

## KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ VE KATILIM 30 ENDEKSİ İLE BİST 50 ENDEKSİ'NİN PERFORMANSLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

### EVALUATION OF PERFORMANCE OF PARTICIPATION 30 INDEX AND CORPORATE GOVERNANCE BY BIST 50 INDEX

Şakir SAKARYA \*, Hasan Hüseyin YILDIRIM \*\*, Mehmet YAVUZ \*\*\*

\* Prof. Dr., Balıkesir Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, sakarya@balikesir.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0003-2510-7384>

\*\* Dr. Öğr. Üyesi, Balıkesir Üniversitesi, BUBYO, Bankacılık ve Finans Bölümü, hhyildirim@balikesir.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-5840-8418>

\*\*\* Dr. Öğr. Üyesi, Necmettin Erbakan Üniversitesi, Uygulamalı Matematik Bölümü, mehmetyavuz@konya.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0002-3966-6518>

#### ÖZ

*Katılım bankacılığı; İslami prensiplerine uygun olarak faaliyetlerini gerçekleştiren bir bankacılık modelidir. Katılım bankaları ilkelerine göre düzenlenen katılım endeksleri dünya çapında uzun yıllardır var olmasına rağmen ülkemizde 2011 yılından bugüne hızlı bir büyüme göstermiştir. Son dönemlerde öne çıkan bir diğer endeks kurumsal yönetim endeksidir. Gerek katılım endeksi gerekse kurumsal yönetim endeksi BİST’de ki diğer sektör endekslerinden farklı olarak daha homojen olan endekslerdir. Bu açıdan, bu çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi ve İslami prensiplere uygun hisse senetlerinden oluşan katılım 30 Endeksi ile BIST 50 Endeksi’nin 10 Ocak 2011 ile 22 Aralık 2016 tarihleri arasındaki risk ve getiri karakterleri incelenmiştir. Çalışma dönemi üç artan ve dört azalan piyasa dönemi olmak üzere yedi alt döneme ayrılmıştır.*

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim Endeksi, Katılım Endeksi, Endeks Performansı

**Jel Kodları:**F65, G34, L10, O16.

#### ABSTRACT

*Participation (Islamic) banking is a banking model which activities are carried out in accordance with Islamic principles. Although participation indexes, which are regulated based on the principles of participation banks have been around worldwide for many years, they have shown rapid growth performance since 2011 in Turkey. Another index that has recently come into prominence is the corporate governance index. Both the participation index and the corporate governance index are indices that are more homogeneous than the other sector indices in Istanbul Stock Exchange. From this point, this study examines the risk and return characteristics of Corporate Governance index and Participation 30 Index which is comprising suitable stocks to Islamic principles in Turkey an BIST 50 Index during the period 10th January 2011 to 22th December 2016.*

**Keywords:** Corporate Governance Index, Participation Index, Index Performance

**Jel Codes:**F65, G34, L10, O16.

## 1. GİRİŞ

Yakın geçmişte yaşanan finansal ve ekonomik krizler finansal sistemlerde alternatif arayışları beraberinde getirmiştir. Borsada işlem yapan yatırımcılar firmalara veya endekslere yatırım yaparken şirketlerin kurumsallaşması veya İslami prensiplere uygunluk gibi farklı yeni kriterleri göz önünde bulundurmaya başlamıştır. Yaşanan firma iflasları yatırımcılar açısından yönetim kavramının öneminin artmasına neden olmuştur. Dünyanın sayılı firmaları arasında yer alan Enron, Parmalat, Xerox ve Wordcom gibi firmaların iflasında önemli yer tutan yanlış ve kötü yönetim süreçleri yatırımcı açısından kurumsal yönetim anlayışının önemini arttırmıştır. Şirket sahipleri çoğunlukla niceliksel faktörler üzerinde durarak şirketlerin uzun dönem performanslarını göz önüne almamaktadırlar. Ancak Kurumsal Yönetim anlayışı niteliksel faktörlerin önemini vurgulayarak niceliksel faktörlerin ancak niteliksel faktörlerin gelişmesi ile uzun dönemde süreklilik kazanabileceğini aksi takdirde elde edilen sonuçların sadece geçici olacağını savunmaktadır. Artan sosyal sorumluluk bilinci, firma itibarını arttırmaya yönelik çalışmalar, fon sağlamada yaşanan rekabet gibi koşullarda iyi yönetimin öneminin artmasına neden olmuştur (Saldanlı, 2012:138). Bu açıdan kurumsal yönetim endeksi ile güvenilirliğini ispatlamış şirketler yatırımcılar için güvenilir limanlardır. Kurumsal yönetim endeksi ise yatırımcıların yatırımlarını değerlendirebileceği bir yatırım alternatifi haline gelmiştir.

Yarım asırlık bir geçmişe sahip olan İslami finans, finans sistemi içerisinde gün geçtikçe büyüyen bir paya sahip olmaktadır. İslami finansa Müslüman ülkelerin yanı sıra batılı ülkelerinde ilgisi son dönemlerde artmıştır. Bunun nedenlerinden biri olarak 2008'de yaşanan küresel ekonomik krizde İslami finans ürünleri konvansiyonel ürünlere göre daha az zarar görmesidir. İslami finansın daha az

zararla krizi atlatmasındaki nedenlere bakıldığında; İslami finans ürünleri reel bir ürüne ve faaliyete dayanması, riskin yatırımcılar arasında paylaşılmasından dolayı konvansiyonel finansal işlemlere göre daha az risk içermektedir (Yıldız, 2015:1). 1990'lı yılların başında 200 milyar dolarlık bir büyüklüğe sahip olan İslami finans kesimi günümüzde yaklaşık olarak 2 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmıştır. İslami finansın büyüklüğünün 2020 yılında ise 6.5 trilyon dolara ulaşması beklenmektedir (Kahraman, 2013:56).

Bu çalışmada, ilk olarak katılım endeksi ve kurumsal yönetim endeksi hakkında bilgi verilmiştir. İkinci olarak da, performans ölçüm yöntemleri kullanılarak Katılım 30 Endeksi, Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 50 Endeksi'nin performansları karşılaştırılmıştır. İkinci kısımda çalışmanın zaman aralığında oluşturulan alt dönemlerinde endekslerin getirileri arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığına bakılmıştır. Üçüncü olarak ise analiz sonucunda elde edilen ampirik sonuçlar açıklanmıştır.

Son yıllarda İslami finans hizmetlerine olan ilgi her geçen gün artmaktadır. Ancak konuyla ilgili olarak yapılan literatür araştırmasında yapılan çalışmaların az olduğu görülmüştür. Yapılan bu çalışma ile konu ile ilgili yapılan sınırlı sayıdaki literatüre katkı sağlanması amaçlanmıştır.

### 1.1. Katılım Endeksi

Firmalar ihtiyaç duydukları finansmanın bir kısmını sermaye piyasalarından hisse senedi ihracı ile sağlamaktadırlar. Sermaye piyasalarından hisse senedi satın alan yatırımcılar temettü ve sermaye kazancı beklentisi içerisinde dirler. Hisse senedi piyasasında işlem yapan yatırımcıların bir kısmı elde ettiği gelirlerin İslami prensiplere uygun olmasını istemektedir. Bu hassasiyete sahip yatırımcıların sağlamış oldukları finansman İslami şartlara uygun faaliyet gösteren firmalar grubundan oluşan İslami endekslerde

değerlendirilmektedir (Yanpar, 2014:190). İslami endeksler İslami prensiplere göre faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinden oluşturulmaktadır. İslami endeksler oluşturulurken İslamın haram kıldığı sektörler listeden çıkarılır ve kalan şirketlerin finansal oranlarına bakılır. Finansal oranlarda yeterli olan işletmeler filtelenerek endeks kapsamına yer alır. İlk katılım fonu 1986'da oluşturulan ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Müslümanlara ve kurumlara hizmet veren Amana Gelir Fonu'dur (Barnes, 2012). İlk olarak 1998'de İslami kriterlere uygun olan halka açık 150 şirketin performanslarının izlendiği DMI 150 endeksidir. Yine aynı yıl içerisinde 500 şirketin performansının ölçüldüğü SAMI endeksi yer almaktadır (El Khamlichı vd., 2014:2). 1999 yılına gelindiğinde Dow Jones'da 34 ülkeden İslami prensiplere uygun hisse senetlerini içeren Dow Jones Islamic Index oluşturulmuştur. Yine aynı yılda 29 ülkeden İslami prensiplere uygun hisse senetlerinden oluşan Global Islamic Index Series (GIIS) oluşturulmuştur (Hussein, 2004:26). 2006 yılında S&P tarafından 70 ülkenin hisse senetlerinden oluşan Shariah Index Series ve MSCI Global Islamic Index ile Avrupa bölgesindeki şirketlerin hisse senetlerinden oluşan Stock Europe Islamic Index yer almaktadır (Yıldız, 2015:3).

Ülkemizde İslami Endeks kavramı yerine Katılım Endeksi kavramı kullanılmaktadır. Katılım Endeksi, BİST'te işlem gören İslami prensiplere uygun faaliyetler yürüten işletmelerden oluşmaktadır. Katılım Endeksinde yer alacak firmalar İslami

Endekslerde yer alacak firmaların taşıması gereken özelliklere sahip olması gerekmektedir. Gerekli kriterleri sağlayan firmalardan piyasa değeri olarak ilk 30 şirketin oluşturduğu endekse Katılım 30 Endeksi denilmektedir. Yine aynı şekilde gerekli koşulları yerine getiren piyasa değeri olarak ilk 50 şirketin oluşturduğu endekse ise Katılım 50 Endeksi denilmektedir. Katılım 30 Endeksi 06.01.2011 tarihinden itibaren, Katılım 50 Endeksi ise 09.07.2014 tarihinden itibaren BİST bünyesinde hesaplanmaktadır. Her iki endeks de, endeks değerleri endekste bulunan şirketlerin hisse senetlerinin BİST'deki fiyat hareketlerine bağlı olarak seans süresince her 10 saniyede bir hesaplanmakta ve aynı anda yayınlanmaktadır.

Tablo 1'de Katılım 30 Endeksinde yer alan şirketler, Tablo 2'de ise Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketler gösterilmiştir. Katılım 30 endeksinde ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde ortak bulunan şirket sayısı 9 tanedir. Bu şirketleri AKMGY, ALBRK, AYGAZ, ENKAI, EREGL, LOGO, PETUN, PNSUT ve TTRAK kodlu şirketlerdir.

Katılım 30 endeksinde ve BİST 50 Endeksinde ortak bulunan şirket sayısı 8 tanedir. Bu şirketler BIMAS, EKGYO, ENKAI, EREGL, FROTO, GOODY, PETKM ve TATGD kodlu şirketlerdir.

Tablo 1: Katılım 30 Endeksinde Yer alan Şirketler\*

HİSSE KODU	HİSSE ADI	HİSSE KODU	HİSSE ADI
AKCNS	Akçansa	HEKTS	Hektaş
AKMGY	Akmerkez GMYO	KONYA	Konya Çimento
ALBRK	Albaraka Türk	LOGO	Mardin Çimento
ALKIM	Alkim Kimya	MRDIN	Logo Yazılım
AYGAZ	Aygaz	NUHCM	Nuh Çimento
BIMAS	Bim Mağazalar	PETKM	Petkim
BOLUC	Bolu Çimento	PETUN	Pınar Et ve Un
BUCIM	Bursa Çimento	PNSUT	Pınar Süt
CEMTS	Çemtaş	POLHO	Polisan Holding
EGEEN	Ege Endüstri	SELEC	Selçuk Ecza Deposu

HİSSE KODU	HİSSE ADI	HİSSE KODU	HİSSE ADI
EKGYO	Emlak Konut GMYO	SODA	Soda Sanayii
ENKAI	Enka İnşaat	TATGD	Tat Gıda
EREGL	Ereğli Demir Çelik	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör
FROTO	Ford Otosan	TTRAK	Türk Traktör
GOODY	Good-Year	VESBE	Vestel Beyaz Eşya

\* 1 Nisan itibariyle

**Kaynak:** [http://www.katilimendeksi.org/subpage/19/endeks\\_sirketleri](http://www.katilimendeksi.org/subpage/19/endeks_sirketleri), Erişim (02.04.2017)

## 1.2. Kurumsal Yönetim Endeksi

BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY), Borsa İstanbul'un pay endekslerinden birisi olup, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil edildiği endekstir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D listeleri hariç) işlem gören ve uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan, her bir ana başlık için en az 6,5 olan halka açık şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları tarafından, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin değerlendirilmesi sonunda verilmektedir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, başlangıç değeri 48.082,17'dir (Borsa İstanbul, 2016).

Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum derecelendirilmesi, işletmelerin Sermaye

Piyasası Kurulu'nca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumlarının, derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve tasniflendirilmesi faaliyetidir. Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum derecelendirilmesinde bütün ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümlerine, 1 ile 10 arasında not verilir. Bu değerler arasında kalan (iki haneye kadar) küsuratlı notlar, tama iblağ edilmeden kamuya açıklanmaktadır (SPK, 2016).

Toplam derecelendirme notunu belirlemede her bir ana bölüm için SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne paralel olarak % 25 Pay Sahipleri, % 25 Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, % 15 Menfaat Sahipleri, % 35 Yönetim Kurulu şeklinde ağırlıklar kullanılır.

Tablo 2: Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer alan Şirketler

Kod	Şirket Unvanı	Kod	Şirket Unvanı
AKSGY	AKIŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	ISMEN	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
AKMGY	AKMERKEZ GAYRİMENKUL YAT. ORT. A.Ş.	IZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ALBRK	ALBARAKA TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.	MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş.
ANSGR	ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	PRKME	PARK ELK. ÜRETİM MADENCİLİK SAN. VE TİC. A.Ş.
ARCLK	ARÇELİK A.Ş.	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI A.Ş.
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
AYGAZ	AYGAZ A.Ş.	PINSU	PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
COLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
CRDFA	CREDITWEST FAKTORİNG A.Ş.	SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş.

Kod	Şirket Unvanı	Kod	Şirket Unvanı
DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.
DGGYO	DOĞUŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
GARFA	GARANTİ FAKTORİNG A.Ş.	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
GRNYO	GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GARAN	TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.
HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİC. A.Ş.	TSKB	TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş.	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.
		YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.

**Kaynak:** <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>, Erişim (25.03.2017)

Kurumsal yönetim endeksinde ve BİST 50 endeksinde ortak bulunan şirket sayısı 21 tanedir. Bu şirketler ALBRK, ARCLK, ASELS, CCOLA, DOHOL, DOAS, ENKAI, EREGL, MGROS, OTKAR, PGSUS, TAVHL, TOASO, TUPRS, TTKOM, GARAN, HALKB, TSKB, SISE, VESTL ve YAZIC kodlu şirketlerdir.

Seri: VIII, No: 51 Tebliği'nin "Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar" başlıklı 7.maddesinde derecelendirme faaliyetinin, Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetki verilen derecelendirme kuruluşları ile derecelendirme faaliyetinde

Tablo 3: Türkiye'de Kurulan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları

1)	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. ( <a href="http://www.saharating.com/">http://www.saharating.com/</a> )
2)	Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. ( <a href="http://www.kobirate.com.tr/">http://www.kobirate.com.tr/</a> )
3)	JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. ( <a href="http://www.jcravasyarating.com/">http://www.jcravasyarating.com/</a> )

**Kaynak:** SPK, <http://www.spk.gov.tr> (12.08.2016)

SPK tarafından sermaye piyasasında Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi faaliyetinde bulunabilecek kuruluşlarının listesi tablo 3'tekigibidir (SPK, 2016).

bulunması kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılacağı hüküm altına alınmıştır. Derecelendirme notu derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talep etmesi halinde verilmesi ve her yıl yenilenmesi şarttır. Asgari derecelendirme notu şartını yerine getiren şirketlerin payları, derecelendirme notunun KAP'ta yayımlandığı günü takip eden ilk iş gününde endekste yer alır (KAP'ta yarım günlerde saat 12:00 diğer günlerde ise saat 16:30'dan sonra yayımlanan bildirimler bir sonraki gün yayımlandığı kabul edilmektedir) (Saha Rating, 2016).

## 2. LİTERATÜR TARAMASI

Uluslararası ve ulusal literatürde Kurumsal Yönetim ve Katılım Endekslerinin

performansına dayalı çalışmaların bir kısmına aşağıda yer verilmiştir.

Yıldız (2015) yaptığı çalışmada 06 Ocak 2011 ile 30 Ekim 2014 tarihleri arasında Katılım 30 Endeksi ile BİST 100 Endeksi'nin risk ve getiri karakterlerini incelemiştir. Analiz dönemini alt bölümler halinde test etmiştir. Yapılan performans değerlemesinde incelenen dönemin bütününde ve alt dönemlerin büyük bölümünde katılım 30 Endeksi'nin performansının daha iyi olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre İslami filtrelemenin Katılım 30 Endeksi'nin performansında ters etki oluşturmadığı tespit edilmiştir.

Seçme vd. (2016) yaptıkları çalışmada BİST 100 endeksi ile Katılım 30 Endeksi'nin getiri performanslarını ve oynaklığını analiz etmişlerdir. Analiz sonuçlarına göre BİST 100 Endeksinin oynaklığının Katılım 30 Endeksi'nin oynaklığından daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Her iki endeksin negatif şoklara pozitif şoklardan daha fazla tepki verdiği tespit edilmiştir. BİST 100 ile Katılım 30 Endeksi arasında güçlü bir ilişki bulunmuştur. Katılım 30 Endeksi BİST 100 Endeksine göre daha başarılı olduğu sonucuna erişilmiştir.

Altın ve Çaba (2016) BİST'te işlem gören katılım endeksinin performanslarını belirlemek ve BİST'te işlem gören tüm sektör endeksleri ile BİST 100 normalüstü getiri açısından değerlendirilmesi yapılmıştır. Çalışmada 01.01.2015 ve 31.12.2015 dönem aralığına ilişkin günlük veriler kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre katılım endeksleri piyasa getirisi üzerinde bir performans göstermiştir. Katılım endeksleri ile normalüstü getiri sağlanmıştır.

Atta (2000) 1996 ile 1999 yılları arasında Datastream Küresel Endeksi ile Dow Jones İslami Piyasa Endeksi'ndeki getirileri karşılaştırmıştır. CAPM, Sharpe ve Treynor performans sonuçlarına göre Dow Jones İslami Piyasa Endeksi üstün getiri sağlamıştır.

Ülev ve Özdemir (2015) yaptıkları çalışmada 2011-2014 dönemleri arasında Katılım 30 endeksi, BİST 100 endeksi ve piyasa faiz oranları arasındaki ilişkinin varlığını ve yönünü Toda-Yamamoto nedensellik testi kullanarak test etmiştir. Sonuç olarak Katılım endeksi ile piyasa faiz oranları arasında bir nedensellik ilişkisi bulunamamasına karşın BİST100 endeksi ile faiz oranları arasında, faiz oranlarından BİST100'e doğru bir nedensellik ilişkisi belirlenmiştir.

Saldanlı (2012) çalışmasında Eylül 2007 ile Eylül 2010 arasında Kurumsal Yönetim endeksi ile BİST100, BİST50 ve BİST30 Endekslerinin performans değerlerini karşılaştırmıştır. Analiz sonuçlarına göre en iyi performansı sırasıyla BİST 30, BİST 50 ve BİST 100 sergilemiştir. Kurumsal Yönetim endeksinin performansı ise en düşük performansı sergileyen endeks olmuştur.

Dağlı vd. (2010) yapmış oldukları çalışmada Eylül 2007 ile Kasım 2009 arasında Kurumsal Yönetim endeksi ile BİST 100, BİST 50, BİST30 ve BİST TUM Endekslerinin performanslarını karşılaştırmıştır. Analiz sonuçlarına göre en iyi performansı sırasıyla BİST 30, BİST 50, BİST 100 ve Kurumsal yönetim endeksi sergilemiştir.

Zamri ve Haslındar (2002) Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası'nda (KLSE) Nisan 1999 ile Ocak 2002 tarihleri arasında Syariah Endeksi (SI) ve Bileşik Endeks (CI) performanslarını karşılaştırmıştır. Çalışma dönemini iki alt döneme ayırmıştır. Yapılan analiz sonucu her iki endeksin performanslarında belirgin bir farka rastlanılmamıştır.

El Khamlichi vd. (2014) yaptıkları çalışmada endeksler arasında eş-bütünleşme ilişkisi olup olmadığını incelemiştir. Örneklem olarak, İslami Endeks ile dört ana endeks (Dow Jones, FTSE, S&P, MSCI) seçilmiştir. Bulgularına göre, İslami endeks diğer endeksler ile aynı düzeyde etkinliğe sahiptir; FTSE ve MSCI endeksleri, diğerlerine göre verimlilikleri en düşük olan endekslerdir. Eş-bütünleşme analizi

sonuçlarına göre Dow Jones ve S&P Endeksleri arasında eş-bütünleşme ilişkisi bulunamamıştır.

Asutay ve Hendranastiti (2015) yapmış oldukları çalışmada İslami portföy ile Sosyal Sorumluluk Yatırımlarının (SRI) oluşan portföyün performans karşılaştırmasını yapmıştır. Performans ölçümünde Sharpe oranı, Treynor oranı ve Jensen alfa performans ölçüm yöntemlerinden yararlanılmıştır. Sonuç olarak İslami portföyün 2008-2010 yılları arasında SRI'dan daha iyi performans gösterdiği görülmüştür.

Jawadi vd. (2014) yaptıkları çalışmada 2000-2011 yılları arasında Dünya, Avrupa ve Amerika olmak üzere toplamda üç bölge için İslami ve konvansiyonel endekslerin performanslarını ölçmüşlerdir. 2008 küresel mortgage krizinden önce konvansiyonel endeksler daha iyi performans sergilerken kriz sonrası İslami endeksler daha iyi performansa sahip olduğu gözlenmiştir.

Al-Khazali vd. (2014) DJIMI endeksi ile aynı sayıda DJ'a ait konvansiyonel benzer endekslerin 1996-2012 yılları arası performanslarını Stochastic Dominance analiz yöntemiyle incelemişlerdir. İncelenen dönem farklı piyasa trendlerine göre 3 alt döneme ayırmışlardır. Çalışmanın sonucunda, global ekonomik kriz döneminde İslami Endekslerin konvansiyonel benzerlerine göre daha iyi performans sergilediklerini bulmuşlardır.

Dharani ve Natarajan (2011) Hindistan'daki konvansiyonel 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.

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.

Hassan ve Girard (2011) ise 1996-2005 dönemleri için 7 adet DJIMI endeksi ve benzer konvansiyonel 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 konvansiyonel eşleniklerine göre daha düşük performans gösterdiklerini tespit etmişlerdir. Fakat bu farklılıklar istatistiki olarak anlamlı değildir.

Ho vd. (2014) yaptıkları çalışmada kriz dönemlerinde İslami endeksler ile konvansiyonel endekslerin performanslarının karşılaştırmışlardır. Çalışmayı dört alt dönemde riske karşı düzeltilmiş performans teknikleri kullanarak değerlendirmişlerdir. Çalışmanın elde edilen sonuçlarına göre kriz dönemlerinde İslami endeksler konvansiyonel endekslere göre daha başarılı olduğu görülmüştür. Bu açıdan İslami endeksler, kriz dönemlerinde yatırımcılar için alternatif yatırımlar sunmaktadır.

Rana ve Akhter (2015) Temmuz 2008 ile Kasım 2013 tarihleri arasında Pakistan için hem İslami hisse senetlerinin hemde konvansiyonel hisse senetlerinin oynaklığının faiz ve döviz kuru ile ilişkisini araştırmışlardır. Sonuç olarak faiz oranları KSE-100 üzerinde pozitif anlamlı etkiye sahip iken KMI-30'da aynı etkiye sahip değildir. Döviz kurundaki oynaklığın hem konvansiyonel hemde İslami endeksler için önemli olduğu bulunmuştur.

Albaity ve Ahmad (2008) yaptıkları çalışmada 1999-2005 yılları arasında yaptıkları çalışmada Kuala Lumpur Şeriat Endeksi ile Kuala Lumpur Bileşik Endeksi arasında performans karşılaştırması

yapmışlardır. Sonuç olarak her iki endeksin ilgili dönemler arasında istatistiki olarak anlamlı farklılıklarının olmadığı sonucuna erişmişler.

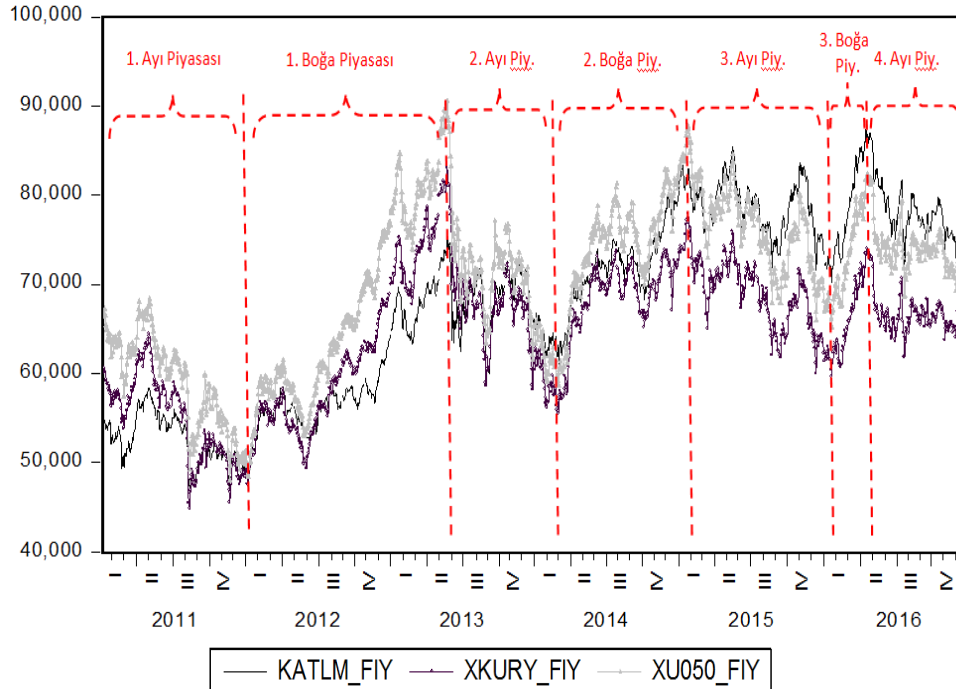
Abbes (2012) Haziran 2002 ile Nisan 2012 tarihleri arasındaki yaptığı çalışmada 35 endeksten yararlanarak İslami endeksler ile konvansiyonel endekslerin performans karşılaştırmasını yapmıştır. Sonuç olarak Müslüman yatırımcılar mali performanslarından ödün vermeksizin dini inançlarına uygun olarak pasif stok yatırımı yapabilir. Çünkü İslami endeksler ile konvansiyonel endeksler arasında performans farklılığının olmadığı sonucuna tespit etmiştir.

### 3. VERİLER VE YÖNTEM

Çalışmada Katılım Bankacılığı prensiplerine uygun şekilde oluşturulan Katılım 30 Endeksi ve Kurumsal Yönetim

Endeksi ile BİST 50 Endeksi'nin performansları riske göre düzeltilmiş teknikler kullanılarak karşılaştırması amaçlanmaktadır. Çalışmanın inceleme dönemi olarak 10.01.2011 ile 22.12.2016 tarihleri arası belirlenmiştir. Belirlenen tarihler arasında endekslerin gün sonu kapanış değerlerinin alındığı 1500 adet günlük veri kullanılmıştır.

Çalışmanın belirlenen tarihleri arasında ayı ve boğa piyasalarının performanslarını görebilmek amacıyla çalışma 4 ayı piyasası ve 3 boğa piyasası olmak üzere 7 alt döneme ayrılmıştır. (10.01.2011 - 09.01.2012) arası birinci ayı piyasası, (10.01.2012 - 22.05.2013) birinci boğa piyasası, (23.05.2013 - 03.03.2014) ikinci ayı piyasası, (04.03.2014 - 26.01.2015) ikinci boğa piyasası, (27.01.2015 - 21.01.2016) üçüncü ayı piyasası, (22.01.2016 - 18.04.2016) üçüncü boğa piyasası, (19.04.2016 - 22.12.2016) dördüncü ayı piyasası olarak belirlenmiştir.

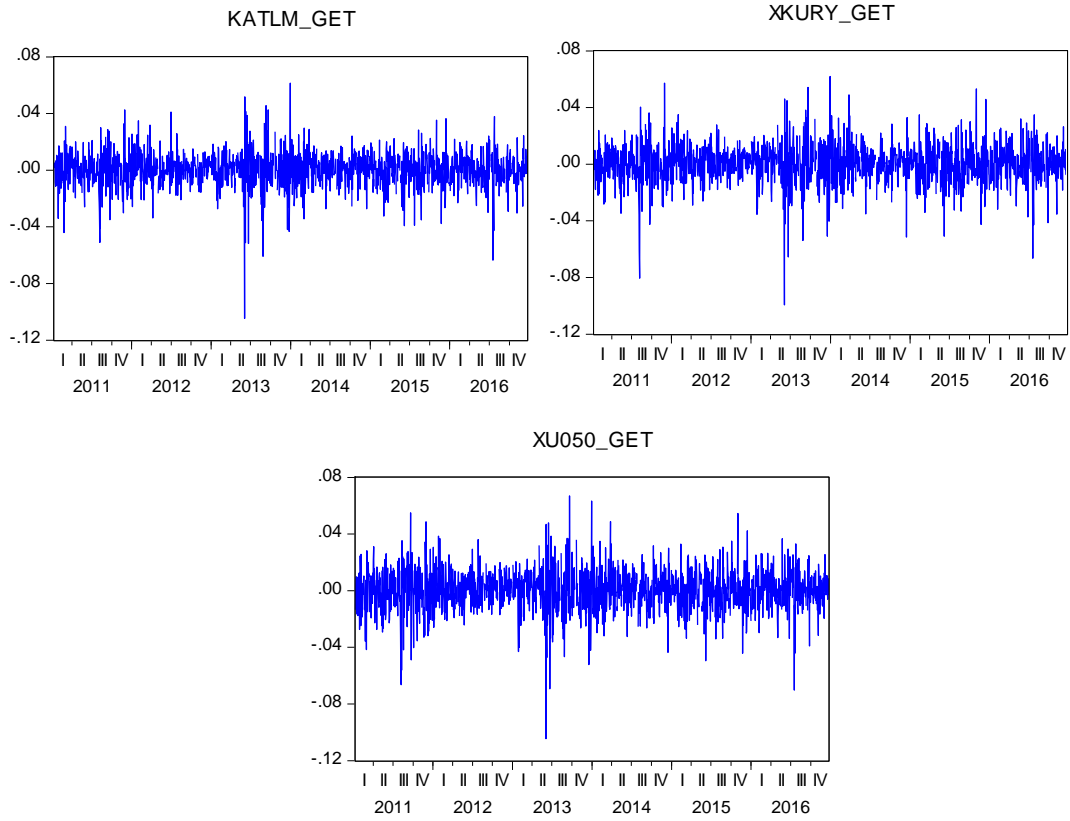


Grafik 1: 10.01.2011-22.12.2016 Arası Katılım 30 Endeksi, Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 50 Endeksi'nin Kapanış Fiyatları

Çalışmada risksiz faiz oranı olarak, ilgili dönem için hazine bonosunun gün ortalaması yıllık bileşik faizi, günlüğe çevrilerek kullanılmıştır. Karşılaştırma ölçütü olarak BİST 100 Endeksi alınmıştır. Çalışmada yararlanılan veriler Bloomberg veri tabanından elde edilmiştir.

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

Endekslerin günlük getirileri aşağıdaki formül (1)'e göre hesaplanmıştır.  $R_i$ : i endeksinin günlük getirisi,  $R_t$ : i endeksinin t günündeki gün sonu değeri,  $R_{t-1}$ : i endeksinin (t-1) günündeki gün sonu değerini göstermektedir. Grafik 2'de Katılım 30 Endeksi, Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 50 Endeksi'nin getirileri gösterilmektedir.



Grafik 2: 11.01.2011-22.12.2016 Arası Katılım 30 Endeksi, Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 50 Endeksi'nin Getiri verileri

Endekslerin performanslarını değerlendirmek için riske karşı düzeltilmiş performans yöntemlerinden olan Sharp oranı, Treynor oranı ve Jensen ölçütü kullanılmıştır.

Sharpe oranı (1966), riske göre düzeltilmiş performans ölçme tekniklerinden birisidir ve risksiz faiz oranı üstündeki beklenen getiriyi gösterir. Sharpe oranının yüksek olması istenilmektedir. İki alternatif arasında seçim yapılırken, yüksek olan

tercih edilmektedir. Yüksek Sharpe oranı için yükselen getiri veya düşen standart sapmanın olması gerekir. Sharpe oranı formül (2)'deki gibi hesaplanmaktadır.  $S_e$ : sharp oranını,  $R_e$ : endeks getirisini,  $R_f$ : risksiz faiz oranını,  $\sigma_e$ : endeksin standart sapmasını göstermektedir

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

Treynor Endeksi (1965) sharpe endeksinde portföyün toplam riski dikkate alınırken Treynor endeksinde sistematik risk dikkate alınmaktadır. Sistematik risk birimi başına getiriyi ölçen bu yöntemde, portföyler iyi şekilde çeşitlendirilmiş olarak kabul edilmekte, riskin farklılaşabilirliği göz ardı edilmektedir (Korkmaz ve Uyguntürk, 2007:72). Treynor endeksi formül (3)'deki gibi hesaplanmaktadır. Treynor endeksinin yüksek olması endeks performansının iyi olduğu anlamına gelir.  $T_e$ : treynor oranını,  $R_e$ : endeks getirisini,  $R_f$ : risksiz faiz oranını,  $\beta_e$ : endeksin betasını göstermektedir.

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

Jensen Ölçütü (1968) ise herhangi bir portföyün menkul kıymet pazar doğrusundan sapmasını ölçen ve "Jensen alfası" olarak bilinen performans ölçme tekniğidir. Sharpe ve Treynor yöntemleri portföy risklerini ölçerken nispi bir sıralama yapmaktadır. Oysa Jensen ölçütü riski dikkate alarak mutlak bir sıralama ortaya

koymaktadır. Diğer bir ifade ile Jensen ölçütü herhangi bir portföyün menkul kıymet pazar doğrusundan sapmasını ölçmektedir. Jensen makalesinde bu ölçütü FVFM'ne dayandırmıştır. Jensen bu ölçütü portföyün ek getirisine, portföyün pazar portföyüne olan duyarlılığına ve pazarın ek getirisi ile tesadüfi hata terimine bağlamıştır (Seçme vd., 2016:118). Jensen ölçütü formül (3)'deki gibi gösterilmektedir.  $R_e$ : endeks getirisini,  $R_f$ : risksiz faiz oranını,  $R_m$ : karşılaştırma ölçütü olan endeksin getirisini (çalışmada BİST 100 alınmıştır),  $\beta_e$ : endeksin betasını,  $U_e$ : hata payını ifade etmektedir.

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

### 3.1 Endeks Performans Sonuçları

Katılım 30 Endeksi, Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 50 Endeksi için sırasıyla tanımlayıcı istatistiklerin bulunması, her üç endeks için getiri açısından fark olup olmadığını tespit etmek ve endeks performanslarının değerlendirilmesi analizleri yapılmıştır.

Tablo 4: Endeks Getirilerine Ait Bütün Dönemi ve Alt Dönemi Kapsayan Tanımlayıcı İstatistikler

Endeksler	Ort. Get	Std. Sapma	Min Getiri	Maks. Getiri	Çarpıklık	Basıklık	Gözlem
<b>Bütün Dönem 10/01/2011 – 22/12/2016</b>							
<b>Katılım 30</b>	0.000327	0.012342	-0.104608	0.061546	-0.664610	8,957625	1500
<b>Kur. Yön.</b>	0.000197	0.015618	-0.103300	0.071500	-0.337574	5,852738	1500
<b>BİST 50</b>	0.000174	0.015029	-0.104462	0.066871	-0.407252	6,238384	1500
<b>Birinci Ayı Piyasası Dönemi (10/01/2011 – 09/01/2012)</b>							
<b>Katılım 30</b>	-0.00034	0.013235	-0.050915	0.042589	-0.334575	4,353536	254
<b>Kur. Yön.</b>	-0.00118	0.018330	-0.068700	0.059300	-0.328558	3,979744	254
<b>BİST 50</b>	-0.00115	0.017398	-0.066386	0.055001	-0.368586	4,028447	254
<b>Birinci Boğa Piyasası (10/01/2012 – 22/05/2013)</b>							
<b>Katılım 30</b>	0.001321	0.009167	-0.033828	0.040998	0.170279	5,013847	346
<b>Kur. Yön.</b>	0.001963	0.011959	-0.044200	0.041300	-0.111039	4,018022	346
<b>BİST 50</b>	0.001872	0.011276	-0.042907	0.038485	-0.128808	4,068750	346
<b>İkinci Ayı Piyasası (23/05/2013 – 03/03/2014)</b>							
<b>Katılım 30</b>	-0.00089	0.019045	-0.104608	0.061546	-0.706138	8,023059	194
<b>Kur. Yön.</b>	-0.00203	0.021917	-0.103300	0.071500	-0.229547	5,656124	194
<b>BİST 50</b>	-0.00201	0.021224	-0.104462	0.066871	-0.312632	6,081722	194
<b>İkinci Boğa Piyasası (04/03/2014 – 26/01/2015)</b>							
<b>Katılım 30</b>	0.001410	0.009363	-0.027328	0.029756	-0.238107	3,645492	225
<b>Kur. Yön.</b>	0.001984	0.013004	-0.041800	0.053800	0.091117	4,124127	225
<b>BİST 50</b>	0.001864	0.012300	-0.043630	0.048716	-0.021194	4,224532	225
<b>Üçüncü Ayı Piyasası (27/01/2015 – 21/01/2016)</b>							
<b>Katılım 30</b>	-0.00059	0.011714	-0.039217	0.036319	-0.323750	4235197	250
<b>Kur. Yön.</b>	-0.00110	0.014747	-0.050400	0.054800	0.112410	3891923	250
<b>BİST 50</b>	-0.00108	0.014449	-0.049407	0.054580	0.105072	4013851	250

<b>Üçüncü Boğa Piyasası (22/01/2016 – 18/04/2016)</b>							
<b>Katılım 30</b>	0.00344	0.009463	-0.023095	0.021938	-0.423169	3,060046	62
<b>Kur. Yön.</b>	0.00384	0.012958	-0.030700	0.028000	-0.233850	2,793209	62
<b>BİST 50</b>	0.00383	0.012586	-0.029665	0.026372	-0.255290	2,802700	62
<b>(19.04.2016 – 22.12.2016) Dördüncü Ay Piyasası</b>							
<b>Katılım 30</b>	-0.00051	0.011905	-0.063608	0.037844	-1,026418	8,16383	169
<b>Kur. Yön.</b>	-0.00056	0.013737	-0.067100	0.037900	-0.713964	6,57357	169
<b>BİST 50</b>	-0.00055	0.013657	-0.070129	0.036651	-0.816735	7,17894	169

Tablo 4'te, endekslere ait bütün dönemin ve alt dönemleri kapsayan tanımlayıcı istatistikler gösterilmiştir. Tanımlayıcı istatistiklere göre, çalışma döneminin tümü için Katılım 30 endeksinin ortalama getirisi Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 50 Endeksinin ortalama getirisinden yüksektir. Yine çalışma döneminin tümü ve alt dönemler için Katılım 30 Endeksinin standart sapması Kurumsal Yönetim Endeksinin ve BİST 50 Endeksinin standart sapmasından küçüktür. Alt dönemler incelendiğinde artan ve azalan piyasa durumuna göre endeksler arasındaki farklılık göze çarpmaktadır. Alt dönemlerin tamamı dikkate alındığında azalan piyasa dönemlerinde Katılım 30 Endeksi, Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 50 Endeksi ile karşılaştırıldığında en az kaybeden endeks konumundadır. Alt

dönemlerin tamamı dikkate alındığında artan piyasa dönemlerinde Kurumsal Yönetim Endeksinin ortalama getirisi Katılım 30 Endeksi ve BİST 50 Endeksinden fazladır. Çalışma döneminin tümü ve alt dönemleri için çarpıklık ve basıklık değerleri dikkate alındığında üçüncü boğa dönemi hariç normal dağılımın olmadığı söylenebilir. Tablo 5'e bakıldığında üç endeksin getirileri arasındaki korelasyon gösterilmektedir. Katılım 30 Endeksi ile Kurumsal Yönetim endeksi arasındaki korelasyon (0.8632), Katılım 30 Endeksi ile BİST 50 Endeksi arasındaki korelasyon (0.8803) ve Kurumsal Yönetim Endeksi ile BİST 50 Endeksi arasındaki korelasyon ise (0.9515) dir. Endeksler arasında güçlü bir ilişkinin olduğu söylenebilir.

Tablo 5: Endeks Getirileri Arasındaki Korelasyon

	<b>Katılım 30</b>	<b>Kur. Yön.</b>	<b>BİST 50</b>
<b>Katılım 30</b>	1		
<b>Kur. Yön.</b>	0.8632	1	
<b>BİST 50</b>	0.8803	0.9515	1

Çalışmanın tanımlayıcı test değerlerinden sonra Katılım 30 Endeksi, Kurumsal Yönetim Endeksi ve BİST 50 Endekslerinin

ortalama getirileri arasında istatistiki olarak anlamlı fark olup olmadığına ANOVA testi kullanılarak bakılmıştır.

Tablo 6: Endeks Getirilerine Ait Bütün Dönemi ve Alt Dönemleri Kapsayan Ortalama Getiri Farkı için ANOVA testi

<b>Endeksler</b>	<b>df</b>	<b>F</b>	<b>Sig.</b>
<b>Bütün Dönem 10/01/2011 – 22/12/2016</b>			
<b>Katılım 30 - Kur. Yön. - BİST 50</b>	2 4497	0,057	0,945
<b>Birinci Ay Piyasası Dönemi (10/01/2011 – 09/01/2012)</b>			
<b>Katılım 30 - Kur. Yön. - BİST 50</b>	2 759	0,180	0,836
<b>Birinci Boğa Piyasası (10/01/2012 – 22/05/2013)</b>			
<b>Katılım 30 - Kur. Yön. - BİST 50</b>	2 1035	0,256	0,774

<i>İkinci Ayı Piyasası (23/05/2013 – 03/03/2014)</i>			
<b>Katılım 30 - Kur. Yön. - BİST 50</b>	2 579	0,177	0,837
<i>İkinci Boğa Piyasası (04/03/2014 – 26/01/2015)</i>			
<b>Katılım 30 - Kur. Yön. - BİST 50</b>	2 672	0,098	0,907
<i>Üçüncü Ayı Piyasası (27/01/2015 – 21/01/2016)</i>			
<b>Katılım 30 - Kur. Yön. - BİST 50</b>	2 742	0,088	0,916
<i>Üçüncü Boğa Piyasası (22/01/2016 – 18/04/2016)</i>			
<b>Katılım 30 - Kur. Yön. - BİST 50</b>	2 183	0,024	0,976
<i>(19.04.2016 – 22.12.2016) Dördüncü Ayı Piyasası</i>			
<b>Katılım 30 - Kur. Yön. - BİST 50</b>	2 504	0,012	0,988

Tablo 6'ya göre, analiz edilen dönemin bütününde ve alt dönemlerinde endekslerin ortalama getirileri arasında % 95 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir fark ( $p > 0,05$ ) olmadığı tespit edilmiştir. Tablo 6'da Kurumsal Yönetim Endeksi, Katılım 30

Endeksi ve BİST 50 Endekslerinin incelenen dönemlerde pozitif ve negatif günlük getiri sayıları gösterilmiştir.

Tablo 7: Endeks Günlük Getirilerine Ait Bütün Dönemi ve Alt Dönemleri Kapsayan Pozitif ve Negatif Gün Sayıları

Endeksler	Pozitif Gün Sayısı	%	Negatif Gün Sayısı	%
<i>Bütün Dönem 10/01/2011 – 22/12/2016</i>				
<b>Katılım 30</b>	804	53,60	696	46,40
<b>Kur. Yön.</b>	794	52,93	706	47,07
<b>BİST 50</b>	780	52,00	720	48,00
<i>Birinci Ayı Piyasası Dönemi (10/01/2011 – 09/01/2012)</i>				
<b>Katılım 30</b>	130	51,18	124	48,82
<b>Kur. Yön.</b>	129	50,79	125	49,21
<b>BİST 50</b>	125	49,21	129	50,79
<i>Birinci Boğa Piyasası (10/01/2012 – 22/05/2013)</i>				
<b>Katılım 30</b>	203	58,66	143	41,33
<b>Kur. Yön.</b>	206	59,54	140	40,46
<b>BİST 50</b>	204	58,96	142	41,04
<i>İkinci Ayı Piyasası (23/05/2013 – 03/03/2014)</i>				
<b>Katılım 30</b>	89	45,88	105	54,12
<b>Kur. Yön.</b>	91	46,91	103	53,09
<b>BİST 50</b>	87	44,85	107	55,15
<i>İkinci Boğa Piyasası (04/03/2014 – 26/01/2015)</i>				
<b>Katılım 30</b>	126	56,00	99	44,00
<b>Kur. Yön.</b>	133	59,11	92	40,89
<b>BİST 50</b>	124	55,11	101	44,89
<i>Üçüncü Ayı Piyasası (27/01/2015 – 21/01/2016)</i>				
<b>Katılım 30</b>	127	50,80	123	49,20
<b>Kur. Yön.</b>	117	46,80	133	53,20
<b>BİST 50</b>	121	48,40	129	51,60
<i>Üçüncü Boğa Piyasası (22/01/2016 – 18/04/2016)</i>				
<b>Katılım 30</b>	44	70,97	18	29,03
<b>Kur. Yön.</b>	45	73,77	17	27,86
<b>BİST 50</b>	40	64,52	22	35,48
<i>(19.04.2016 – 22.12.2016) Dördüncü Ayı Piyasası</i>				
<b>Katılım 30</b>	85	50,3	84	49,7
<b>Kur. Yön.</b>	77	45,56	92	54,44
<b>BİST 50</b>	79	46,75	90	53,25

Tablo 7'ye göre, analiz edilen dönemin bütününde üç endekste 1500 günün yarısından fazlasında pozitif getiri sağlamıştır. En fazla getiri pozitif getiri sağlayan endeks 804 gün ile Katılım 30 Endeksi dir. Alt dönemlere bakıldığında azalan piyasa dönemlerinde Katılım 30 Endeksi en fazla pozitif getiri gün sayısına sahip olduğu görülmektedir. Yine alt dönemlere bakıldığında yükselen piyasa dönemlerinde Kurumsal yönetim endeksi en fazla pozitif getiri gün sayısına sahip olduğu görülmektedir. Katılım 30 Endeksi, BİST 50 Endeksi ile karşılaştırıldığında Katılım 30 Endeksinin çoğu durumda BİST

50 Endeksinden fazla pozitif getirili güne sahip olduğu görülmektedir.

Çalışmanın son kısmında Kurumsal Yönetim Endeksi, Katılım 30 Endeksi ve BİST 50 Endeksleri için riske göre düzeltilmiş üç yönteme göre performans değerlendirme sonuçları Tablo 7'de ortaya konulmuştur. Bütün dönem ve alt dönem için yapılan hesaplamalarda karşılaştırma ölçütü olarak BİST 100 Endeksi kullanılmıştır. Ayrıca risksiz faiz oranı olarak da altı aylık hazine faiz oranı bileşik faiz faktörü dikkate alınarak günlük olarak hesaplanmıştır.

Tablo 8: Endekslerin Getirilerine Ait Bütün Dönemi ve Alt Dönemleri Kapsayan Riske Göre Düzeltilmiş Performans Yöntem Sonuçları

Endeksler	Sharpe Oranı	Treynor Endeks	Jensen Alfa	Beta
<b>Bütün Dönem 10/01/2011 – 22/12/2016</b>				
<b>Katılım 30</b>	-0,01160	- 0,00019	0,00007	0,745395
<b>Kur. Yön.</b>	-0,02024	- 0,00031	- 0,00002	0,913373
<b>BİST 50</b>	-0,01973	- 0,00029	- 0,00001	1,023629
<b>Birinci Ayı Piyasası Dönemi (10/01/2011 – 09/01/2012)</b>				
<b>Katılım 30</b>	-0,06034	- 0,00114	0,00031	0,70134
<b>Kur. Yön.</b>	-0,08558	- 0,00157	0,00001	0,82050
<b>BİST 50</b>	-0,09241	- 0,00155	0,00003	1,03426
<b>Birinci Boğa Piyasası (10/01/2012 – 22/05/2013)</b>				
<b>Katılım 30</b>	0,09931	0,00141	- 0,00003	0,64632
<b>Kur. Yön.</b>	0,12356	0,00148	0,00002	0,85149
<b>BİST 50</b>	0,12970	0,00141	- 0,00005	1,03416
<b>İkinci Ayı Piyasası (23/05/2013 – 03/03/2014)</b>				
<b>Katılım 30</b>	-0,07165	- 0,00161	0,00068	0,84552
<b>Kur. Yön.</b>	-0,11696	- 0,00249	- 0,00008	0,93801
<b>BİST 50</b>	-0,11683	- 0,00244	- 0,00003	1,01400
<b>İkinci Boğa Piyasası (04/03/2014 – 26/01/2015)</b>				
<b>Katılım 30</b>	0,10019	0,00143	0,00003	0,65491
<b>Kur. Yön.</b>	0,09553	0,00120	-0,00017	0,92066
<b>BİST 50</b>	0,11323	0,00136	- 0,00003	1,02558
<b>Üçüncü Ayı Piyasası (27/01/2015 – 21/01/2016)</b>				
<b>Katılım 30</b>	- 0,09731	- 0,00151	0,00003	0,75387
<b>Kur. Yön.</b>	- 0,10502	- 0,00151	0,00005	0,99706
<b>BİST 50</b>	- 0,11239	- 0,00159	- 0,00003	1,02017
<b>Üçüncü Boğa Piyasası (22/01/2016 – 18/04/2016)</b>				
<b>Katılım 30</b>	0,30579	0,00410	0,00061	0,70539
<b>Kur. Yön.</b>	0,24509	0,00304	- 0,00020	0,98133
<b>BİST 50</b>	0,26274	0,00321	- 0,00003	1,02908
<b>(19.04.2016 – 22.12.2016) Dördüncü Ayı Piyasası</b>				
<b>Katılım 30</b>	- 0,08333	- 0,00123	- 0,00016	0,80879
<b>Kur. Yön.</b>	- 0,06082	- 0,00083	0,00020	0,98373
<b>BİST 50</b>	- 0,07527	- 0,00101	0,00002	1,01442

Tablo 8'e göre bütün dönemler dikkate alındığında Sharpe oranı, Treynor endeksi, Jensen alfa ve risk ölçütü olan Beta değerine göre en iyi performans Katılım 30

Endeksine aittir. Katılım 30 Endeksinden sonra BİST 50 daha sonrada Kurumsal Yönetim Endeksi gelmektedir. Birinci ayı piyasası döneminde bütün endeksler negatif

performans göstermiştir. Negatif performans gösteren endekslerin içerisinde en iyi performans Katılım 30 Endeksi olmuştur. Birinci boğa piyasası döneminde en iyi performans gösteren endeks Kurumsal Yönetim Endeksi olmuştur. İkinci ayı piyasası döneminde bütün endeksler negatif performans göstermiş olup endeksler içerisinde en iyi performans Katılım 30 Endeksine aittir. İkinci boğa piyasası döneminde en iyi performans BİST 50 Endeksine aittir. Üçüncü ayı piyasası döneminde bütün endeksler yine negatif performans göstermiş olup endeksler içerisinde en iyi performans Katılım 30 Endeksine aittir. Üçüncü boğa piyasası döneminde en iyi performansı sırasıyla Katılım 30 Endeksi, BİST50 ve Kurumsal Yönetim Endeksi göstermiştir. Dördüncü Ayı piyasası döneminde bütün endeksler negatif performans göstermiştir. Negatif performans gösteren endekslerin içerisinde en iyi performansı Kurumsal Yönetim Endeksi göstermiştir. Çalışmanın bütün dönemlerinde ve alt dönemlerinde risk ölçütü olan Beta değerine bir karşılaştırılma yapıldığında en düşük Beta değeri Katılım 30 Endeksinde olduğu görülmektedir. Bu açıdan Katılım 30 Endeksi daha az riskli bir yapıya sahip olduğu söylenebilir. Genel olarak bakıldığında artış gösteren piyasalarda endeksler pozitif performans gösterirken azalış gösteren piyasalarda endeksler negatif performans göstermektedir.

#### 4. SONUÇ

Katılım bankaları ilkelerine göre düzenlenen katılım endeksleri dünya çapında uzun yıllardır var olmasına rağmen ülkemizde 2011 yılından bugüne hızlı bir büyüme göstermiştir. Son dönemlerde öne çıkan bir diğer endeks kurumsal yönetim endeksidir. Gerek katılım endeksi gerekse kurumsal yönetim endeksi BİST’de ki diğer sektör endekslerinden farklı olarak daha homojen olan endekslerdir. Bu açıdan, bu çalışmada Kurumsal Yönetim Endeksi ve İslami prensiplere uygun hisse senetlerinden oluşan katılım 30 Endeksi ile

BİST 50 Endeksi’nin 10 Ocak 2011 ile 22 Aralık 2016 tarihleri arasındaki risk ve getiri karakterleri incelenmiştir. Çalışma dönemi üç artan ve dört azalan piyasa dönemi olmak üzere yedi alt döneme ayrılmıştır.

Çalışmada performans değerlendirme ölçütlerinden olan Sharpe oranı, Treynor Endeksi, Jensen Alfa ve Beta ölçütlerine göre endekslerin performans karşılaştırılması yapılmıştır. Katılım 30 Endeksinin analiz yapılan tüm dönemler ve alt dönemlerde Beta ölçütüne değerlendirildiğinde en az riske sahip endeks olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla birlikte Katılım 30 Endeksinin azalan piyasalar döneminde diğer endeksler olan BİST 50 ve Kurumsal Yönetim Endeksine göre daha az kayıp, diğer bir ifade ile daha az negatif performans sergilediği görülmüştür. Katılım 30 Endeksi diğer iki endekse göre getirilerin pozitif kapatıldığı gün sayısı olarak önde olan bir endekstir. Bu açıdan Katılım 30 Endeksi yatırımcılar için yatırım portföylerinde bulundurabilecekleri bir alternatiftir.

Endekslerin getirileri arasında bütün dönemler dikkate alındığında ve alt dönemler dikkate alındığında % 95 güvenirlilik düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bir farklılığın olmadığı tespit edilmiştir. Üç endeksin getirileri bakımından aralarındaki korelasyonunun yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Sonuç olarak Katılım 30 Endeksinin BİST 50 ve Kurumsal Yönetim Endeksi gibi endekslerle karşılaştırıldığında yatırımcısı için alternatif yatırım olanakları ortaya koymaktadır. Özellikle azalan piyasa dönemlerinde Katılım 30 Endeksi yatırımcısı için portföy oluşturmada, portföyün çeşitlendirilmesinde ve portföy riskinin azaltılması anlamında dikkate alınması gereken önemli bir endeks olduğu söylenebilir. İslami hassasiyetleri olan yatırımcılar açısından Katılım 30 Endeksi, finansal performans kaybı olmadan gönül rahatlığıyla yatırımcıların yatırım yapabilmelerine imkan sağlamaktadır.

**KAYNAKÇA**

1. ABBES, M. B. (2012) Risk and return of Islamic and conventional indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*, 5(1), 1-23.
2. ALBAITY, M. ve Ahmad, R. (2008) Performance of Syariah and composite indices: Evidence from Bursa Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 4(1), 23-43.
3. AL-KHAZALI, O., Lean, H. H., & Samet, A. (2014). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A stochastic dominance approach. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 29-46.
4. ASUTAY, M. ve Hendranastiti, N. D. (2015) Comparison of portfolio selection and performance: shari'ah-compliant and socially responsible investment portfolios. *Indonesian Capital Market Review*.
5. ATTA, H. (2000) Ethical Rewards. Published Master's Thesis, Durham University, UK.
6. BARNES, J. (2012) A Values-Based Value Investor, *CFA Magazine*, May-June.
7. Borsa İstanbul, <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> , (12.08.2016)
8. DAĞLI, H., Ayaydin, H. ve Eyüboğlu, K. (2010). Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi: Türkiye Örneği. *Journal of Accounting & Finance*, (48).
9. DHARANI, M. ve Natarajan, P. (2011) Equanimity of risk and return relationship between Shariah index and general index in India, *Journal of Economics and Behavioral Studies*, Vol. 2, No. 5, pp. 213-222.
10. El KHAMLI, A., Sarkar, K., Arouri, M. ve Teulon, F. (2014). Are Islamic equity indices more efficient than their conventional counterparts? Evidence from major global index families. *Journal of Applied Business Research*, 30(4), 1137.
11. HASSAN, K. ve Girard, E. (2011) Faith-Based Ethical Investing: The Case of Dow Jones Islamic Indexes, *Networks Financial Institute, Indiana State Uni. , 2011-WP-06*.
12. HO, C. S. F., Rahman, N. A. A., Yusuf, N. H. M. ve Zamzamin, Z. (2014) Performance of global Islamic versus conventional share indices: International evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 110-121.
13. HUSSEIN, K. (2004) Ethical investment: empirical evidence from FTSE Islamic index, *Islamic Economic Studies*, 12(1), 21-40.
14. JAWADI, F., Jawadi, N. ve Louhichi, W. (2014) Conventional and Islamic stock price performance: An empirical investigation. *International Economics*, 137, 73-87.
15. JENSEN, M. C. (1968) The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, *The Journal of Finance* , 23 (2), pp: 389-416.
16. KAHRAMAN, A. (2013) KPMG Gündem Dergisi, 56-58.
17. KORKMAZ, T. ve Uyguntürk, H. (2007) Türkiye'deki Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümü ve Fon Yöneticilerinin Zamanlama Yeteneği, *Akdeniz Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı 14, pp. 66-93.
18. RANA, M. E. ve Akhter, W. (2015) Performance of Islamic and conventional stock indices: empirical evidence from an emerging economy. *Financial Innovation*, 1(1), 15.

19. SALDANLI, A. (2012) Kurumsal Yönetim Endeks Performansının Analizi, *The International Journal of Economic and Social Research*, Vol:8, Year:8, Special Issue,8:137-154.
20. SEÇME, O., Aksoy, M. ve Uysal, Ö. (2016) Katılım Endeksi Getiri, Performans ve Oynaklığının Karşılaştırmalı Analizi. *Journal of Accounting & Finance*, (72).
21. SHARPE, W. F. (1966) Mutual Fund Performance, *The Journal of Business*, 39 (No: 1, Part 2: Supplement on Security Prices), PP: 119-138.
22. SPK (2016), SPK Faaliyet Raporu 2015, Ankara.
23. TREYNOR, J. L. (1965) How to Rate Management of Investment Funds, *The Journal of Business* , 43 (1), 63-75.
24. ÜLEV, S. ve Özdemir, M. (2015) Katılım Endeksi ile Piyasa Faiz Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi, *International Congress on Islamic Economics and Finance*, 21-23 October 2015, Sakarya/TURKEY, 47-54.
25. YILDIZ, S. B. (2015) Katılım 30 Endeksi İle BİST 100 Endeksi'nin Performanslarının Değerlendirilmesi.