü değerleri 3'ün üzerinde hesaplanmıştır. Bu İslami ve konvansiyonel endeks getiri dağılımlarının normal dağılıma göre kalın kuyruk ve sivri tepe özelliği gösterdiği anlamına gelmektedir. JB (Jarque-Bera) test istatistiğine göre İslami ve konvansiyonel endeks getirileri normal dağılıma uymamaktadır.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

Ülke	Endeks	İslami					Konvansiyonel				
		Ort.	Std. Sap.	Skew.	Kurt.	JB	Ort.	Std. Sap.	Skew.	Kurt.	JB
Analiz Dönemi (Mayıs 2002-Mart 2017, 179 Gözlem)											
Türkiye	DJ	0.6428	6.1503	-0.7448	4.1541	19.6790***	0.7201	7.7863	-0.2409	3.9461	6.2467**
	MSCI	1.5028	9.1141	-0.0773	5.4108	43.2824***	1.2990	8.8435	-0.2024	3.6089	3.9655
Malezya	DJ	0.8616	3.8958	-0.8284	6.0189	78.5618***	0.7689	3.7881	-0.7788	6.9542	119.659***
	MSCI	0.8827	4.2116	-0.6216	7.2873	147.786***	0.7057	3.7922	-0.4399	5.7400	61.4198***
ABD	DJ	0.6317	4.1278	-0.7843	4.7736	41.5764***	0.6565	4.2763	-0.9478	5.3951	69.1966***
	MSCI	0.6094	3.9601	-0.8481	5.0266	51.7994***	0.6226	4.2017	-0.9509	5.4267	70.5040***
İngiltere	DJ	0.5827	4.1271	-0.8228	4.3583	33.7662***	0.5509	4.0409	-0.8752	4.3291	35.8281***
	MSCI	0.5708	4.1770	-0.7417	4.3079	29.0052***	0.4996	4.0239	-0.8270	4.1239	29.6593***

Not: Hesaplamalar logaritmik getiri serileri üzerinde yapılmıştır. ***, ** ve * JB testinde sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde sıfır hipotezinin reddedildiğini ifade etmektedir. Türkiye ve Malezya örneğinde DJ endeksleri sırasıyla (Şubat 2006-Mart 2017, 134 Gözlem), (Aralık 2003-Mart 2017, 160 Gözlem) tarihleri aralığında incelenmiştir.

Tablo 4'te görüldüğü gibi İslami endekslerin konvansiyonel muadillerine kıyasla sistemati olmaman risklerinin toplam risk içerisindeki payının daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Türkiye örneğinde %34-41 bandında olan sistemati olmayan risk, ABD örneğinde %4.7-5.9 civarında hesaplanmıştır. Ayrıca sistemati olmayan riskin payının piyasa büyüklüğü ile ters orantılı olarak değiştiği görülmektedir.

Konvansiyonel endekslerde Türkiye örneği istisna tutulacak olursa sistemati olmayan riskin payının önemsenmeyecek kadar düşük olduğu gözle çarpmaktadır. Özellikle ABD ve İngiltere piyasalarında konvansiyonel endekslerin toplam risklerinin neredeyse sistemati riske eşit olduğu, başka bir deyişle mükemmel yakın düzeyde çeşitlendirilmiş olduğu söylenebilir.

Tablo 4: İslami ve Konvansiyonel Endekslerin Risk, Korelasyon ve Fama Ölçütü Değerleri

Ülke	Endeks	İslami						Konvansiyonel					
		Sist. Risk (%)	Sist. Olm. Risk (%)	Korelasyon*	Net Selektivite (%)	Çeşitlendirme (%)	Sist. Risk (%)	Sist. Olm. Risk (%)	Korelasyon*	Net Selektivite (%)	Çeşitlendirme (%)		
Türkiye	DJ	66.0	34.0	0.81	0.84	-0.53	82.7	17.3	0.90	2.54	-0.33		
	MSCI	58.8	41.2	0.76	2.22	0.60	88.8	11.2	0.94	-0.15	0.14		
Malezya	DJ	83.9	16.1	0.91	0.94	0.53	98.1	1.9	0.99	0.01	0.06		
	MSCI	81.2	18.8	0.90	1.19	0.63	97.8	2.2	0.98	-0.30	0.06		
ABD	DJ	95.3	4.7	0.97	0.24	0.14	99.2	0.8	0.99	0.33	0.02		
	MSCI	94.1	5.9	0.97	0.21	0.17	99.8	0.2	0.99	0.03	0.00		
İngiltere	DJ	84.4	15.6	0.91	0.20	0.37	99.8	0.2	0.99	-0.09	0.00		
	MSCI	82.8	17.2	0.91	0.00	0.41	99.0	1.0	0.99	-0.69	0.02		

Not: * İlgili endeks pazar portföyü ile olan korelasyon katsayısını göstermektedir. Beta katsayıları standart FVDM kullanılarak hesaplanmıştır.

Bu bulgular İslami endekslerin konvansiyonel muadillerine kıyasla özellikle gelişmekte olan piyasalarda daha yüksek düzeyde sistematik olmayan risk taşıdığını göstermektedir. Bu bulgu aynı zaman İslami endekslerin çeşitlendirme düzeylerinin optimal noktada olmadığını da bir göstergesidir. Dolayısıyla 1 nolu araştırma hipotezi reddedilmemektedir.

Daha önce yapılmış olan ampirik çalışmalarda İslami endekslerin belirlilik katsayılarının karşılaştırma ölçütü olarak seçilen konvansiyonel endekslere nazaran daha düşük olduğu sonucuna varılmıştır (Hassan vd., 2005; Sherif, 2016). Yani bu çalışmada sistematik olmayan riskle ilgili elde edilen bulgular literatürle uyumludur.

Korelasyon katsayıları incelendiğinde ele alınan İslami endekslerin tamamının pazar portföyü ile olan korelasyon düzeyinin konvansiyonel muadillerine kıyasla daha düşük olduğu anlaşılmaktadır. Bu bulgu İslami endekslerin konvansiyonel muadilleri kadar iyi çeşitlendirilmemiş olduğunu gösteren diğer bir ipucudur. Ayrıca korelasyon katsayıları arasındaki fark en çok Türkiye’de en az Amerika örneğindedir. İncelenen birçok ampirik çalışmada İslami endekslerin konvansiyonel muadillerine kıyasla pazar portföyüyle daha düşük düzeyde korelasyona sahip olduğu ortaya konmuştur (Girard & Hassan, 2008; Hassan & Girard, 2010; Rifqi, 2016). Dolayısıyla korelasyon analizi sonuçlarına göre 2 nolu araştırma hipotezi de reddedilmemektedir.

Fama performans ölçütleri incelendiğinde çeşitlendirme ölçütünün İslami endekslerde belirgin düzeyde yüksek olduğu göze çarpmaktadır. Bu bulgu İslami endekslerde kayıp çeşitlendirmeden doğan maliyetin konvansiyonel muadillerine kıyasla daha yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Bununla birlikte net selektivite ölçütüne göre İslami endekslerin bu maliyeti çoğu örnekte telafi etmiş olduğu anlaşılmaktadır. Zira DJIMTR istisna tutulacak olursa, incelenen tüm İslami endeksler pozitif işaretli net selektivite ölçütüne sahiptir. Girard ve Hassan (2008); Hassan ve Girard’ın (2010) çalışmalarında da bu çalışmada elde edilen bulgularla uyumlu sonuçlara ulaşılmıştır. Netice itibarıyla 3 nolu araştırma hipotezi reddedilmemektedir. Yani İslami endekslerde yetersiz çeşitlendirmeden doğan maliyet konvansiyonel muadillerine kıyasla daha yüksektir. Ancak net selektivite ölçütüne göre İslami endeksler çoğu durumda bu maliyeti telafi etmiştir. Dolayısıyla 4 nolu araştırma hipotezi reddedilmektedir.

Çeşitlendirme kaybının bir yansıması da gerçekleşen getirilerin volatilesinde görülebilir. Teorik olarak, filtreleme uygulamasındaki kaldıraç eşiği sebebiyle İslami endekslerin getiri volatilesinin düşük olması beklenir. Ancak Malezya ve İngiltere örneğinde incelenen İslami endekslerin ve MSCITR İslami endeksinin hesaplanan standart sapma değerlerinin konvansiyonel muadillerinden daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. İlgili bulgular ışığında bu vakalardaki düşük çeşitlendirmeden kaynaklanan sistematik olmayan risk, düşük kaldıraç oranının getiri volatilesine olan etkisini ortadan kaldırmış ve neticede getiri volatilitelerinin artmasına sebep olmuştur (Dewandaru, 2015). Bu olgu yukarıda ifade edilen bulguları destekleyici mahiyette bir özelliğe sahiptir.

Sistematik olmayan risk ile ilgili bulgularda genel olarak İslami endekslerin sistematik olmayan risklerinin toplam riskleri içindeki payının konvansiyonel muadillerine kıyasla belirgin düzeyde daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca çeşitlendirme analizi başlığı altında İslami endekslerin pazar portföyü ile olan korelasyon düzeyleri de konvansiyonel muadillerine kıyasla daha düşük hesaplanmıştır. Nitekim Fama performans ölçütlerinden

İslami Endekslerin Çeşitlendirme Düzeyi Üzerine Bir İnceleme

kayıp çeşitlendirmenin maliyetini gösteren çeşitlendirme ölçütünün düzeyi de genel olarak İslami endeksler için yüksek çıkmıştır. Tüm bu sonuçlar bir arada değerlendirildiğinde İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyinin konvansiyonel muadilleri kadar iyi olmadığı ortaya çıkmaktadır. Yani İslami filtreleme teknikleri sebebiyle kısıtlanan yatırım yapılabilir varlık evreni çeşitlendirme düzeyi açısından İslami endeksleri dezavantajlı bir konuma sokmaktadır. Ancak çoğu durumda kayıp çeşitlendirmenin telafi edilip edilmediğini gösteren net selektivite ölçütü pozitif değer alan İslami endekslerin filtreleme uygulaması neticesi ortaya çıkan çeşitlendirme kaybını telafi ettiği anlaşılmaktadır.

Literatürde görülen çok sayıda ampirik araştırmada da ortaya konduğu gibi İslami endekslerde çeşitlendirme kaybı olsa da net selektivite ölçütüne göre bu kaybın telafi edildiği ve İslami endekslerin konvansiyonel muadilleri kadar iyi performans gösterdiği iddia edilebilir (Guyot, 2011; Hakim & Rashidian, 2004; Kok vd., 2009; Girard & Hassan, 2008; Albaity & Ahmad, 2008; Walkshausl & Lobe, 2012). Başka bir deyişle çoğu örnekte kayıp çeşitlendirmenin telafi edilip edilmediğini gösteren net selektivite ölçütü pozitif değer alan İslami endekslerin filtreleme uygulaması neticesi ortaya çıkan çeşitlendirme kaybını telafi ettiği anlaşılmaktadır.

Endeks sağlayıcıların yayımlamış olduğu bilgilerden İslami endekslerin genel anlamda enerji ve temel materyaller (materials) sektörlerine daha fazla ağırlık verdiği anlaşılmaktadır. Daha önce yapılan ampirik araştırmalarda ise İslami endeks getirilerinin yaklaşık %40'lık kısmının bu sektörlerden kaynaklandığı, ayrıca gelişmiş piyasalarda sağlık ve bilişim teknolojileri (information technology) sektörlerinin İslami endeks getirilerinin değişiminde diğer açıklayıcı değişkenler olduğu ortaya konmuştur (Walkshausl & Lobe, 2012). Bu olgular İslami endekslerin risk ve getiri profillerinde görülen değişkenliğin önemli sebeplerinden birisidir. Yani İslami endekslerin bileşiminde yüksek düzeyde bulunan bazı sektörlerin zamana ve piyasaya göre değişen performansı endekslerin risk ve getiri profillerini, dolayısıyla çeşitlendirme düzeylerini etkilemektedir.

Tablo 5: DJ İslami ve Konvansiyonel Endekslerinin Sektörel Dağılımları

Sektör	DJ Global Index (%)	DJ World Index (%)	DJ Islamic Market World Index (%)
Sağlık	7.89	11.62	15.68
Teknoloji	9.33	9.82	17.86
Temel Materyaller	8.96	11.22	14.64
Petrol ve Doğal Gaz	10.96	7.81	19.28
Sınai	13.38	12.24	14.25
Tüketici Ürünleri	11.83	13.43	8.31
Tüketici Hizmetleri	9.17	5.43	6.05
Telekomünikasyon	4.12	4.68	2.49
Elektrik, Gaz ve Su	3.86	3.63	1.05
Finans	20.51	20.13	0.38
Bileşen Sayısı	6,805	324	2,599

Kaynak: (BinMahfouz & Hassan, 2013, s. 173)

Finansal izleme ölçütlerinde toplam piyasa değeri bölenini kullanan DJ ve S&P (Standard & Poor's) endekslerinin toplam varlıklar bölenini kullanan MSCI ve FTSE endekslerine nispeten daha büyük yatırım yapılabilir varlık evreni olması beklenir (Derigs & Marzban, 2008). Bu olgu portföy teorisi açısından değerlendirildiğinde ilk akla gelen çıkarım ilk iki endeks sağlayıcının çeşitlendirme kaybının daha düşük olması gerektiğidir. Fama performans ölçütleri incelendiğinde gerçekten de DJ endekslerinin MSCI endekslerine kıyasla sistematik olmayan risklerinin toplam riskleri içinde daha düşük bir paya sahip olduğu ve genel olarak çeşitlendirme ölçütünün de daha küçük gerçekleştiği görülmektedir.

6. Kısıtlar

Bu araştırma için en ciddi kısıt İslami endekslerin oldukça kısa olan tarihçeleri sebebi ile ulaşılabilen geçmişe dönük verilerinin sınırlı olmasıdır. Bununla birlikte, endeks sağlayıcıların tercihleri veya fetva kurullarının görüşleri doğrultusunda İslami endekslerde farklı arındırma uygulamaları yapılmaktadır. Yani bazı endekslerde sabit olarak kabul edilen arındırma oranı diğerlerinde dönemsel olarak değişebilmektedir. Çoğu durumda da geriye dönük olarak arındırma oranlarına ulaşamamaktadır. Endeks sağlayıcılar arasında standart bir yöntemin olmaması ve uygulama zorlukları nedeniyle arındırma uygulamasının çeşitlendirme düzeyine olan etkisi bu çalışmada göz ardı edilmiştir.

Gerçek hayatta İslami yatırımcılar izleme ve filtreleme faaliyetleri için ek maliyetlere katlanmaktadır. Çünkü çoğu durumda İslami bir yatırımcının menkul kıymetler piyasasındaki tüm hisse senetlerini inceleyip izleme kriterlerine göre uygun hisse senetlerini tespit etmesi pratik değildir. Ancak bu çalışmada izleme ve filtreleme maliyetlerinin endeks performansına etki etmediği varsayılmış, bu maliyetler ampirik analizlerde dikkate alınmamıştır.

7. Sonuç

Portföy teorisi açısından İslami endekslerle ilgili dikkate değer eleştirilerden birisi çeşitlendirme düzeyi ile alakalıdır. İslami endekslerin belirli kriterlere uygun hisse senetlerinden oluşturulması sebebiyle akademik literatürde en çok tartışılan konuların başında bu endekslerin çeşitlendirme düzeyi gelmektedir. Bu husustaki en önemli iddia İslami endekslerin sınırlı bir varlık evreninden seçilmesi nedeniyle yeterli düzeyde çeşitlendirilmemiş olduğu ve İslami endeks yatırımcılarının düşük çeşitlendirmeden dolayı ilave maliyetlere katlanmak durumunda kalacaklarıdır.

Bu çalışmada İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyleri konvansiyonel muadilleriyle karşılaştırmalı olarak incelenmiş ve eğer varsa düşük çeşitlendirmeden dolayı İslami yatırımcıların ilave maliyetlerle karşılaşması araştırılmıştır. Türkiye, Malezya, ABD ve İngiltere piyasalarında bulunan DJ ve MSCI endeksleri portföy teorisi modelleri vasıtasıyla değerlendirilmiştir.

İslami Endekslerin Çeşitlendirme Düzeyi Üzerine Bir İnceleme

Elde edilen ampirik bulgulara göre, İslami endekslerin incelenen tüm dönemlerde konvansiyonel muadillerine kıyasla sistematik olmayan risklerinin toplam risk içerisindeki payı daha yüksektir. Korelasyon katsayıları incelendiğinde ele alınan İslami endekslerin tamamının pazar portföyü ile olan korelasyon düzeyi konvansiyonel muadillerine kıyasla daha düşüktür. Bu bulgular İslami endekslerin konvansiyonel muadilleri kadar iyi çeşitlendirilmemiş olduğunu gösterir. Fama performans ölçütlerine göre genel olarak İslami endekslerde kayıp çeşitlendirmeden doğan maliyetin konvansiyonel muadillerine kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir. Bununla birlikte net selektivite ölçütü sonuçları İslami endekslerin bu maliyeti çoğu örnekte telafi etmiş olduğuna işaret etmektedir. Tüm bu bulgular bir arada değerlendirildiğinde İslami endekslerin çeşitlendirme düzeyinin konvansiyonel muadilleri kadar iyi olmadığı ortaya çıkmaktadır. Yani İslami filtreleme teknikleri sebebiyle kısıtlanan yatırım yapılabilir varlık evreni çeşitlendirme düzeyi açısından İslami endeksleri dezavantajlı bir konuma sokmaktadır. Ancak analiz döneminde kayıp çeşitlendirmenin telafi edilip edilmediğini gösteren net selektivite ölçütü pozitif değer alan İslami endekslerin filtreleme uygulaması neticesi ortaya çıkan çeşitlendirme kaybını telafi ettiği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada elde edilen bulguların, İslami endeks yatırımcılarının ilave maliyetlere katlanacağı iddiasını desteklemediği söylenebilir.

Kaynakça

- Albaity, M., Ahmad, R. (2008). Performance of Syariah and composite indices: Evidence from Bursa Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 4 (1), 23–43.
- Bauer, R., Otten, R., Rad, A. T. (2006). Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty? *Pacific-Basin Finance Journal*, 14 (1), 33–48.
- BinMahfouz, S. S. (2012). *Investment characteristics of Islamic investment portfolios: Evidence from Saudi mutual funds and global indices*. PhD Dissertation, Durham University. Retrieved from <http://etheses.dur.ac.uk/4440>.
- BinMahfouz, S. S., Hassan, M. K. (2013). Sustainable and socially responsible investing: Does Islamic investing make a difference? *Humanomics*, 29 (3), 164–186.
- Blake R. Grossman, & Sharpe, W. F. (1986). Financial implications of South African divestment. *Financial Analysts Journal*, 42 (4), 15–29.
- 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.
- Dewandaru, G., Bacha, O. I., Masih, A. M. M., Masih, R. (2015). Risk-return characteristics of Islamic equity indices: Multi-timescales analysis. *Journal of Multinational Financial Management*, 29, 115–138.
- Diltz, J. D. (1995). Does social screening affect portfolio performance? *The Journal of Investing*, 4 (1), 64–69.
- Fama, E. F. (1972). Components of investment performance. *The Journal of Finance*, 27 (3), 551–567.
- Girard, E., Hassan, M. K. (2008). Is there a cost to faith-based investing: Evidence from FTSE Islamic indices. *The Journal of Investing*, 17 (4), 112–121.
- Guyot, A. (2011). Efficiency and dynamics of Islamic investment: Evidence of geopolitical effects on Dow Jones Islamic Market Indexes. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47 (6), 24–45.
- Hakim, S., Rashidian, M. (2004). *How costly is investor's compliance to Shari'ah?* Paper Presented at the 11th Economic Research Forum Annual Conference.
- Hassan, A., Antoniou, A., Paudyal, D. K. (2005). Impact of ethical screening on investment performance: The case of the Dow Jones Islamic Index. *Islamic Economic Studies*, 12 (2), 68–97.

İslami Endekslerin Çeşitlendirme Düzeyi Üzerine Bir İnceleme

- Hassan, M. K., Girard, E. (2010). Faith-based ethical investing: The case of Dow Jones Islamic Indexes. *Islamic Economic Studies*, 17 (2), 1–31.
- Ismath Bacha, O., Mirakhor, A. (2013). *Islamic capital markets: A comparative approach*. Wiley Finance Series. Singapore: Wiley.
- Kok, S., Giorgioni, G., & Laws, J. (2009). Performance of Shariah-compliant indices in London and NY Stock Markets and their potential for diversification. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 2 (3), 398-408.
- Lorie, J. (1975). Diversification: Old and new. *Journal of Portfolio Management*, 1 (2 (Winter)), 25–28.
- Reilly, F. K., Brown, K. C. (2012). *Investment analysis and portfolio management*. Mason, OH, Mexico: South-Western Cengage Learning.
- Renneboog, L., Ter Horst, J., Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Special Issue: Contractual Corporate Governance*, 14 (3), 302–322.
- Rifqi, M. (2016). The cost of Sharia investing: Comparative empirical study in Indonesian Stock Market. *Journal of Emerging Economies & Islamic Research*, 4 (1), 1–13.
- Rudd, A. (1981). Social responsibility and portfolio performance. *California Management Review*, 23 (4), 55–61.
- S&P Global. (2016). S&P 500 Shariah Fact Sheet. Retrieved from <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500-shariah-index>.
- Sauer, D. A. (1997). The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and Domini Equity Mutual Fund. *Review of Financial Economics*, 6 (2), 137–149.
- Securities Commission Malaysia. (2017). List of Shariah-compliant securities. Retrieved from https://www.sc.com.my/wpcontent/uploads/eng/html/icm/sas/sc_syariahcompliant_170526.pdf.
- Sharpe, W., Alexandre, G. J., Bailey, J. V. (1999). *Investments* (6. Edition). New Jersey: Prentice Hall.
- Sherif, M. (2016). Ethical Dow Jones indexes and investment performance: International evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, 13 (2(1)), 206–225.
- Walkshäusl, C., & Lobe, S. (2012). Islamic equity investing: Alternative performance measures and style analysis. *Journal of Investing*, 21 (4), 182–189.