

TÜRKİYE'DEKİ İSLAMİ YATIRIM FONLARI İLE BORÇLANMA ARAÇLARI FONLARININ PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRMASI

İstemi Çömlekçi

e-mail: istemicomlekci@duzce.edu.tr
Doçent Dr., Düzce Üniversitesi, İşletme
Fakültesi, İşletme Bölümü,
ORCID: 0000-0001-8922-071X

Osman Kartal

e-mail: osmankartal@duzce.edu.tr
Dr. Öğr. Üyesi, Düzce Üniversitesi,
İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü,
ORCID: 0000-0001-9505-3161

Nevin Özer

e-mail: nevinozer@duzce.edu.tr
Doçent Dr., Düzce Üniversitesi, İşletme
Fakültesi, İşletme Bölümü,
ORCID: 0000-0002-1736-4199

Ali Özer

e-mail: aliozer@duzce.edu.tr
Doçent Dr., Düzce Üniversitesi, İşletme
Fakültesi, İşletme Bölümü,
ORCID: 0000-0003-4736-3418

DOI : 10.5281/zenodo.15774075

Makale Türü : Araştırma

Gönderim Tarihi: 18.04.2025

Revizyon Tarihi: 13.06.2025

Kabul Tarihi: 19.06.2025

Bu makaleye atıfta bulunmak için:
Çömlekçi, İ., Kartal, O., Özer, N., Özer,
A. (2025). Türkiye'deki İslami Yatırım
Fonları ile Borçlanma Araçları
Fonlarının Performanslarının
Karşılaştırması. *ETÜ Sentez İktisadi ve
İdari Bilimler Dergisi*. 15, 17-35.

Öz: Bu çalışmanın amacı, ağırlıklı olarak tahvil ve bono gibi faizli finansal varlıklara yatırım yapan borçlanma araçları fonları ile genel olarak faizsiz ürünleri tercih eden kira sertifikaları fonlarının performansının karşılaştırılmasıdır. Bu amaç kapsamında fon performansları toplam riske göre Sharpe oranı, M² Performans ölçütü ve Sortino oranı baz alınarak karşılaştırılmıştır. Sistemik riske göre ise fon performansı Treynor oranı, T² Performans ölçütü ve Jensen (Alfa) değerine göre mukayese edilmiştir. Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nda (TEFAS) işlem gören kira sertifikaları fonları faizsiz ürünler olarak, borçlanma araçları fonları ise faiz getirili ürünler olarak ele alınmış ve 2018-2023 yılları arasındaki beş yıllık performansları incelenmiştir. Çalışma sonucunda borçlanma araçları fonlarından oluşturulan portföyün, kira sertifikası fonlarından oluşturulan portföye göre daha yüksek getiri sağladığı fakat kira sertifikaları fonlarına göre daha yüksek risk seviyesine sahip olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca İslami fonların gerek toplam riske göre gerekse sistemik riske göre borçlanma araçları fonlarına göre daha yüksek bir performans değerine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: İslami Finans, Sukuk, Faiz, Yatırım Fonları, Fon Performansı.

Jel Kodları: G11, G23, E43, Z12

COMPARISON OF THE PERFORMANCES OF ISLAMIC MUTUAL FUNDS AND DEBT FUNDS IN TURKEY

İstemi Çömlekçi

e-mail: istemicomlekci@duzce.edu.tr

Assoc. Prof., Düzce University, Faculty of Management, Department of Management

ORCID: 0000-0001-8922-071X

Osman Kartal

e-mail: osmankartal@duzce.edu.tr

Assist. Prof., Düzce University, Faculty of Management, Department of Management

ORCID: 0000-0001-9505-3161

Nevin Özer

e-mail: nevinozer@duzce.edu.tr

Assoc. Prof., Düzce University, Faculty of Management, Department of Management

ORCID: 0000-0002-1736-4199

Ali Özer

e-mail: aliozer@duzce.edu.tr

Assoc. Prof., Düzce University, Faculty of Management, Department of Management

ORCID: 0000-0003-4736-3418

DOI : 10.5281/zenodo.15774075

Article Type: Research

Application Date: 18.04.2025

Revision Date: 13.06.2025

Admission Date: 19.06.2025

Abstract: The aim of this study is to compare the performance of debt instruments funds, which predominantly invest in interest-bearing financial assets such as bonds and bills, with that of lease certificate funds, which generally prefer interest-free financial products. Within this scope, fund performances were compared based on total risk using the Sharpe ratio, M² performance measure, and Sortino ratio. In terms of systematic risk, fund performances were evaluated using the Treynor ratio, T² performance measure, and Jensen's Alpha. Lease certificate funds traded on the Turkish Electronic Fund Trading Platform (TEFAS) were considered as interest-free products, while debt instruments funds were treated as interest-bearing products. The study examined their five-year performances between 2018 and 2023. As a result of the study, it was found that the portfolio composed of debt instruments funds provided a higher return compared to the portfolio formed from lease certificate funds; however, it also exhibited a higher level of risk. Furthermore, it was concluded that Islamic funds demonstrated higher performance values than debt instruments funds both in terms of total risk and systematic risk.

Keywords : Islamic Finance, Sukuk, Interest, Mutual Funds, Fund Performance.

Jel Classification : G11, G23, E43, Z12

To cite this article:

Çömlekçi, İ., Kartal, O., Özer, N., Özer, A. (2025). Comparison of the Performances of Islamic Mutual Funds and Debt Funds in Turkey. *ETU Synthesis Journal of Economics and Administrative Sciences*. 15, 17-37.

GİRİŞ

İslamın doğuşundan beri var olan Şeriat, finansal piyasalarda 1960'larda ortaya çıkan çağdaş ismiyle İslami finans, Orta Doğu ve Asya ülkelerinin en büyük piyasası olarak kalsa da küresel krizle birlikte, bu piyasa ve ürünlerindeki büyüme Müslüman olmayan batı dünyası ve diğer ülkelerin de dikkatlerini çekmiştir. Yatırımcılar için mevcut sistemden farklı ürünlere yer vermesiyle yenilik gibi algılanmakta, borçlanan için ise alternatif bir borçlanma ürünü olmaktadır. Bu dikkat çekici yenilikçi özelliği ile ekonomik, ticari ve yatırımcı ilişkilerini artırmak amacıyla kimi ülkeler piyasalarında İslami finansal ürünlerin sistemlerine dahil olması konusunda çalışmalar yürütürken kimi ülkeler ise piyasalarında işlem yapılmasıyla ilgili İslami finansal ürünler için yasa ve vergi düzenlemeleri yapmışlardır (Vejzagic ve Somolo, 2011: 2).

Özellikle İslami finans kurumlarının ortaya çıkması ve gelişmesi İslami finansal ürünlerinin çeşitlenmesini sağlamıştır. Özel sermaye, proje finansmanı, sukuk üretimi ve ihracı, fon ve varlık yönetimi, yapılandırılmış ürünler ve yatırım bağlantılı ürün çeşitlilikleriyle finansal derinliğe sunduğu katkının yanı sıra hem fiyatlandırma hem de rekabet açısından dikkat çekici olmuştur. İslami finansın düzenleyici ve yasal çerçevesi İslami finans ürünlerinin güvenilirliğinin ve sürekliliğinin artmasını sağlamıştır. Özellikle İslami finans kuruluşlarının yaygınlaşması da piyasanın ve ürün çeşitliliğinin gelişmesine ve uluslararası boyutta da tanınırlığını ve farklı finans merkezlerince ve yatırımcılar tarafından keşfedilmesini sağlamıştır. Aynı zamanda kurumların, yatırımcıların ve ihracatçıların artması, İslami finans alanında uzmanlık sahibi ve vasıflı profesyonellerin sayısının da artmasına katkı sunmuştur (Mashal, 2012: 213).

2008 Küresel kriz sonrası parlayan ve yayılan İslami finans, ekonomik faaliyetlere dayanarak finansal işlemlerin gerçekleşmesini, kâr ve risk paylaşımını da içeren şeffaf sistemler bütünüdür (Mashal, 2012: 208). Vejzagic ve Somolo'ya (2011) göre "Şeriat'ın amacı İslamın sahip çıkması gereken onurlu davranışı ortaya koymaktır.". İslam inancına göre dünya ve ahiret hayatı birbirinden bağımsız değil, bütüncül bir yapının parçalarıdır. Bu anlayış çerçevesinde şeriat, İslam'ın inanç, değer ve hedeflerini yalnızca bireysel ibadet alanlarıyla sınırlı tutmaz; aynı zamanda ticari ve toplumsal yaşamın da bu ilkelere uygun biçimde düzenlenmesini ve sürdürülmesini öngörür (Dusuki ve Abdullah, 2007: 31). Sadece en yüksek seviyede kâr elde etme bilinci şeriat kuralları içerisinde yer almaz, kârı elde ederken tüm aktörler arasında adil ve insani ilişkileri gözeterek ticaretin yapılması gerekmektedir (Vejzagic ve Somolo, 2011: 3). İslami finans, Müslümanların ticari ve günlük hayatları içerisinde riba (faiz)'dan uzak bir şekilde faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve şer'i kurallara uygun hareket edebilmelerini sağlamaktadır. Küreselleşen dünyada uluslararası pazarlara yönelme, uluslararası finansal ürünlere yönelme ve yabancı sermaye akışlarını çekebilmek amacıyla ticaretin ve yatırımların yönlendirilmesinde faizden uzak kalınması gerekmektedir. İslami finansa göre finansal faaliyetlerin düzenlenmesinde toplum ilişkilerine dikkat edilmesi ve toplum içerisinde adaleti sağlanması gerekmektedir (Sabirzyanov ve Hashim, 2015: 108). İslami hukuk kuralları çerçevesi, kâr ve zarar paylaşım ürünleri kullanarak, faiz ve tefecilik uygulamalarından uzak durarak ticari faaliyetlerin yürütülmesini içermektedir (Harahap vd. 2023). İslami hukuk kuralları; Kuran ve sünnete dayanırken, güncel konularda ikincil kaynak olarak İcmâ, kıyas, İstislâh ve örf gibi kurallardan yararlanmaktadır.

İcmâ (Dönmez, 2023) “İslam alimlerinin bir hüküm üzerinde fikir birliği etmeleri”, Kıyas (Apaydın, 2023), “hakkında açık hüküm bulunmayan bir meselenin hükmünü, aralarındaki ortak özelliğe veya benzerliğe dayanarak hükmü açıkça belirtilen meseleye göre belirlemek”, İstislâh (Özel, 2023) “fıkıh usulünde nasların doğrudan ve dolaylı kapsamını belirlemeye yönelik dört şer’î delilin yani kitap, sünnet, icmâ ve kıyasın dışında kalan ve nasların bıraktığı bilinçli boşluğu doldurmaya yarayan fer’î delillerden biridir.”

İslami finansın temelini şeriat kanunları oluşturmaktadır. Şeriat kanunları toplumun sosyal, ekonomik ve politik yapılarının İslami kurallara göre düzenleyen kurallardan oluşmaktadır. Temel ilkeleri; haksız sermaye artışına neden olan riba (faiz) yasağı, sadece üretken faaliyet içeren değişim ve ölçü birimi olan para, tasarruf sahiplerini yatırımcı haline dönüştürerek riskin azaltılması, taraflar arasında haksızlığa karşı olan sosyal adalet, şer’î kurallara riayet edilen şirketlere yatırım, spekülasyon hareketlerin yasak olması mutlaka dikkat edilmesi gereken sözleşme kurallarıdır (Mashal, 2012:210). Bu sebeple hem şirketlerin hem piyasanın ihtiyaç duyduğu finansman, İslami finans ürünleri ile sağlanırken yatırımcı tarafından da İslâm’ın özüne uygun olarak tasarruflarını değerlendirebileceği ürünler olmaktadır (Şahin, 2019: 33).

Hicri takvimde 1. yy’a kadar uzanan İslami finansal ürünlerden sukuk, Arapça’da sertifika, senet, kıymetli evrak anlamında kullanılan sak teriminden doğmuştur. İslami tahvil olarak adlandırılan sukukun dayanağını varlık oluşturmaktadır. Dayanağı oluştururken şer’î hükümlere bağlı yenilikçi bir tür olarak ortaya çıkmıştır (Khan vd. 2022: 3). Sukuk, ilk olarak ticarete kullanırken, artık, dayanağı bir varlık olarak belirlenen kira sertifikaları halini almış; ihraççısına finansman sağlarken, yatırımcısına da dayanak varlık üzerinden getiri sağlamaktadır. İslami finans ürünü olarak ilk varlık olan karz-ı hasen 1983 yılında Malezya tarafından finansman aracı olarak ihraç edilmiştir. İlk sukuk ise 2002 yılında çıkarılmıştır (Tok, 2009: 4). İslami Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetim Organizasyonu (AAOIFI) tarafından yapılan tanımda dayanak varlık olarak mal, hizmet, maddi olmayan haklar, intifa hakkı, borç, parasal varlıklar, proje, yatırım faaliyeti olabilir. İhraççı bu varlıklara dayanarak kıymetli evrak çıkarır. Bu kıymetli evrak ortak bir payı simgeler. Bu kıymetli evrağı alan yatırımcısı sahiplik hakkı elde ederek kâra ve zarara ortak olur. Ayrıca yatırımcı temettü ya da kira getirisi sağlar (Yılmaz ve Bölükbaşı, 2020: 169).

AAOIFI (2023) tarafından 17. standart olarak yatırım aracı olarak sunulan sukuk için dayanak varlığın çeşidine göre sukukunda çeşitleri bulunmaktadır. Bunlar; Varlıklara dayalı sukuk, İntifa (yararlanma) hakkına dayalı sukuk, Selem sukuk, İstisna’a sukuk, Murabahah sukuk, Muskarakah sukuk, Muzara’ah (ortakçılık) sukuk, Musaqat (sulama) sukuk, Mugharasah (Tarım) sukuk olarak sıralanmıştır. Ortak özellikleri; sertifikanın niteliğine göre hak temsil eder. İsme yazılı olabileceği gibi hamiline de ihraç edilebilir. Bir sözleşmeye dayanır. Sukukların alım satımı da yine belirli şartlara bağlıdır. Bu ürünlerden en yaygın bilinenleri arasında muşaraka yer alır. En çok tercih edilen ve kâr zarar paylaşımı ile hisse senedine oldukça benzemektedir (Aktaş, 2017: 474). Bir projeye dayalı olan bu sözleşmede tüm ortaklar finansman sağlar, projeden elde edilen gelir sözleşme ile belirlenen oran üzerinden yatırımcılara dağıtılırken, zarar durumunda her yatırımcının payı oranında paylaşılır (Hassan ve Lewis, 2009: 52). Mudaraba sukuk ise; uzmanlık ve finansmanın birleştiği ortaklıktır. Taraflardan biri finansmanı sağlarken diğeri ise

uzmanlığını, profesyonelliğini ya da emeğini ortaya koymaktadır. Kâr yine ortaklıkta belirlenen oranlar üzerinden dağıtılır. Zarar ise finansmanı sağlayan taraf tarafından karşılanır (Terzi, 2013: 8). Murabaha sukuk, parasal varlık dışındaki varlıklar için maliyeti üzerine kâr marjı da eklenerek belirlenen bir fiyattan satılmasını içeren sözleşmedir. Bu satış vadeli olarak da yapılabilir. Kâr marjı paranın zaman değeri kadar hesaplanır (Saad vd., 2016: 1). İcara sukuk, leasing işlemi gibi işlevi olan en çok tercih edilen sukuk türlerinden biridir. Dayanak varlığın yatırımcı tarafından müşteriye belirli bir süre ve belirli bir fiyattan kullanma hakkı hatta vadesi bittiğinde satın alma hakkı veren sözleşmedir (Deran ve Dikmen, 2019: 915). Selam sukuk, genellikle tarımsal ürünlerin fonlanması için kullanılmaktadır. Tarımsal ürünlerin fiyatlarını ileri vadede teslimle bağlayarak belirlenen bir fiyattan satın alınmasını içeren sözleşmedir (Hassan ve Lewis, 2009: 53). Karz-ı hasen ise faizsiz borç anlamına gelen kısa vadeli olarak ihtiyaç sahiplerinin finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla ortaya çıkmıştır. Bu ve birçok finansman çeşidiyle İslami finans ürünleri İslami ülkelerde işlem görürken, sukuk 2006 yılından itibaren İslami ülkelerin dışında Lüksemburg ve Londra borsaları başta olmak üzere birçok piyasada işlem görmeye başlamıştır (Tok, 2009: 5). Türkiye’de ise kira sertifikası adıyla 2010 yılında SPK tebliği ile gerçekleştirilmiştir (Alpaslan ve Kudun, 2016: 319).

Küresel finans piyasalarında oldukça yaygın kullanılan borçlanma araçlarına karşın birçok İslami finans kuruluşu ve piyasaları tarafından geliştirilen birçok ürünün yanı sıra sukuk daha çok dikkat çekmiştir. Tahvilde getiri faizden oluşurken; sukukta ise, dayanak varlık üzerinden sağlanan gelir üzerinden kâr paylaşımı ile getiri sağlanmaktadır (Hassan ve Lewis, 2009: 53). Bu durum İslami finans ürünlerinin de finans piyasasındaki bir çok finansal ürün gibi risklerle karşı karşıya kaldığına işaret etmektedir. Özellikle İslami finansal ürünlerin doğası ve süreci bu riskleri birbirleri arasında da karmaşık hale getirebilmektedir. Leasing ürünü kredi ve piyasa riskine maruz kalırken mudaraba ve muşaraka gibi kâr paylaşımına dayanan finansal ürünlerde ödeyememe durumlarında kredi riski içermektedir. Kâr payı oranları da LIBOR (Londra para piyasasında kullanılan borç verme faizi) gibi gösterge oranlarına göre ayarlanabilmektedir. Bu sebeple ihraç fiyatı belirlenirken ortaya çıkan ve sözleşmeyle sabitlenen sabit getirili ürünlerde sözleşme süresi boyunca değişen kâr payı oranlarını yakalayamayacağından piyasa faiz oranı riski içermektedir. Bir diğer risk durumu ise, İslami bankaların finansal ürün olarak ellerinde emtiaya dayalı finansal ürünleri bünyelerinde barındırmalarından dolayı ilerleyen zamana göre fiyatı sözleşme ile sabitlenen varlıkların fiyat değişimleri sebebiyle emtia/varlık fiyat riski taşımalarıdır. İslami bankalar için önemli risklerden biri de likidite riskidir. Finansal varlıkların finansal ürüne dönüştürülmesindeki fıkhi kısıtlama, ürünlerin hızlı ilerleme gösterememesi, İslami ülkelerin birbirleriyle ilişki içerisinde olduğu bir birliğin olmaması gibi nedenler likidite riskini artırmaktadır. İslami finansal ürünlerin uluslararası piyasalardaki yeni bir yaklaşım olması hem ürünlerin tanınması ve kullanılması hem de bu ürünleri işleme koyacak, pazarlayacak ve işlemleri yürütecek nitelikli uzmanların yoksunluğu operasyonel risk olarak; finansal ürünlerin yasal tanınması ya da ülkelerin yasaları gibi nedenlerde yasal risk olarak ortaya çıkmaktadır. Ayrıca piyasa aktörleri para çekme riski, güven riski, ticari risk ve karma risklerle de karşı karşıyadır (Ahmed ve Khan, 2007: 144-147).

İslami finans anlayışında var olan risklere karşı korunmak için enflasyona dayalı finansal ürünler ve belirli bir varlığa dayalı finansal ürünler önemli yer tutmaktadır. İslâm hukukunda enflasyon farkına dair farklı görüşler bulunmaktadır. Günümüzde enflasyon farkının alınmasının akdin başında şart koşulmasını onaylama veya onaylamama, akdin sırf fayda taşımasını enflasyon farkının alınmasına gerekçe kılma, devlet teşviklerinin hibe olarak görülmesi, sulh yolunun önerilmesi, ödemenin geciktirilmesinde cezaî şartla enflasyon farkını alma, enflasyon farkını gabn-i yesîrle ilişkilendirme, akdin feshini öngörme, enflasyon farkının akitte garar ve cehalete sebep vereceği, akitte başka varlığa endeksli borçlar için enflasyon farkının caiz görülmemesi, vade farklı bir akitte enflasyon farkının yasaklanması şeklinde olduğu görüşler bulunmaktadır. Bu noktadan hareketle enflasyon etkisinin azaltılması amacıyla başka para birimine ya da varlığa endekslenmesi önerilmektedir. Enflasyon farkının alınmasına cevaz verilmesinin ise istismara, belirsizliğe ve faizin Müslümanların zihninde kısmen meşrulaşmasına sebep olabileceği vurgulanmaktadır (Varelci, 2023: 234). Diğer taraftan İslami açıdan uygun olan varlıklara ve faiz sisteminden uzak duran şirketlerin hisse senetlerine dayalı olarak oluşturulacak fonların riske karşı korunmada önemli bir enstrüman olacağı görüşü önemli yer tutmaktadır. Bu sebeple çalışmada, İslami esaslara uygun olarak yönetilen fonların performansları, özellikle para piyasası araçlarına dayalı olarak yönetilen fonlarla karşılaştırılmasının yapılması amaçlanmıştır. Böylece başta enflasyon riski olmak üzere çeşitli risklere karşı korunmada İslami fonların etkinliği ortaya koyulacaktır.

LİTERATÜR TARAMASI

Bu çalışmanın ana temasını oluşturan “İslami ve geleneksel yatırım fonlarının performanslarının karşılaştırılması” konusu, İslami finansal enstrümanların görece daha geç gelişmiş olmasından dolayı, literatürde oldukça yeni bir araştırma alanı olarak öne çıkmaktadır. Bununla birlikte, İslami finansal araçların gelişim göstermesiyle, ülkelerin bu araçları kullanmaya başlaması ve finansal piyasalarda yaygınlaşmasıyla, bilimsel literatür de paralellik göstererek zenginleşmiştir. Aşağıda, konu ile ilgili uluslararası alanda yapılmış çeşitli çalışmalar hakkında özet bilgilere yer verilmiştir. Yapılan çalışmalar incelendiğinde, farklı ülkelerde ve farklı zaman periyotlarında İslami ve geleneksel yatırım fonlarının birbirlerine görece daha üstün performans sergileyebildikleri görülmektedir.

Literatür incelendiğinde; 2005 yılında Elfakhani, Hassan ve Sidani (2005) tarafından yapılan çalışma, İslami yatırım fonlarının, geleneksel yatırım fonlarına benzer performanslar sergilediğini ortaya koymuş olmaklar birlikte, ekonominin durgunluk veya kriz dönemlerinde yatırımcıların İslami yatırım fonlarını tercih etmeleri tavsiye edilmiştir. Buna benzer şekilde Mansor (2012) tarafından Malezya'daki geleneksel yatırım fonları ile İslami yatırım fonlarının performansları incelenmiş ve elde edilen bulgular geleneksel yatırım fonlarının kriz olmayan dönemlerde daha yüksek performans sergilediğini, kriz dönemlerinde ise İslami yatırım fonlarının performansının daha üstün olduğunu göstermiştir. Türkiye’de ise benzer şekilde Uysal ve Adalı (2018) tarafından yapılan çalışma ile Baykara (2018) tarafından yapılan doktora tez çalışmasının sonuçları, geleneksel yatırım fonlarının İslami yatırım fonlarına kıyasla daha yüksek performans sergiledikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Yukarıda bahsedilen sonuçların yanı sıra literatürde daha farklı sonuçlara da ulaşılmıştır. Mansor ve Bhatti (2011) tarafından yapılan çalışmada geleneksel ve İslami yatırım fonlarının KLCI endeksinden daha yüksek bir performansa sahip olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanında, İslami yatırım fonlarının, geleneksel yatırım fonlarıyla karşılaştırılmasında ise İslami yatırım fonlarının daha yüksek performansa sahip olduğu ortaya konulmuştur. Buna paralel olarak Shah, Iqbal ve Malik (2012) tarafından Pakistan’da yapılan çalışmada İslami ve geleneksel yatırım fonlarından oluşan toplam 125 yatırım fonunun performansları incelenmiş ve geleneksel yatırım fonlarına oranla İslami yatırım fonlarının getiri açısından daha yüksek performansa sahip oldukları ve daha düşük risklilik taşıdıkları belirtilmiştir. Rubio, Hassan ve Merdad (2012) Amerika Birleşik Devletleri, İslami ve Uluslararası yatırım fonlarından oluşan 14.509 adet yatırım fonunun performansını inceledikleri çalışmalarında benzer sonuçlara ulaşarak İslami yatırım fonlarının ABD ve diğer uluslararası yatırım fonlarına göre daha yüksek performans sergiledikleri sonucuna ulaşmışlardır. Ashraf (2013) tarafından Suudi Arabistan’da yapılan çalışmada da aynı şekilde İslami yatırım fonlarının kriz dönemlerinde geleneksel yatırım fonlarından daha yüksek performans sergilediklerini belirtmişlerdir. Türkiye’de Güçlü ve Şekkeli (2020) tarafından benzer bir çalışma yapılmış ve 35 adet geleneksel yatırım fonu ve 22 İslami yatırım fonu olmak üzere toplam 57 yatırım fonunun performansları incelenmiştir. Yapılan analizler neticesinde geleneksel yatırım fonlarına kıyasla İslami yatırım fonlarının daha iyi bir performans gösterdikleri sonucuna ulaşılmıştır.

ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmanın temel amacı ağırlıklı olarak tahvil ve bonu gibi faizli finansal varlıklara yatırım yapan borçlanma araçları fonları ile genel olarak faizsiz ürünleri tercih eden kira sertifikaları fonlarının performansının karşılaştırılmasıdır. Ayrıca İslami bir ürün olarak sukuk fonlarının getirileri ile faiz getirisi sağlayan ürünlerinin getirileri mukayese edilmiştir.

Literatürde toplam riske veya sistematik riske göre performansı ölçen çeşitli yöntemler bulunmaktadır. Bu çalışmada, toplam riske göre fon performansını ölçen 3 model ve sistematik riske göre fon performansını ölçen 3 model olmak üzere toplam 6 farklı model kullanılmıştır. Fonların günlük getirileri değişimler aşağıda verilen getiri formülü (1) ile hesaplanmıştır.

$$r_i = (p_t - p_{t-1}) / p_{t-1} \quad (1)$$

r_i ; i fonunun günlük getirisini, p_t ; i fonunun t dönemindeki fiyatını ve p_{t-1} ; i fonunun t-1 dönemindeki değerini göstermektedir.

Çalışmada toplam riske göre fon performansını ölçen modeller, Sharpe oranı, M² Performans ölçütü ve Sortino oranı olarak ele alınmıştır.

Sharpe oranı, bir portföyün riskliliği ile getirisini değerlendiren bir performans ölçüm modelidir. Sharpe oranı alınan bir birimi riske karşılık sağlanan getiri hakkında bilgi vermektedir (Sharpe, 1966).

$$\text{Sharpe Oranı} = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p} \quad (2)$$

M^2 performans ölçütü, tüm portföyleri piyasa riskine göre ayarlayarak portföyün risk derecesini hesaplamaktadır (Christopherson vd., 2009).

$$M^2 = r_{p*} - r_m \text{ veya } M^2 = (\text{Sharpe Oranı})\sigma_m - (r_m - r_f) \quad (3)$$

Sortino Oranı, yatırımcılar yalnızca aşağı yönlü riskten korunmak istedikleri varsayımı ile belirli bir eşiğin altındaki getirilere odaklanır ve aşağıdaki gibi formül yardımıyla hesaplanır (Marhfor, 2016).

$$\text{Sortino Oranı} = \frac{\bar{r}_p - \text{MAR}}{\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (r_{pt} - \text{MAR})^2}{T}}} \quad (4)$$

r_p : portföy getirisini,

$\bar{r}_p$: Endeksin ortalama getirisini,

r_f : risksiz getiri oranı

r_f : risksiz getiri oranını

σ_p : portföyün standart sapmasını,

MAR: Minimum kabul edilebilir getiriyi

σ_m : Pazar getirisinin standart sapmasını,

r_{pt} : Endeksin t zamanındaki getirisini,

r_m : Pazar getirisini,

T: Dönem sayısını,

r_{p*} : riske göre uyarlanmış getiriyi ifade etmektedir.

Çalışma kapsamında sistematik riske göre fon performansını ölçen modeller olarak ise Treynor oranı, T^2 Performans ölçütü ve Jensen (Alfa) değeri alınmıştır.

Treynor Oranı, Sharpe oranında risk göstergesi olarak ele alınan standart sapma yerine pazar getirisine duyarlılığını gösteren beta katsayısını kullanan sistematik riske uyarlanmış performans ölçüsüdür (Treynor, 1965).

$$\text{Treynor Oranı} = \frac{r_p - r_f}{\beta_p} \quad (5)$$

T^2 performans ölçütü, değerlendirilen fona risksiz getiriye sahip bir varlık ekleyerek risk düzeltilmesi yapmaktadır (Teker vd., 2008).

$$T^2 = r_{p*} - r_m \text{ veya } T^2 = (\text{Treynor Oranı}) - (r_m - r_f) \quad (6)$$

Jensen Alfa Değeri, bir portföyün menkul kıymet pazar doğrusundan sapmasını ölçmektedir. Gerçekleşen getiri ile riske bağlı sermaye varlıkları fiyatlama modeli ile hesaplanan getiriyi mukayese etmektedir (Jensen, 1968).

$$\text{Jensen Alfa Değeri: } r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p(r_m - r_f) + \varepsilon_p \quad (7)$$

r_p portföy getirisini,

r_f risksiz getiri oranını,

β_p portföyün betasını

r_m Pazar getirisini,

r_{p*} : riske göre uyarlanmış getiriyi

α_p Jensen Alfa değerini ifade etmektedir.

Çalışma kapsamında Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nda (TEFAS) işlem gören kira sertifikaları fonları faizsiz ürünler olarak, borçlanma araçları fonları ise faiz getirili ürünler olarak ele alınmıştır. Son beş yıllık performansları karşılaştırılan bu fonların 26 Ekim 2018 – 26 Ekim 2023 günlük fiyat verileri TEFAS'tan alınmıştır. Ekim 2023 yılı itibarıyla TEFAS'ta işlem gören 72 adet borçlanma araçları fonu, 21 adet ise kira sertifikası katılım fonu bulunmaktadır. 10 adet borçlanma araçları fonu ve 3 adet kira sertifikaları katılım fonu son beş yıllık fiyat verisi bulunmadığı için araştırma kapsamına dahil edilememiştir. Çalışma verileri 62 adet borçlanma araçları fonu ve 18 adet kira sertifikası fonu olmak üzere 80 adet fonun 5 yıllık günlük verilerinden oluşmaktadır (Ek1). Ayrıca risksiz getiri oranı olarak beş yıllık devlet tahvilleri faizi kullanılmıştır.

Çalışma kapsamında incelenen fonların finansal varlık yatırımlarının dağılımı Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1: Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımı

Kira Sertifikaları Fonlarının Portföy Dağılımı	Oran	Borçlanma Araçları Fonlarının Portföy Dağılımı	Oran
Özel Sektör Kira Sertifikaları	68,5	Finansman Bonosu	37,7
Katılma Hesabı (TL)	10,3	Özel Sektör Tahvili	14,2
Kamu Kira Sertifikaları (Döviz)	7,6	Devlet Tahvili	12,2
Kamu Kira Sertifikaları (TL)	3,3	Kamu Dış Borçlanma Araçları	9,9
Kamu Yurt Dışı Kira Sertifikaları	2,3	Özel Sektör Dış Borç. Araçları	5,3
Diğer	2,2	Diğer	3,6
Yatırım Fonları Katılma Payları	2,0	Takasbank Para Piyasası	3
Ö.S. Yurt Dışı Kira Sertifikaları	1,5	Yabancı Kamu Borçlanma Araçları	2,5
Kamu Dış Borçlanma Araçları	1,0	Yabancı Özel Sektör B.A.	2,4
Katılma Hesabı (Döviz)	0,6	Mevduat (TL)	2,2
Özel Sektör Tahvili	0,4	Ters-Repo	1,9
Hisse Senedi	0,3	Özel Sektör Kira Sertifikaları	1,7
		Yatırım Fonları Katılma Payları	1,2
		Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	0,7
		Hisse Senedi	0,6
		Girişim S. Yatırım Fon Katılma Payları	0,3
		Vadeli İşlemler Nakit Teminatları	0,3
		Gayrimenkul Yatırım Fon Katılma Payları	0,3

*Not: Tablo yazarlar tarafından oluşturulmuştur. Toplam içindeki payı %0,3'ten az olan varlıklar, diğer kapsamında gösterilmiştir.

Tablo 1 incelendiğinde kira sertifikası fonlarının en çok tercih ettiği üç ürün Özel Sektör Kira Sertifikaları (%68,5), Türk Lirası Cinsinden Katılma Hesabı (%10,3) ve Kamu Kira Sertifikaları-Döviz (%7,6) ürünlerine yönelik olduğu görülmektedir. Borçlanma araçları fonlarının en çok tercih ettiği üç ürün ise finansman bonusu (%37,7), Özel Sektör Tahvili (%14,2) ve Devlet Tahvili (%12,2) ürünlerine yönelik olduğu görülmektedir.

BULGULAR

Araştırma kapsamında kira sertifikası fonlarının ve borçlanma araçları fonlarının oluşturulan portföyleri için günlük getirileri hesaplanmıştır. Günlük getiri serilerine ilişkin olarak tanımlayıcı istatistikler Tablo 2'de yer almaktadır.

Tablo 2: Verilere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	Borçlanma Araçları Fonları	Kira Sertifikaları Fonları
Ortalama	0.000878	0.000802
Medyan	0.000815	0.000719
Maksimum	0.017666	0.011808
Minimum	-0.051039	-0.029068
Standart Hata	0.002430	0.001591
Çarpıklık	-7.160799	-4.535402
Basıklık	175.5085	108.9512
Jarque-Bera	1565634.	590839.8
Olasılık	0.000000	0.000000
Toplam	1.101602	1.005509
Gözlem Sayısı	1254	1254

Tablo 2 incelendiğinde borçlanma araçları fonlarından oluşturulan portföyün kira sertifikası fonlarından oluşturulan portföye göre daha yüksek getiri sağladığı görülmektedir. Öte yandan risk ölçütü olarak standart hataya göre kira sertifikaları fonu daha düşük risk seviyesine sahiptir. Her iki fon türünde de ortalama getirinin pozitif olduğu görülmektedir. Borçlanma Araçları Fonları'nın hem en yüksek kazancı (0.017666) hem de en yüksek kaybı (-0.051039) içerdiği gözlemlenmektedir. Bu durum, söz konusu fonların Kira Sertifikaları Fonları'na kıyasla daha yüksek oynaklığa sahip olduğunu göstermektedir.

Kira sertifikası fonlarının toplam riske göre fon performans ölçen modellere (Sharpe oranı, M^2 ve Sortino oranı) ve sistematik riske göre fon performansını ölçen modellere (Treyner, T^2 ve Jensen) ilişkin performans değerleri Tablo 3'de sunulmuştur.

Tablo 3: Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Kira Sertifikası Fonlarının Performanslarının Karşılaştırılması

	Ortalama Getiri	Sharpe Oranı	Treynor	T ²	Jensen	M ²	Sortino
Katılım_1	0,0007	0,2281	0,0040	-0,5298	0,0000	0,0001	0,9126
Katılım_2	0,0007	0,4701	0,0062	-0,5277	0,0000	0,0006	4,7921
Katılım_3	0,0008	0,3954	0,0053	-0,5285	0,0001	0,0004	1,8410
Katılım_4	0,0007	0,4054	0,0053	-0,5286	-0,0002	0,0005	4,1675
Katılım_5	0,0006	0,2746	0,0041	-0,5298	-0,0001	0,0002	2,0653
Katılım_6	0,0008	0,1354	0,0013	-0,5326	0,0000	-0,0001	0,5006
Katılım_7	0,0007	0,3389	0,0040	-0,5299	-0,0001	0,0003	1,5295
Katılım_8	0,0007	0,3223	0,0039	-0,5300	0,0000	0,0003	1,4665
Katılım_9	0,0007	0,4307	0,0053	-0,5286	-0,0001	0,0005	5,0720
Katılım_10	0,0007	0,3229	0,0035	-0,5304	0,0000	0,0003	1,7374
Katılım_11	0,0006	0,4053	0,0051	-0,5288	-0,0001	0,0005	5,7174
Katılım_12	0,0014	0,0836	0,0002	-0,5337	-0,0013	-0,0002	0,1638
Katılım_13	0,0009	0,1268	0,0034	-0,5304	-0,0006	-0,0001	0,3808
Katılım_14	0,0016	0,0956	0,0002	-0,5336	-0,0015	-0,0002	0,1826
Katılım_15	0,0008	0,1776	0,0008	-0,5331	-0,0010	0,0000	0,5321
Katılım_16	0,0007	0,4717	0,0058	-0,5281	-0,0002	0,0006	6,0517
Katılım_17	0,0007	0,4775	0,0059	-0,5280	0,0000	0,0006	5,6793
Katılım_18	0,0008	0,2291	0,0007	-0,5332	-0,0001	0,0001	0,7661

Tablo 3 incelendiğinde katılım sertifikaların getirilerinin 0,0006 ile 0,0016 arasında değiştiği ve en yüksek ortalama getiriyi "Katılım_14" fonuna ait olup (0.0016), bu fonu sırasıyla Katılım_12 ve Katılım_13 fonları izlemektedir. Risk başına getiriyi gösteren en yüksek Sharpe oranı 0,4775 değeri ile "Katılım_17" fonunda gerçekleşmiştir. M² değerinin de en yüksek olduğu fon "Katılım_17" fonudur. En yüksek Treynor oranı ve T² değerleri "Katılım_2" fonunda elde edilmiştir. Sortino oranına göre en yüksek performans sahip kira sertifikası fonu "Katılım_16" fonudur. Toplam riske göre en yüksek performans gösteren fonların "Katılım_17" ve "Katılım_16" olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Sistematik riske göre ise en yüksek performans gösteren fonların "Katılım_2" ve "Katılım_3" fonlarının olduğu tespit edilmiştir.

Borçlanma araçları fonlarının toplam riske göre fon performans ölçen modellere (Sharpe oranı, M² ve Sortino oranı) ve sistematik riske göre fon performansını ölçen modellere (Treynor, T² ve Jensen) ilişkin performans değerleri Tablo 4'de sunulmuştur.

Tablo 4 incelendiğinde borçlanma araçları fonlarının getirilerinin 0,0006 ile 0,0017 arasında değiştiği ve yüksek getirinin "Borç_58" fonuna ait olduğu görülmektedir. Risk başına getiriye göre (Sharpe oranı) en yüksek "Borç_42" fonunda gerçekleşmiştir. Sistematik risk başına getiriye (Treynor oranı) göre en yüksek performans "Borç_41" fonuna aittir. Benzer şekilde en yüksek T² değeri "Borç_41" fonunda gerçekleşmiştir. En yüksek Jensen değeri "Borç_8" fonunda, en yüksek M² değeri ise "Borç_41" fonunda gerçekleştiği sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımın sadece negatif volatiliteye karşı performansını dikkate alan Sortino Oranına göre ise "Borç_28" fonu en yüksek performansa sahiptir. Toplam riske göre en yüksek performans gösteren fonların "Borç_42" ve "Borç_28" olduğu tespit edilmiştir. Sistematik riske göre ise en yüksek performans gösteren fonların "Borç_41" ve "Borç_8" fonları olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Tablo 4: Toplam Riske ve Sistematik Riske Göre Borçlanma Araçları Fonlarının Performanslarının Karşılaştırılması

	Ortalama Getiri	Sharpe Oranı	Treynor	T²	Jensen	M²	Sortino
Borç_1	0,0015	0,0951	0,0002	-0,5337	-0,0010	-0,0002	0,1741
Borç_2	0,0006	0,3629	0,0054	-0,5285	-0,0009	0,0004	3,0831
Borç_3	0,0006	0,0573	0,0019	-0,5320	-0,0001	-0,0003	0,3246
Borç_4	0,0007	0,4687	0,0061	-0,5277	0,0001	0,0006	3,8679
Borç_5	0,0008	0,5052	0,0083	-0,5256	0,0001	0,0007	2,9362
Borç_6	0,0005	0,0102	-0,0008	-0,5347	-0,0003	-0,0004	0,1053
Borç_7	0,0006	0,0327	0,0009	-0,5330	0,0000	-0,0004	0,8067
Borç_8	0,0008	0,5857	0,0074	-0,5265	0,0002	0,0009	3,0342
Borç_9	0,0015	0,0823	0,0002	-0,5337	-0,0016	-0,0002	0,1580
Borç_10	0,0008	0,3344	0,0044	-0,5295	-0,0007	0,0003	1,3511
Borç_11	0,0008	0,5723	0,0075	-0,5264	-0,0001	0,0008	8,5619
Borç_12	0,0007	0,0657	0,0028	-0,5311	-0,0001	-0,0003	0,2630
Borç_13	0,0016	0,1054	0,0003	-0,5336	-0,0010	-0,0002	0,1961
Borç_14	0,0007	0,3670	0,0046	-0,5293	-0,0010	0,0004	3,0798
Borç_15	0,0007	0,3679	0,0058	-0,5280	0,0000	0,0004	2,7860
Borç_16	0,0007	0,0978	0,0030	-0,5308	-0,0001	-0,0002	0,4708
Borç_17	0,0016	0,1037	0,0002	-0,5336	-0,0011	-0,0002	0,1897
Borç_18	0,0007	0,4607	0,0055	-0,5284	-0,0010	0,0006	5,2616
Borç_19	0,0007	0,4163	0,0054	-0,5285	0,0000	0,0005	3,7727
Borç_20	0,0008	0,1940	0,0041	-0,5297	0,0001	0,0000	0,9635
Borç_21	0,0015	0,0939	0,0002	-0,5337	-0,0014	-0,0002	0,1751
Borç_22	0,0006	0,2999	0,0048	-0,5291	-0,0009	0,0002	2,0653
Borç_23	0,0007	0,3923	0,0044	-0,5295	0,0000	0,0004	2,9796
Borç_24	0,0008	0,0859	0,0041	-0,5298	0,0001	-0,0002	0,3294
Borç_25	0,0006	0,3814	0,0043	-0,5296	-0,0001	0,0004	3,6288
Borç_26	0,0008	0,4099	0,0056	-0,5283	0,0002	0,0005	1,7620
Borç_27	0,0006	0,4135	0,0048	-0,5290	-0,0002	0,0005	4,6580
Borç_28	0,0008	0,5777	0,0070	-0,5269	0,0001	0,0008	10,1850
Borç_29	0,0011	0,0527	0,0001	-0,5337	-0,0018	-0,0003	0,1161
Borç_30	0,0016	0,1022	0,0002	-0,5336	-0,0016	-0,0002	0,1877
Borç_31	0,0006	0,3117	0,0046	-0,5293	-0,0010	0,0003	2,8450
Borç_32	0,0006	0,3464	0,0051	-0,5287	0,0000	0,0003	3,1916
Borç_33	0,0007	0,2728	0,0048	-0,5291	0,0000	0,0002	1,3447

Borç_34	0,0008	0,1399	0,0013	-0,5326	0,0000	-0,0001	0,5850
Borç_35	0,0007	0,3338	0,0058	-0,5281	-0,0001	0,0003	1,8057
Borç_36	0,0016	0,1028	0,0002	-0,5336	-0,0012	-0,0002	0,1854
Borç_37	0,0008	0,4894	0,0073	-0,5265	-0,0009	0,0007	5,1702
Borç_38	0,0014	0,0821	0,0002	-0,5337	-0,0014	-0,0002	0,1686
Borç_39	0,0008	0,0878	0,0006	-0,5333	-0,0008	-0,0002	0,2686
Borç_40	0,0007	0,5017	0,0066	-0,5272	-0,0001	0,0007	4,3994
Borç_41	0,0009	0,4157	0,0135	-0,5203	0,0001	0,0005	1,4059
Borç_42	0,0008	0,5930	0,0079	-0,5259	-0,0001	0,0009	6,5548
Borç_43	0,0008	0,2407	0,0088	-0,5251	0,0000	0,0001	5,5801
Borç_44	0,0008	0,1027	0,0009	-0,5330	-0,0002	-0,0002	0,3544
Borç_45	0,0015	0,0956	0,0002	-0,5337	-0,0013	-0,0002	0,1772
Borç_46	0,0006	0,3209	0,0039	-0,5300	-0,0009	0,0003	2,6580
Borç_47	0,0007	0,3570	0,0066	-0,5273	0,0001	0,0004	2,8730
Borç_48	0,0009	0,0803	0,0011	-0,5328	0,0000	-0,0002	0,2914
Borç_49	0,0006	0,0588	0,0027	-0,5312	-0,0003	-0,0003	0,3411
Borç_50	0,0015	0,0930	0,0002	-0,5337	-0,0012	-0,0002	0,1726
Borç_51	0,0006	0,3601	0,0045	-0,5293	-0,0009	0,0004	3,2762
Borç_52	0,0007	0,3234	0,0075	-0,5263	0,0001	0,0003	3,0387
Borç_53	0,0007	0,3959	0,0044	-0,5295	-0,0001	0,0004	3,1820
Borç_54	0,0015	0,0949	0,0002	-0,5337	-0,0012	-0,0002	0,1798
Borç_55	0,0006	0,3518	0,0043	-0,5296	-0,0009	0,0003	2,9290
Borç_56	0,0009	0,1309	0,0007	-0,5332	0,0000	-0,0001	0,4244
Borç_57	0,0007	0,4648	0,0049	-0,5290	-0,0002	0,0006	4,7202
Borç_58	0,0017	0,1052	0,0002	-0,5336	-0,0012	-0,0002	0,1887
Borç_59	0,0009	0,1560	0,0029	-0,5310	-0,0008	-0,0001	0,9364
Borç_60	0,0007	0,5019	0,0062	-0,5277	-0,0002	0,0007	5,4786
Borç_61	0,0007	0,4211	0,0054	-0,5284	0,0000	0,0005	3,7693
Borç_62	0,0007	0,4710	0,0058	-0,5281	0,0000	0,0006	4,9895

Fon unvanlarına göre oluşturulan kira sertifikası ve borçlanma araçları portföylerinin toplam riske göre fon performans ölçen modellere ilişkin performans değerleri Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5: Toplam Riske Göre Fon Performansını Ölçen Modellerin Karşılaştırılması

Fon Türü	Sharpe Oranı		M ² Performans ölçütü		Sortino oranı	
	Performans Değeri	Performans Sıralaması	Performans Değeri	Performans Sıralaması	Performans Değeri	Performans Sıralaması
Kira Sertifikaları Fonu	0,231291	1	0,00008344	1	0,732422	1
Borçlanma Araçları Fonu	0,182675	2	-0,00002358	2	0,487262	2

Tablo 5'e göre kira sertifikaları fonunun Sharpe oranı 0,231291 borçlanma araçları fonunun Sharpe oranı 0,182675'dir. Bu noktadan hareketle Sharpe rasyosuna göre kira sertifikaları fonunun, borçlanma araçları fonuna göre daha iyi bir performans gösterdiği söylenebilir. Kira

sertifikaları fonu M² Performans ölçütü 0,00008344 iken Sortino oranı 0,732422 olarak gerçekleşmiştir. Borçlanma araçları fonu M² Performans ölçütü -0,00002358 iken Sortino oranı 0,487262 olarak gerçekleşmiştir. Sharpe oranı sonuçlarına benzer şekilde hem Sortino oranına, hem de M² Performans ölçütüne göre borçlanma araçları fonunun performansı kira sertifikası fonunun performansının gerisinde kaldığı görülmektedir.

Fon unvanlarına göre oluşturulan kira sertifikası ve borçlanma araçları portföylerinin sistematik riske göre fon performansını ölçen modellere ilişkin performans değerleri Tablo 6'da sunulmuştur.

Tablo 6: Sistematiik Riske Göre Fon Performansını Ölçen Modellerin Karşılaştırılması

Fon Türü	Treyner Oranı		T ² Performans ölçütü		Jensen (Alfa) Değeri	
	Performans Değeri	Performans Sıralaması	Performans Değeri	Performans Sıralaması	Performans Değeri	Performans Sıralaması
Kira Sertifikaları Fonu	0,000555	1	-0,53333	1	-0,000357	1
Borçlanma Araçları Fonu	0,000404	2	-0,53348	2	-0,000360	2

Tablo 6'ya göre kira sertifikaları fonunun Treynor oranı 0,000555, borçlanma araçları fonunun Treynor oranı 0,000404'dür. Treynor rasyosuna göre kira sertifikaları fonunun, borçlanma araçları fonuna göre daha iyi bir performans gösterdiği tespit edilmiştir. Kira sertifikaları fonu T² Performans ölçütü -0,53333 iken Jensen (Alfa) değeri -0,000357 olarak gerçekleşmiştir. Borçlanma araçları fonu T² Performans ölçütü -0,53348 iken Jensen (Alfa) değeri -0,000360 olarak gerçekleşmiştir. Hem T² Performans ölçütüne göre, hem de Jensen (Alfa) değerine göre kira sertifikası fonu borçlanma araçları fonundan daha iyi performans sergilemiştir.

SONUÇ

İslâm hukukunda, borç akitlerinde paranın zaman değeri nedeniyle enflasyon farkının alınmasına yönelik tartışmalar söz konusudur. Öte yandan enflasyon farkının alınmasına cevaz verilmesinin ise faizin meşrulaşmasına yol açacağı vurgulanmaktadır (Varelci, 2023: 234). Borç ilişkisindeki enflasyon karmaşasına benzer şekilde, yatırım kararlarında da karşılaşılmaktadır. Yatırımcıları enflasyona karşı koruyabilecek faizsiz finansal varlıkların olması yatırımcıların faize yönelmelerini önleyebilecektir. Bu çalışmada ağırlıklı olarak tahvil ve bono gibi faizli finansal varlıklara yatırım yapan borçlanma araçları fonları ile genel olarak faizsiz ürünleri tercih eden kira sertifikaları fonlarının performansının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Faizsiz finansal ürünlerin performansının yüksek olması, bu fonların yatırımcılarını hem enflasyona karşı korunmuş, hem de faize bulaşma riskini ortadan kaldırmış olacaktır.

Çalışmanın amacı, ağırlıklı olarak tahvil ve bono gibi faizli finansal varlıklara yatırım yapan borçlanma araçları fonları ile genel olarak faizsiz ürünleri tercih eden kira sertifikaları fonlarının

performansının karşılaştırılmasıdır. Bu amaç kapsamında Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nda (TEFAS) işlem gören kira sertifikaları fonları faizsiz ürünler olarak, borçlanma araçları fonları ise faiz getirili ürünler olarak ele alınmıştır ve bu fonların 26 Ekim 2018 – 26 Ekim 2023 tarihleri arasındaki göstermiş oldukları performansları, toplam riske göre fon performansını ölçen 3 modele (Sharpe oranı, M^2 Performans ölçütü ve Sortino oranı) ve sistematik riske göre fon performansını ölçen 3 modele (Treynor oranı, T^2 Performans ölçütü ve Jensen (Alfa) değeri) göre karşılaştırılmıştır.

Çalışma sonucunda gerek toplam riske göre fon performansını ölçen modellere, gerekse sistematik riske göre fon performansını ölçen modellere göre kira sertifikaları fonunun borçlanma araçları fonuna göre daha iyi performans gösterdiği sonuca ulaşılmıştır. Başka bir ifade ile kullanılan tüm ölçütlerde (Sharpe oranı, M^2 Performans ölçütü, Sortino oranı, Treynor oranı, T^2 Performans ölçütü ve Jensen (Alfa) değeri) faizsiz fonlar faizli fonlara göre daha iyi bir performansa sahiptir. Öte yandan kira sertifikaları fonunun borçlanma araçları fonlarına göre daha düşük risk seviyesine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu noktadan hareketle yatırımcılara borçlanma araçları fonlarından daha ziyade kira sertifikası fonlarına yatırım yapmaları tavsiye edilebilir. Bu sayede yatırımcıların (1) enflasyonun olumsuz etkilerinden korunabileceği, (2) faiz hassasiyetlerinin zedelenmemiş olacağı, (3) İslami finansal ürünlerin artmasına ve gelişmesine katkı sağlanabileceği savunulabilir.

Araştırmada elde edilen bulguların yatırımcılar için önemli bilgiler sunduğu düşünülmektedir. Performans ölçüm modelleri farklı İslami finansal varlıklar için de kullanılabilir. Araştırma Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformundan (TEFAS) verisi bulunan borçlanma araçları ve kira sertifikası fonları ile sınırlıdır. Bu konuda çalışma yapmak isteyen araştırmacılara uluslararası piyasalarda bulunan farklı yatırım fonlarını ele alarak karşılaştırmalı araştırmalar yapmaları önerilebilir.

KAYNAKÇA

- AAOIFI. (2023, 10 Kasım). *Investment Sukuk*. <https://aaoifi.com/ss-17-investment-sukuk/?lang=en>
- Ahmed, H., & Khan, T. (2007). *10 Risk management in Islamic banking*. In Handbook of Islamic Banking (pp. 144). Edward Elgar Publishing.
- Aktaş, M. M. (2017). Ortaklığa dayalı İslâmî yapılandırılmış finansman ürünü: Muşaraka Sukuk. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (53), 467–487.
- Alpaslan, H. İ., & Kudun, C. (2016). Türkiye’de Sukuk uygulamaları ve vergisel boyutu. *Batman Üniversitesi Yaşam Bilimleri Dergisi*, 6(2-1), 319–337.
- Apaydın, H. Y. (2023) *Kıyas*. Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi. 11 Kasım 2023. <https://islamansiklopedisi.org.tr/kiyas>
- Ashraf, D. (2013). Performance evaluation of Islamic mutual funds relative to conventional funds: Empirical evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 6(2), 105–121. <https://doi.org/10.1108/17538391311329815>
- Christopherson, J. A., Carino, D. R., & Ferson, W. E. (2009). *Portfolio performance measurement and benchmarking*. McGraw Hill Professional.
- Deran, A., & Dikmen, B. B. (2019). Sukuk ve ortaklığa dayalı kira sertifikalarının muhasebeleştirilmesi. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 12(3), 907–927.
- Dönmez, İ. K. (2023), *İcmâ*. Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi. Erişim 11 Kasım 2023. <https://islamansiklopedisi.org.tr/icma>
- Dusuki, A. W., & Abdullah, N. I. (2007). Maqasid Al-Shariah, maslahah, and corporate social responsibility. *American Journal of Islamic Social Sciences*, 24(1), 25–45.
- Elfakhani, S., Hassan, M. K., & Sidani, Y. (2005). *Comparative performance of Islamic versus secular mutual funds*. 12th Economic Research Forum Conference, Kahire, Mısır, 53, 19–21.
- Güçlü, F., & Şekkeli, F. E. (2020). Türkiye’deki İslami ve konvansiyonel hisse senedi yatırım fonlarının performans analizi ve karşılaştırılması. *Business & Management Studies: An International Journal*, 8(5), 4463–4486. <https://doi.org/10.15295/bmij.v8i5.1659>
- Harahap, B., Risfandy, T., & Futri, I. N. (2023). Islamic law, Islamic finance, and sustainable development goals: A systematic literature review. *Sustainability*, 15(8), 6626.
- Hassan, K., & Lewis, M. (Eds.). (2009). *Handbook of Islamic banking*. Edward Elgar Publishing.
- Jensen, M. C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945–1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389–416.
- Khan, N., Kchouri, B., Yattoo, N. A., Kräussl, Z., Patel, A., & State, R. (2022). Tokenization of Sukuk: Ethereum case study. *Global Finance Journal*, 51, 100539.

- Mansor, F. (2012). Investment performance of Islamic versus conventional mutual funds: Evidence from Malaysia [Doctoral dissertation]. Australia
- Mansor, F., & Bhatti, M. I. (2011). The Islamic mutual fund performance: New evidence on market timing and stock selectivity. *Economics and Finance Research*, 4, 487–494.
- Marhfor, A. (2016). Portfolio performance measurement: Review of literature and avenues of future research. *American Journal of Industrial and Business Management*, 6, 432–438.
- Mashal, A. M. (2012). Islamic financial in the global financial system. *Asian Economic and Financial Review*, 2(1), 207–213.
- Özel, Ş. (2023), *İstislah*. Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi. 11 Kasım 2023. <https://islamansiklopedisi.org.tr/istislah>
- Rubio, J. F., Hassan, M. K., & Merdad, H. J. (2012). Non-parametric performance measurement of international and Islamic mutual funds. *Accounting Research Journal*, 25(3), 208–226. <https://doi.org/10.1108/10309611211290176>
- Saad, A. A., Ibrahim, U. B., & Napiyah, M. D. M. (2016). Murabahah Sukuk structure: The Shariah challenges and the way forward. *European Journal of Islamic Finance*, (4).
- Sabirzyanov, R., & Hashim, M. H. (2015). Tekaful (İslami sigortacılık), risk yönetimi ve İslamın hedefleri. *Journal of Islamic Economics and Finance (JIEF)*, 1(1), 105.
- Shah, I. U., Iqbal, J., & Malik, M. F. (2012). Comparative valuation between Islamic and conventional mutual fund. *International Research Journal of Finance and Economics*, 96, 28–34.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *The Journal of Business*, 39(1), 119–138.
- Şahin, C. (2019). A financial instrument for individuals having Islamic sensitivity: Sukuk. In İ. Elagöz et al. (Eds.), *Social, human and administrative sciences research papers*. 31–46. Gece Yayınevi.
- Teker, S., Karakurum, E., & Tav, O. (2008). Yatırım fonlarının risk odaklı performans değerlemesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 9(1), 89–105.
- Terzi, A. (2013). Katılım bankacılığı: Kitaba uymak mı, kitabına uydurmak mı?. *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi*, 5(9), 1–15.
- Tok, A. (2009). *Sukuk (Islamic bonds) practices in the framework of Islamic finance system: Evaluations in terms of participation banks and Turkey* [Yeterlilik etüdü]. Sermaye Piyasası Kurulu.
- Treynor, J. L. (1965). How to rate management of investment funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63–75.
- Uysal, M., & Adalı, Z. (2018). Performance measurement of pension investment funds in Turkey: Comparing performance of traditional and Islamic pension investment funds. *Fiscaeconomia*, 2(2), 50–73. <https://doi.org/10.25295/fsecon.2018.02.004>

- Varelci, M. (2023). İslâm hukuku akit teorisi bağlamında enflasyon farkının ödenmesine dair görüşler. *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi*, 41, 217–241.
- Vejzagic, M., & Smolo, E. (2011). Maqasid Al-Shariah in Islamic finance: An overview. *In 4th Islamic Economic System Conference*. 1–22. Kuala Lumpur, Malaysia.
- Yılmaz, R., & Bölükbaşı, R. (2020). Faizsiz finansman bonusu sukuk uygulaması ve muhasebeleştirilmesi. *İşletme Bilimi Dergisi (JOBS)*, 8(1), 167–194. <https://doi.org/10.22139/jobs.661614>

Ek 1: Araştırma Kapsamından Yer Alan Fonlar

Fon Kodu	Borçlanma Araçları Fon Adı	Fon Kodu	Borçlanma Araçları Fon Adı	Fon Kodu	Borçlanma Araçları Fon Adı
AKE	Ak Portföy Eurobond (Amerikan Doları) Borçlanma Araçları Fonu	GYL	Inveo Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	YDK	Yapı Kredi Portföy Çalışan Hesap Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu
AVT	Ak Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	IST	İstanbul Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	YBE	Yapı Kredi Portföy Eurobond (Dolar) Borçlanma Araçları Fonu
APT	Ak Portföy Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	ARE	İstanbul Portföy Yabancı (Gelişmekte Olan Piyasalar) Borçlanma Araçları Fonu	YHT	Yapı Kredi Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu
AYR	Ak Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları (TL) Fonu	IPV	İş Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	YOT	Yapı Kredi Portföy Orta Vadeli Borçlanma Araçları Fonu
AZF	Ak Portföy PY Özel Sektör Borçlanma Araçları (TL) Özel Fonu	TIV	İş Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	YBS	Yapı Kredi Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu
AK2	Ak Portföy Uzun Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	TSI	İş Portföy Maksimum Hesap Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	YOA	Yapı Kredi Portföy PY Borçlanma Araçları (Döviz) Özel Fonu
AUT	Ata Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	IBK	İş Portföy Maximum Kart Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	TZT	Ziraat Portföy Borçlanma Araçları (TL) Fonu
AHU	Atlas Portföy Birinci Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	TI6	İş Portföy Orta Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	HKV	Ziraat Portföy Halkbank Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu
TLE	Aura Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	TBV	İş Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları (TL) Fonu	TZV	Ziraat Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu
GTF	Azimet PYŞ Birinci Borçlanma Araçları Fonu	TPE	İş Portföy PY Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Özel Fonu	VKT	Ziraat Portföy Vakıfbank Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu
GBL	Azimet PYŞ Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	TPO	İş Portföy PY Özel Sektör Borçlanma Araçları (TL) Özel Fonu	Fon Kodu	Kira Sertifikaları Katılım Fonu Adı
DBB	Deniz Portföy Borçlanma Araçları Fonu	TDG	İş Portföy Yabancı Borçlanma Araçları Fonu	AIS	Ak Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu
DBH	Deniz Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu	KRC	Kare Portföy Birinci Borçlanma Araçları Fonu	MPF	Aktif Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım (TL) Fonu
DBK	Deniz Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	OSL	Osmanlı Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	MPK	Aktif Portföy Kira Sertifikası Katılım (TL) Fonu
DBZ	Deniz Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	OSD	Osmanlı Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	VKR	Albaraka Portföy İkinci Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım Fonu
FIT	Fiba Portföy Borçlanma Araçları (TL) Fonu	OKT	Oyak Portföy Birinci Borçlanma Araçları Fonu	RBV	Albaraka Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım (TL) Fonu
FPE	Fiba Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	OGF	Oyak Portföy Oyak Üyeleri ile Çalışanlarına Yönelik Borçlanma Araçları Özel Fonu	RBT	Albaraka Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu
FPK	Fiba Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	FI3	Qnb Finans Portföy Borçlanma Araçları Fonu	GLS	Azimet Portföy Kira Sertifikaları (Sukuk) Katılım Fonu
SKT	Fiba Portföy Şekerbank Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	FUB	Qnb Finans Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu	DPK	Deniz Portföy Kira Sertifikaları Katılım (TL) Fonu
GA1	Garanti Portföy Borçlanma Araçları Fonu	FYT	Qnb Finans Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	YCY	İstanbul Portföy Kira Sertifikaları Katılım Fonu
GPA	Garanti Portföy Eurobond Borçlanma Araçları (Döviz) Fonu	FYO	Qnb Finans Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	IAT	İş Portföy Kira Sertifikaları Katılım (TL) Fonu
TGT	Garanti Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları Fonu	TPF	Tacirler Portföy Borçlanma Araçları Fonu	KTV	KT Portföy Kısa Vadeli Kira Sertifikaları Katılım (TL) Fonu
ECV	Global MD Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	TBT	Teb Portföy Borçlanma Araçları Fonu	KTN	KT Portföy Kira Sertifikaları Katılım (TL) Fonu
HST	Hsbc Portföy Borçlanma Araçları (TL) Fonu	TPL	Teb Portföy Eurobond (Döviz) Borçlanma Araçları Fonu	OTF	Oyak Portföy Türkiye Finans Kısa Vadeli Kira Sertifikası Katılım (TL) Fonu
HPT	Hsbc Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	TNK	Teb Portföy Kısa Vadeli Borçlanma Araçları (TL) Fonu	KIS	Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım (Döviz) Fonu
GYK	Inveo Portföy Borçlanma Araçları (TL) Fonu	TOT	Teb Portföy Özel Sektör Borçlanma Araçları Fonu	EKF	Qinvest Portföy Kira Sertifikası Katılım (TL) Fonu