

## SERMAYE PİYASASINDA İSLAMİ İLKELER: SEÇİLMİŞ FİNANSAL VARLIKLAR VE OPERASYONEL İŞLEMLER ÜZERİNE BİR İNCELEME\*

Mevlüt CAMGÖZ<sup>1</sup>

### Öz

Bu çalışmanın amacı İslami sermaye piyasaları ile ilgili 1990'lı yıllardan bu yana yapılan kalitatif çalışmaları analitik olarak değerlendirip, özgün bir teorik çerçeve sunmaktır. Sermaye piyasaları ile ilgili İslami ilkeler, finansal varlıklar ve operasyonel işlemler şeklinde iki temel başlıkta tahlil edilmiştir. Finansal varlıklar başlığı altında imtiyazlı hisse senetleri, tahviller, forward ve futures kontratlar, opsiyon ve SWAP sözleşmeleri inceleme konusu yapılmıştır. Operasyonel işlemler başlığı ise finansal yatırım süreçleriyle ilgilidir. Bu bağlamda spekülasyon, manipülasyon, açığa satış ve marj hesabı konuları ele alınmaktadır. Burada temel amaç fihki değerlendirme ve çıkarımlar yapmaktan ziyade, İslam âlimleri ve iktisatçıların 1990'lı yıllardan bu yana oluşturduğu birikimi finans kuramı bağlamında analitik olarak sınıflandırıp, İslami sermaye piyasaları literatürüne teorik bir zemin kazandırmaktır.

İncelenen eserlerde, İslam âlimleri ve iktisatçıların yaygın kanısına göre mevcut yapılarıyla imtiyazlı hisse senetleri, tahviller, forward ve futures kontratlar, opsiyon ve SWAP sözleşmeleri, açığa satış ve faiz karşılığında marj hesaplarının kullanılması İslami yatırımcılar açısından uygun değildir. Ancak spekülasyon meselesi tartışmalıdır. İlk dönem İslam iktisatçıları spekülatif işlemlerin garar unsuru taşıdığını, bu sebeple spekülasyonun İslami sermaye piyasasında uygun olmadığı görüşünde birleşmektedir. Ancak sabit getirili menkul kıymetler hariç, İslami yatırımcıların kâr zarar paylaşımına dayalı olarak hisse senedi yatırımı yapmalarının uygun olduğu, üzerinde görüş birliği olan bir konudur.

**Anahtar Kelimeler:** İslami Sermaye Piyasası, Sermaye Piyasasında İslami İlkeler

## ISLAMIC PRINCIPLES FOR CAPITAL MARKETS: A STUDY ON SELECTED FINANCIAL ASSETS AND OPERATIONAL TRANSACTIONS

### Abstract

The aim of this study is to provide an original theoretical framework by analytically evaluating qualitative studies since 1990s related to Islamic capital markets. Islamic principles regarding capital markets are analyzed under two main headings as financial assets and operational transactions. Under the heading of financial assets, preferred stocks, bonds, forward and futures contracts, options and SWAP agreements are examined. Operational transactions are related to financial investment processes. In this context, speculation, manipulation, short selling and margin accounts are discussed. The main purpose here is not to make legal conclusions and inferences but to classify the academic discussions analytically that has been formed since 1990s, in the context of financial theory and to give a theoretical background to the literature of Islamic capital markets.

In the examined works, according to the widespread belief of Islamic scholars and economists, it is not appropriate for Islamic investors to use preferred stocks, bonds, forward, futures, options and SWAP contracts, short sales and margin accounts. However, the issue of speculation is controversial. First-generation Islamic economists argue that speculative transactions have gharar element and therefore speculation is not permissible in the Islamic capital market. However, except for fixed income securities, there is a consensus among modern Islamic economists that it is permissible for Islamic investors to invest in stocks based on profit-loss sharing principle.

**Key Words:** Islamic Capital Market, Islamic Principles for Capital Markets

\* Bu makale yazar tarafından kaleme alınan “İslami Hisse Senedi Yatırımı ve İslami Endekslerin Performansının Değerlendirilmesi” başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

<sup>1</sup>Arş. Gör. Dr., Kırklareli Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, mcamgoz@klu.edu.tr

## Giriş

Sermaye piyasaları modern finansal sistemin en önemli unsurlarından birisidir. Fon fazlası olan yatırımcılar ile fon ihtiyacı olan girişimciler muhtelif araçlar ve araçlar kullanmak suretiyle sermaye piyasalarından faydalanmaktadır. Bu anlamda iyi düzenlenmiş, etkin ve sağlıklı işleyen sermaye piyasaları ekonomik gelişme ve kalkınmada önemli bir rol üstlenmektedir.

Bununla birlikte konvansiyonel sermaye piyasaları İslami yatırımcı ve girişimciler açısından birçok farklı açıdan uygun bir görünüm arz etmemektedir. 1970'lerde bankacılık alanında hayata geçen İslami finans uygulamalarından sonra 1990'lı yıllarda İslami sermaye piyasalarına olan ihtiyaç ortaya çıkmıştır. Nitekim bazı İslam devletlerinin ve belli derecede olgunluğa erişen İslami Finans Kuruluşlarının (İFK) teşvikleriyle çeşitli araştırma merkezleri ve başlıca uluslararası kurumların çalışmaları sonucunda konvansiyonel sermaye piyasalarında İslami ilkelere göre yatırım yapılabilecek bir çerçeve oluşturulmuştur.

İslami izleme teknikleri olarak bilinen bu çerçeve sermaye piyasalarında yer alan hisse senetlerinin belirli kriterlere göre değerlendirilip filtrelenmesi sonucunda İslami yatırımcılar için uygun hisse senetlerinin belirlenmesini mümkün kılmaktadır. Nitekim Dow Jones, Morgan Stanley Capital International (MSCI), Financial Times Stock Exchange (FTSE) vb. gibi uluslararası kurumlar 1990'lı yılların sonundan itibaren dünya genelinde İslami endeksler yayınlamaya başlamışlardır. Uygulama alanında yaşanan gelişmelerle birlikte izleme teknikleri ve İslami endekslerle ilgili çok sayıda akademik çalışma da yapılmıştır.

İslami sermaye piyasaları üst başlığında değerlendirilebilecek bu çalışmalar temel olarak iki gruba ayrılabilir. Birinci grup İslami endeks ve sukuk gibi sermaye piyasası araçlarıyla ilgili kantitatif araştırmalardan meydana gelmektedir. Bu çalışmalarda İslami endekslerin konvansiyonel endekslere göre finansal performansları, ekonomik kriz dönemlerinde riskten korunma sağlayıp sağlamadıkları ve çeşitlendirme potansiyelleri inceleme konusu olmaktadır. İkinci grup çalışmalar ise İslami sermaye piyasaları ile ilgili fihhi, teorik ve metodolojik meselelerin ele alındığı kalitatif araştırmalardır. İlk gruba kıyasla daha az incelenen bu tip konular oldukça dağınık bir görünüm arz eder. İslami sermaye piyasaları ile ilgili teorik çerçevenin henüz teşekkül etmemiş olması bu olgunun en önemli müsebbibidir.

Bu çalışmanın amacı ise İslami sermaye piyasaları ile ilgili 1990'lı yıllardan bu yana yapılan kalitatif çalışmaları analitik olarak değerlendirip, özgün bir teorik çerçeve sunmaktır. Sermaye piyasaları ile ilgili İslami ilkeler, finansal varlıklar ve operasyonel işlemler şeklinde iki temel alanda tahlil edilmiştir. Finansal varlıklar başlığı altında imtiyazlı hisse senetleri, tahviller, forward ve futures kontratlar, opsiyon ve SWAP sözleşmeleri inceleme konusu yapılmıştır. Operasyonel işlemler başlığı ise finansal yatırım süreçleriyle alakalıdır. Bu bağlamda spekülasyon, manipülasyon, açığa satış ve marj hesabı konuları ele alınmaktadır.

Bu yaklaşımdaki temel amaç fihhi değerlendirme ve çıkarımlar yapmaktan ziyade, İslam âlimleri ve iktisatçılarının 1990'lı yıllardan bu yana oluşturduğu birikimi finans kuramı bağlamında analitik olarak sınıflandırıp, İslami sermaye piyasaları literatürüne teorik bir zemin kazandırmaktır.

Çalışmanın takip eden başlığında İslami sermaye piyasası kavramıyla ilgili temel açıklamalar yer almakta, müteakiben finansal varlıklar ve operasyonel işlemler alt başlıklarında yukarıda bahsi geçen menkul kıymet ve sermaye piyasası işlemlerine ilişkin temel değerlendirmelere yer verilmektedir.

### 1. İslami Sermaye Piyasası

İslami sermaye piyasası her türlü alım-satım işleminin ve diğer operasyonların İslami prensip ve gerekliliklere göre yapıldığı menkul kıymet piyasaları olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla İslami bir sermaye piyasasında faiz, garar, meysir, spekülasyon, manipülasyon, ihtikâr gibi İslam'a göre

yasak olan işlem, uygulama ve davranış tarzları yer almaz (Abdul Rahman, Shahrim, & Ramli, 2014, s. 67).

İslami sermaye piyasasının temel amacı ve fonksiyonları konvansiyonel piyasalar ile aynıdır. Ancak bu amaç ve fonksiyonlar gerçekleştirilirken İslami sermaye piyasasında belirleyici olan daha önce de değinildiği gibi İslami prensip ve kurallardır. Bu anlamda İslami sermaye piyasası, İslami prensipler çerçevesinde işlem yapmak isteyen girişimci ve yatırımcılar, banka ve sigorta şirketleri ve diğer katılımcılar açısından fonların el değiştirdiği, risk dağıtımı ve diğer finansal işlemlerin gerçekleştirildiği bir pazar olarak fonksiyon gösterir (Muhammad, Sairally, & Habib, 2015, s. 10).

Sermaye piyasalarının etkin ve verimli fonksiyon gösterebilmesi için birçok yönden desteklenmesi gerekir. Nitekim gelişmiş ülke örneklerinde sermaye piyasalarının tarihsel gelişim süreçleri dikkate alındığında piyasaların etkin ve verimli çalışabilmesi adına birçok düzenleme ve iyileştirmenin yapıldığı ve halen yapılmaya devam ettiği görülür. Hâlihazırda İslam ülkelerinde konvansiyonel bir yapı çerçevesinde kurulmuş olan sermaye piyasalarının İslami prensipler çerçevesinde fonksiyon gösterebilmesi için daha da fazla düzenleme ve iyileştirmeye ihtiyaç duyulmaktadır.

ISRA (International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance) tarafından yapılan bir araştırmaya göre İslami sermaye piyasalarının etkin ve verimli çalışabilmesi için birtakım gereklilikler bulunmaktadır. Bunlar (Muhammad, Sairally, & Habib, 2015, ss. 21–26):

- i. Fetva kurulları: fetva kurulları sermaye piyasasındaki tüm paydaşların işlemlerini İslami prensipler çerçevesinde yapabilmelerini garanti altına alır.
- ii. Kurumsal yönetim: kurumsal yönetim uygulamaları şeffaflık ve bilgisel etkinliğin sağlanması; içerden öğrenenlerin ticareti, dolandırıcılık ve manipülasyon gibi faaliyetlerin engellenmesini sağlar.
- iii. Yasal ve düzenleyici çerçeve: İslami sermaye piyasalarının gerekliliklerine uygun yasal düzenlemeler yapılmalıdır. Düzenleyici kuruluşların faaliyet çerçevesi de bu anlamda yeniden belirlenebilir.
- iv. Muhasebe ve vergi uygulamaları: İslami işlem ve operasyonların yine bu çerçeveye uygun muhasebe teknikleri kullanılarak raporlanması gerekmektedir.
- v. Risk yönetimi: İslami prensiplere uygun risk yönetimi araçları geliştirilerek işlem ve operasyonlar sonucu piyasa katılımcılarının karşılaştığı riskler dengelenmelidir.
- vi. Ürün standardizasyonu: İslami sermaye piyasası araçlarının standart hale getirilmesi hem işlem ve operasyonları kolaylaştıracak hem de piyasa etkinliğini sağlayacaktır.
- vii. Yeni ürün geliştirme: İslami sermaye piyasalarının gelişebilmesi için katılımcıların ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik yeni ürünler geliştirilmelidir.

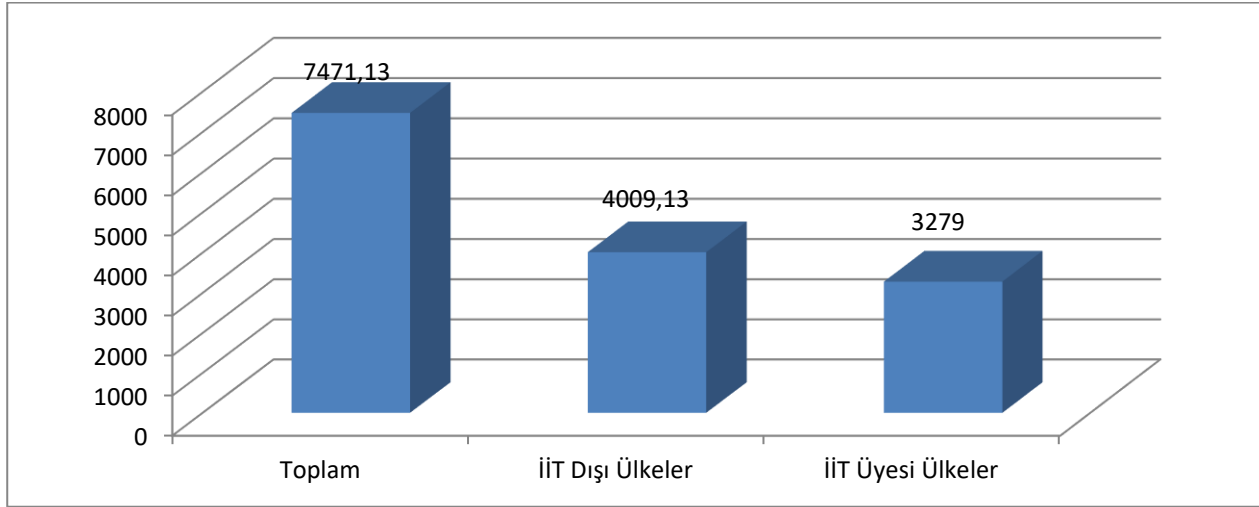
## 2. İslami Sermaye Piyasalarının Ekonomik Potansiyeli

İslami finans özellikle 1990'lı yıllardan itibaren dünya genelinde ilgi duyulan bir konu haline gelmiştir. Müslüman nüfusu olan ülkelerin yanı sıra bazı gelişmiş ülkelerde de sektörün taşıdığı ekonomik potansiyel sebebiyle İslami finansa duyulan merak artmış ve çeşitli İslami finans uygulamaları hayata geçirilmiştir. Finansal piyasaların işleyişi gereği bankacılık alanında daha ağırlıklı görülen İslami finans uygulamalarının geçtiğimiz on - on beş yılda sukuk, tekâfül, hisse senetleri, yatırım fonları ve diğer bazı sermaye piyasası araçlarında da hızla payını arttırdığı görülmektedir. Nitekim günümüzde İslami finans sektörü çift haneli büyüme rakamlarıyla birçok piyasa oyuncusunun dikkatini çekmeyi başarmıştır.

2000'li yılların başından bu yana birçok İslam ülkesi İslami finans uygulamalarını yaygınlaştırmak için çaba içerisine girmiştir. Bu amaç doğrultusunda çok sayıda yasal düzenleme yapılmış, yeni İslami finans uygulamaları ve ürünleri geliştirilmiş ve çeşitli eğitim programları açılmıştır. Ayrıca İFK'ların ve hükümetlerin desteğiyle standart geliştiren, İslami finans uygulamalarının

yaygınlaşması için teknik, teorik ve pratik destek sağlayan, İslam ülkeleri arasında işbirliği sağlamaya çalışan çok sayıda araştırma merkezi ve düzenleyici kurum tesis edilmiştir.

**Grafik 1:** En Büyük 30 Varlık Fonunun Değeri (Milyar \$)



Kaynak: Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI)

Hiç kuşku yok ki İslami finansa olan ilgi ve bu alandaki çalışmalar önümüzdeki yıllarda artmaya devam edecek ve önemli gelişmeler yaşanacaktır. Ancak bu çerçevede özellikle vurgulanması gereken İslami sermaye piyasalarının taşıdığı gelişme potansiyelidir.

İlk olarak İslam ülkeleri önemli bir ekonomik potansiyele sahiptir. Gelişmekte olan bu ülkeler yüksek büyüme oranları ve eğitim düzeyi gittikçe artan demografik yapısıyla dikkat çekmektedir. Ancak bundan da önemlisi dünya genelinde en büyük otuz varlık fonunun toplam değerinin neredeyse yarısı İİT (İslam İşbirliği Teşkilatı) üyesi ülkelere aittir. Genellikle petrol kaynaklı olan bu fonların önümüzdeki yıllarda konvansiyonel finansal sistemden İslami finans sistemine doğru kayması beklenmektedir. Çünkü yukarıda da anlatıldığı gibi son dönemlerde birçok İslam ülkesinde İslami finans konusuna olan duyarlılık artmıştır.

**Tablo 1:** Dünya Genelindeki İslami Finans Varlıkları (Milyar \$)

Yıl	İslami Bankacılık	Tekâfül	Diğer	Sukuk	İslami Fonlar	Toplam
2012	1,269	31	88	260	45	1,693
2013	1,203	31	88	284	53	1,659
2014	1,364	34	109	299	58	1,864
2015	1,451	38	106	342	66	2,004
2016*	1,657	40	111	328	72	2,207
2017*	1,854	42	115	343	77	2,432
2018*	2,076	45	120	358	84	2,683
2019*	2,311	48	124	367	90	2,941
2020*	2,560	51	129	388	98	3,226
2021*	2,825	54	135	421	105	3,540

Kaynak: Thomson Reuters, 2016, s. 29

\* 2016 ve sonrası ilgili kurum tarafından öngörülen tahmini rakamlardır.

İkinci olarak günümüzde bile İslami sermaye piyasalarının genel anlamda İslami finans sisteminden aldığı pay oldukça düşüktür. İslami bankacılık sistemi kurumsal gelişimini büyük ölçüde tamamladığı ve bilinirliği daha yüksek olduğu için İslami varlıkların önemli bir kısmını kendine çekmektedir. Ancak sukuk, hisse senetleri, yatırım fonları ve diğer İslami sermaye piyasası araçları önümüzdeki yıllarda daha çok yaygınlaşacak, bilinirliği artacak ve çok daha fazla yatırımcının ilgisini çekecektir. Bu da tabii olarak İslami sermaye piyasalarının İslami finans sistemi içerisinde daha yüksek düzeyde pay almasını sağlayacaktır.

Tablo 2’de görüldüğü gibi dünya genelinde en yüksek piyasa değerine sahip menkul kıymet borsaları arasında hiçbir İİT üyesi ülke bulunmamaktadır. Bu olgu çok çeşitli tarihsel ve ekonomik faktöre bağlı olarak açıklanabilir. Ancak elinde ciddi miktarda mali kaynağı olan İslam ülkelerinde sermaye piyasalarının gelişme kaydedememiş olmasının önemli bir nedeni de İslami sermaye piyasası uygulamalarına gerekli önemin verilmemiş olmasıdır. Özellikle petrol kaynaklı fonların 1970’li yıllardan itibaren dünya ekonomisinde oynadığı rol dikkate alınacak olursa, 20. yüzyılın ikinci yarısında İslam dünyasının önemli bir fırsatı kaçırdığı söylenebilir. Yani İslami sermaye piyasalarının gelişiminin genel olarak İslam ülkelerinin ekonomik gelişimine ve kalkınmasına da önemli bir katkı sağlayacağı söylenebilir.

**Tablo 2:** *En Yüksek Piyasa Değerine Sahip Borsalar (Milyar \$, Haziran 2017)*

Ülke - Borsa	Piyasa Değeri	Ülke - Borsa	Piyasa Değeri
ABD (NYSE Euronext)	20,658	Kanada (Toronto)	2,128
ABD (Nasdaq)	8,745	Almanya	1,993
Japonya (Japan Exchange Group)	5,501	Hindistan (Bombay)	1,948
Çin (Shanghai)	4,536	İsviçre	1,639
Avrupa (NYSE Euronext)	4,034	Kore	1,548
İngiltere (London Stock Exchange Group)	4,004	Kuzey Avrupa (Nasdaq Nordic Exchange)	1,472
Honk Konk	3,674	Avustralya	1,365
Çin (Shenzhen)	3,347		

*Kaynak: Securities & Futures Commission of Hong Kong, World Federation of Exchanges, Bloomberg.*

### 3. Sermaye Piyasasında İslami İlkeler

Bu alt başlıkta İslam ticaret hukuku ilkelerinin günümüz sermaye piyasalarına ilişkin çıkarımları ele alınacaktır. Ancak bu ifadeden Kur’an-ı Kerim ayetleri ve hadislerle dayanarak sermaye piyasalarındaki finansal varlık ve operasyonel işlemlere ilişkin hüküm çıkarılacağı anlaşılmamalıdır. Buradaki asıl amaç İslami finans uygulamalarının başladığı 1970’li yıllardan günümüze kadar İslam iktisatçıları ve âlimleri tarafından ele alınmış sermaye piyasaları ilgili meseleleri analitik bir çerçeve içerisinde ortaya koymaktır.

Önceki bölümde detayları aktarıldığı gibi İslam ticaret hukukunun finansal piyasalara ilişkin yasakları dört temel başlık altında özetlenebilir. Bunlar: (i) faiz, (ii) garar, (iii) kumar/meysir, (iv) haram ürün ve hizmetlerdir. Yani kural olarak sermaye piyasası yatırımlarında bu sayılan dört unsurun bulunmaması gerekmektedir. Aksi takdirde elde edilen gelir İslami açıdan uygun/helal olmayacaktır.

Yukarıda sayılan haram unsurlar temelde iki konuda gelir oluşum süreci ile ilişkilendirilebilir. Bunlardan ilki yatırım yapılan finansal varlığın niteliği, ikincisi ise bu yatırım sürecinin operasyonel işlemleri ile ilgilidir. Bu sebeple bu hususta belirleyici olan İslami sermaye piyasasında bir yatırımın finansmanı, alış-satış işlemleri, elde tutma dönemi ve yatırımın

sonuçlandırılması süreçlerinde caiz görülmeyen ürün, uygulama ve işlemlerin olup olmadığıdır. Bu konular takip eden kısımda finansal varlıklar ve operasyonel işlemler başlığı altında incelenecektir.

### 3.1. Finansal Varlıklar

Kâr payı dağıtımında ve tasfiyede adi hisse senetlerine nazaran bazı ilave hakları olan imtiyazlı hisse senetleri İslam iktisatçıları arasında yaygın olan görüşe göre caiz değildir. İlk olarak bu hisse senetlerinin önceden tutar/oranı belirlenmiş ve ödenmesi kesin kâr payı alma hakkına sahip olması faizli işlem gibi değerlendirilmektedir. İkincisi ise imtiyazlı hisse sahiplerinin tasfiye durumunda adi hisse senedi sahiplerine göre birtakım ayrıcalıklara sahip olması kâr zarar paylaşımı ilkesine aykırı görülmektedir. Bu sebeple Malezya uygulaması dışında imtiyazlı hisse senetleri İslami açıdan uygun görülen bir yatırım aracı olarak kabul edilmemektedir (Iqbal & Mirakhor, 2011, s. 177; Mannan, 1993, s. 48; Vogel & Samuel, 1998, s. 170).

Konvansiyonel tahvillerin İslami açıdan uygun olmadığı üzerinde İslam iktisatçıları ve âlimleri arasında görüş birliği bulunmaktadır. Çünkü bilindiği gibi tahviller yatırımcılarına belirli bir dönemde belirli bir oran üzerinden faiz getirisi sağlamaktadır. Faiz yasağı gereği böyle bir yatırım aracı İslami yatırımcılar açısından uygun değildir (Karaman, 1994, s. 60; Naughton & Naughton, 2000, s. 148; Siddiqi, 1983/1403H). Ayrıca Sıddıki'ye (1983) göre ihraççının iflası halinde uygulanan cezai malî müeyyideler de faiz olarak kabul edilmektedir.

Türev ürünler İslami finans alanında belki de en tartışmalı konulardan birisidir. Özellikle İslami finans kurumlarının risk yönetim süreçlerinde ihtiyaç duyduğu bu enstrümanlara İslam âlimleri oldukça mesafeli durmaktadır. Çünkü bu ürünler yapıları gereği daha önce bahsedilen fihhi ilkeleri ihlal etmektedir. Bu sebeple genel kabul gören görüşe göre konvansiyonel türev ürünler mevcut halleriyle İslami açıdan uygun bulunmamaktadır.

Daha önce ifade edildiği gibi bir finansal enstrümanın veya işlemin İslami açıdan caiz görülebilmesi için bazı şartları sağlaması gerekmektedir. Öncelikle bu enstrüman veya işlem faiz, garar, kumar/meysir gibi temel unsurları içeriğinde barındırmamalıdır. Bu yasaklara ilaveten İslam dininin satış işlemine yönelik bazı ek şartları bulunmaktadır. Buna göre öncelikle satışa konu olan varlık bizatihi helal olmak zorundadır. Bununla birlikte satışa konu varlık fiziksel olarak bulunmalı ve satılabilir formda olmalı; satıcı varlığın yasal mülkiyetini elinde bulundurmalıdır (Ismath Bacha & Mirakhor, 2013, s. 315).

Örneğin forward ve futures kontratlar üç hususta İslami prensipleri ihlal etmektedir. Birincisi, bu kontratlar henüz var olmayan bir varlığa dayalı olarak düzenlenebilmektedir. Bu özellik İslami prensiplerden dayanak varlığın sözleşme anında var olma ve satışa hazır halde bulunma şartına aykırıdır. İkincisi, dayanak varlık sözleşme anında var olsa bile forward ve futures kontratlar satıcıya ilgili dayanak varlığı sözleşme sürecinde satma hakkı tanımaktadır. Oysaki İslam'a göre satıcı sözleşme sürecinde dayanak varlığın mülkiyetini elinde bulundurmalıdır. Üçüncüsü, bu sözleşmeler alıcıya dayanak varlığı yeniden satma veya teslimden önce sözleşme şartlarını yerine getirme hakkı tanımaktadır. İslam sözleşme hukukuna göre alıcı dayanak varlığı teslim aldıktan sonra yeniden satabilmektedir (Hassan & Mahlknecht, 2011, s. 148).

Konvansiyonel finans sisteminin en fonksiyonel enstrümanlarından olan opsiyonlar için durum forward ve futures kontratlara göre biraz daha farklıdır. İslami prensiplere göre sözleşmeye konu dayanak varlık bir mal, kullanım hakkı (menfa'a) veya mali bir hak olabilir. Opsiyonlar mutlak anlamda alış veya satış hakkını temsil ettiği için yukarıda ifade edilen en temel ilkeyi ihlal etmektedir (Hassan & Mahlknecht, 2011, s. 150).

SWAP sözleşmeleri de diğer türev ürünlerde olduğu gibi çeşitli sebeplerle İslami açıdan mahsurlar barındırmaktadır. Özellikle faiz oranı ve para swaplarında taraflar faizli muameleler yapmaktadır. Ayrıca bu sözleşmelerin büyük çoğunluğunun vadeli taahhütleri içermesi garar unsurunu da ihtiva

ettiğini gösterir. Bununla birlikte bazı İslam âlimlerine göre belirli şartlar altında emtia swaplarının kullanımını caiz görülmektedir (Al-Amine, 2008, ss. 307–308; Sardehi, 2008, s. 18).

İslam ülkeleri genelinde türev ürünlerle ilgili belki de en marjinal yaklaşım Malezya uygulamasında görülmektedir. IFSA'ya göre (The Malaysian Islamic Financial Services Act) İslami ilkelere uygun düzenlenmek şartıyla ve dayanak varlığın caiz olması halinde türev ürünler İFK'lar tarafından risk yönetimi amacıyla kullanılabilir. Bu yaklaşımın en önemli gerekçelerinden bir tanesi (maslahat prensibi gereği) İFK'ların ve işletmelerin risk yönetimi yapmaması halinde ekonomik dalgalanmalardan büyük zarar görecekları ve dezavantajlı duruma düşecekleridir (Muhammad, Sairally, & Habib, 2015, ss. 629–631).

### 3.2. Operasyonel İşlemler

#### 3.2.1. Spekülasyon

Portföy teorisi literatürünün en çok başvurulan kaynaklarından biri olan Bodie vd. (2014) spekülasyonu “*karşılığında orantılı bir getiri elde etmek amacıyla alındığı varsayılan kayda değer yatırım riski*” olarak tanımlamaktadır (Bodie, Kane, & Marcus, 2014, s. 169). Yatırım kavramından farklı bir anlamda kullanılan spekülasyon teorik olarak tanımlanabilse de henüz pratik uygulamalarında tam anlamıyla sınırları çizilebilmiş değildir. Başka bir ifade ile literatürde menkul kıymetler piyasasında yapılan bir işlemin ne zaman spekülasyon ne zaman yatırım olduğu net bir şekilde ortaya konamamıştır.

Çoğu teorisyen spekülasyonun finansal piyasalara likidite kazandırdığını ve piyasa etkinliğine önemli katkıların olduğunu konusunda hemfikirdir. Bununla birlikte tarihte bolca örneği görülen kontrolsüz spekülasyonların yatırımcılara ve ekonomilere ciddi manada zarar verdiği de vakiydir. Bu sebeple spekülasyonun piyasayı kendi çıkarlarına yönlendirecek düzeyde pozisyon almalarını önlemek amacıyla alınan çeşitli tedbirler vardır. Ayrıca başta ABD (Amerika Birleşik Devletleri) olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda spekülasyonun sınırlarını çeşitli fiyat mekanizmaları da görülmektedir.

Konvansiyonel piyasalarda bile hakkında çeşitli düzenlemeler bulunan spekülasyon meselesi İslami sermaye piyasasında da önemli bir tartışma alanı olarak durmaktadır. Daha önceki bölümde anlatıldığı gibi bir kazancın helal sayılabilmesi için sağlaması gereken şartlardan bir tanesi de garar ve kumar unsurlarından arî olması gereğidir. Nitekim İslam iktisatçıları ve âlimleri de spekülasyon meselesini çoğu zaman garar ve kumar olguları çerçevesinde ele almışlardır.

İlk dönem İslam iktisatçıları ve hukukçuları spekülasyonun garar unsuru taşıdığını ve hatta bazen kumar derecesine vardığını, bu sebeple spekülasyonun İslami sermaye piyasasında caiz olmadığı görüşünde birleşmektedir. Hatta bu görüşten hareketle sermaye piyasalarını tamamen reddeden yaklaşımlar bile vardır (Iqbal & Mirakhor, 2011, ss. 182–183; Mannan, 1993, ss. 37–44; Mannan, 1993, ss. 37–44). Ancak sabit getirili menkul kıymetler hariç, İslami yatırımcıların gelir elde etmek amacıyla kâr zarar paylaşımına dayalı olarak şirketlere ortak olmaları/hisse senedi yatırımı yapmalarının caiz olduğu üzerinde görüş birliği olan bir konudur. İşte tam da bu noktada İslam iktisatçıları bir işlemin ne zaman spekülasyon ne zaman yatırım olacağı üzerinde bir çerçeve çizmeye çalışmaktadır.

Bu bağlamda İslam iktisatçıları tarafından yapılan ilk vurgu yatırımın amacına yöneliktir. İslami yatırımcıların özellikle hisse senedi yatırımındaki temel amacı kâr zarar paylaşımı yapmak üzere bir şirkete ortak olmaktır. Daha önce bahsedildiği gibi İslam ticaret hukukunun hem ortaklığa ilişkin sözleşmeye hem de ortak olunan şirketin faaliyetlerinin mahiyetine ilişkin çeşitli düzenleme ve kısıtlamaları bulunmaktadır. Ancak spekülasyon çoğu durumda sadece beklentileriyle uyumlu varlıklara yönelir. Dolayısıyla yatırımlarında bir ortaklıktan ziyade ilgili menkul kıymetin alış satışından elde edecekleri getiriye odaklanırlar. Bununla birlikte yatırım yaptıkları menkul kıymetlerin ait olduğu şirketler ve endüstriler önemli değildir (Naughton & Naughton, 2000, ss. 151–153).

İkinci vurgu ise yatırım ufkuna ilişkindir. Bilindiği gibi spekülasyonun en önemli özelliği kısa sürede getiri sağlama amacına dönük olmasıdır. Örneğin spekülasyoncular yatırım yapmış oldukları bir şirketin faaliyetlerinin/projelerinin seyrini takip etmezler. Onlar için ideal durum beklentilerinin gerçekleşmesi ve kârlarını realize etmeleridir. Ancak İslami yatırımcılar bir hisse senedi yatırımını ortaklık olarak gördükleri için alım-satım işlemlerinde belirleyici motivasyon, ilgili şirketin projelerinin/faaliyetlerinin seyridir (Mannan, 1993, ss. 37–44).

Önceki bölümde Malezya örneğinde türev ürünlerle ilgili yapılan açıklamada İFK'ların sadece risk yönetimi amacıyla bu enstrümanları kullanabileceği belirtilmişti. Ancak Malezya'da bile bu ürünlerin spekülasyon amaçla kullanılması caiz görülmemektedir. Çünkü türev ürünler piyasasında dayanak varlığın fiyatı üzerinde belirsizlik söz konusu olduğu durumda yüksek oranda garar ortaya çıkmaktadır. Böyle bir durumda türev ürünler üzerinde spekülasyon yapılması ekonomide çalkantılara yol açabilir. Dolayısıyla futures, swap ve opsiyon işlemlerinde spekülasyon yapılması İslami prensiplerle uyumlu olmayıp garar ve meysir barındırmaktadır. Ayrıca bu tip işlemlerde kazanç ve kayıp dışsal faktörlere bağlıdır (Muhammad, Sairally, & Habib, 2015, s. 96).

### 3.2.2. Manipülasyon

Manipülasyon ABD sermaye piyasası yasalarında şöyle tanımlanmaktadır: '*... bir varlığın piyasa fiyatını kontrol ederek veya yapay bir biçimde etkileyerek yatırımcıları kandırmak amacıyla yapılan kasıtlı davranışlar. Manipülasyon bir varlığın arz ve talebini etkileyebilecek birden fazla tekniği içerebilir. Bunlar: bir firma hakkında yanlış veya yanıltıcı haberler yaymak; uygun olmayan yollarla hisse senedi sayısını kısıtlamak; hileli fiyat teklifleri veya işlemlerle varlığın talebinin yanlış veya yanıltıcı bir görünüm arz etmesine sebep olmak*' (SEC, t.y.a).

Bu tanımdan hareketle manipülasyon genel anlamda bir malın arz ve talebini etkileyerek fiyat oluşum sürecinin yönlendirilmesi olarak kabul edilebilir. Klasik İslam hukukunda bugünkü kullanılan anlamıyla manipülasyon kavramını bulmak mümkün değildir. Ancak arz, talep ve fiyatlar konusunda ayrıntılı fıkhi değerlendirmelere İslam dininin ilk dönemlerinden itibaren rastlamak mümkündür.

İslam dininde ilke olarak fiyatların arz ve talebe göre teşekkül etmesi kabul edilir. Fiyat oluşum sürecine diğer piyasa oyuncularıyla birlikte düzenleyici kurumların hatta devletin bile müdahale etmemesi istenir. Başka bir deyişle arz ve talep güçleri her türlü suni faktörden uzak, gerçek olmalıdır. Dolayısıyla İslam dininde fiyatları arz yönünden etkileyebilecek ihtikâr ve talep yönünden etkileyebilecek her türlü fiil, aldatmacaya ve adaletsizliğe sebep olduğu için birçok İslam âlimi tarafından caiz görülmemektedir (Obaidullah, 2001).

İhtikâr kelimesinin sözlük anlamı tedavülden çekmek, istiflemek, tekeline almak manalarına gelmektedir. Hadis kaynaklarında ihtikâr kavramına rastlanmakta ancak Kur'an-ı Kerim ayetlerinde görülmemektedir. Klasik fıkıh eserlerinde ihtikâr: gıda maddelerinin şehirden veya küçük yerleşim yerlerinin yakın çevresinden satın alındıktan sonra bekletilerek o malın arzının suni olarak düşürülmesi ve bölge halkına zarar verilmesi anlamında tanımlanmaktadır. Ancak ihtikârın hükmü konusu İslam hukukçuları arasında tartışmalıdır. Bu tartışmaların kaynağında ihtikârın tanımıyla birlikte, mahiyeti ve fıkhi hükümlerin yorum farklılıkları da bulunmaktadır (Kallek, 2000, ss. 560-561).

İhtikârla birlikte bir malın fiyatının suni olarak yükseltilmesi veya kusurunun gizlenmesi gibi fiiller de modern İslam âlimleri tarafından manipülasyon olarak değerlendirilmektedir. İlk durumda çeşitli mekanizmalar kullanarak bir malın fiyatı suni olarak yükseltilir. Burada amaç diğer alıcı ve satıcıların yönlendirilmesidir. Bir satış işleminde satışa konu olan malın kusurlarının bilerek gizlenmesi aldatmacaya yol açmaktadır. Bu tip fiiller birçok İslam âlimi tarafından caiz görülmemektedir (Muhammad, Sairally, & Habib, 2015, s. 98).



### 3.2.3. Açığa satış

En genel tanımıyla açığa satış, sahip olunmayan bir menkul kıymetin fiyatının düşeceği beklentisi ile ödünç alınıp piyasada satıldıktan sonra ilgili menkul kıymetin fiyatı istenen seviyeye gelince piyasadan satın alınıp ödünç alınan aracıya iade edilmesi işlemidir.

Açığa satış işleminde sahip olunmayan bir menkul kıymet alış satışı konu olduğu için bu işlem gararlı satış olarak addedilebilir ve bu tür işlemler “*sahip olmadığınız şeyleri satmayın*” hadisine göre yasaklanmıştır (Dusuki, 2008: ss. 69-70). Chapra (1986)’ya göre açığa satış işleminin İslami sermaye piyasasında tamamen yasaklanması gerekmektedir. Chapra bu işlemin ekonomik bir fonksiyonu olmadığını ayrıca kamu çıkarlarına da hizmet etmediğini iddia etmektedir (Chapra, 1986).

Ancak, Malezya uygulamasında SAC’in (The Shari’ah Advisory Council) 18 Nisan 2006 tarihli kararına göre *Regüle Edilmiş Açığa Satış* (Regulated Short Selling) işleminin aşırı düzeyde garar taşımadığı gerekçesiyle yapılmasında bir sakınca görülmemektedir (Dusuki, 2008: s. 64). Açığa satışta sahip olunmayan varlıkların satışı söz konusu olduğu için bu işlem olmayan şeyin satışı (bay’ ma’dum) olarak kabul edilmektedir. Esasında İslam dini bu tip işlemleri garar unsuru taşıdığı için yasaklamaktadır. Malezya uygulamasında açığa satış *Regüle Edilmiş Açığa Satış* ve *Menkul Kıymetlerin Ödünç Alınip Verilmesi* (Securities Borrowing and Lending) düzenlemelerine göre yapıldığı için satılan hisselerin teslim ihtimalinin yüksek olduğu ve garar unsurunun oldukça azaldığı iddia edilmektedir (Muhammad, Sairally, & Habib, 2015, s. 179).

İslami finansta açığa satış işlemine alternatif olabilecek sözleşme tipleri de bulunmaktadır. Örneğin selem sözleşmesinde nitelikleri belirli bir emtia satıcının elinde bulunmasa bile bedeli peşin ödenmesi şartıyla ileri bir tarihte teslim edilmek üzere satılabilir (Naughton & Naughton, 2000, s. 153).

### 3.2.4. Marj hesabı

Marj hesabı aracı kurumlar tarafından yatırımcılara sağlanan bir çeşit kredi hesabı olarak işlev görür. Böylece yatırımcılar belirli şartlar çerçevesinde yatırımları için gereken nakit parayı bu hesaptan faiz karşılığı sağlamış olurlar. Marj hesapları yatırımcıların satın alma güçlerini arttırsa da menkul kıymet fiyatlarının beklentiler dışında gerçekleşmesi halinde muhtemel zararlarını da katlamaktadır (SEC, t.y.b: 1).

İslami açıdan marj hesaplarından faiz karşılığı fon kullanılması uygun değildir. Nitekim İslami Fıkıh Akademisi 1993 yılında yayımlanmış olduğu fetvada hisse senedi almak için marj hesabından faiz karşılığı fon kullanmanın caiz olmadığını açıklamıştır (Naughton & Naughton, 2000, s. 153).

Ayrıca Chapra (1986)’ya göre marj hesapları spekülatif fiyat hareketlerini körüklemektedir. Marj alımları işlem hacimlerini yükselterek varlık fiyatlarında gerçek ekonomik koşullardan kaynaklanmayan bir dalgalanma meydana getirmekte, ayrıca piyasa hareketleri faiz oranlarında meydana gelen değişimlere karşı daha hassas bir hale gelmektedir (Chapra, 1986, s. 96).

Marj hesapları ile ilgili İslam iktisatçıları arasında genel bir görüş birliği olsa da Malezya örneğinde mudârebe akdi çerçevesinde düzenlenen marj alımları da görülmektedir. Örneğin Bank Islam Malaysia yatırımcıların kullanımına kâr zarar paylaşım esasına göre düzenlenmiş, yani mudârebe akdini esas alan marj hesapları sunmaktadır (Naughton & Naughton, 2000, s. 153).

## 4. Genel Değerlendirme ve Sonuç

20. yüzyılda İslam ekonomisi ve finansı konusunda geliştirilen teorik çerçeve ve uygulamalar 1970’li yıllarda İslami bankaların doğuşuyla ilk meyvelerini vermiş, sukuk ve diğer sermaye piyasası araçlarının ortaya çıkışıyla 1990’lı yıllar İslami sermaye piyasası için bir dönüm noktası haline gelmiştir. Uygulama alanında yaşanan gelişmelerle birlikte İslami sermaye piyasaları ile ilgili çok sayıda akademik çalışma da yapılmıştır. Bu çalışmaların büyük çoğunluğu İslami endeks ve fonların performans ölçümü, uzun dönem fiyat hareketleri gibi kantitatif özellik gösterir. İslami

sermaye piyasaları ile ilgili fıkhi, teorik ve metodolojik meselelerin ele alındığı kalitatif araştırmalarla ise göreceli olarak daha az karşılaşılmaktadır. Bu çalışmalarda dikkat çeken en önemli eksiklik teorik çerçeve açısından oldukça dağınık bir görünüm arz etmesidir. İslami sermaye piyasaları ile ilgili özgün teorik çerçevenin henüz teşekkül etmemiş olması bu olgunun en önemli müsebbibidir.

Bu çalışmanın amacı ise İslami sermaye piyasaları ile ilgili 1990'lı yıllardan bu yana yapılan kalitatif çalışmaları analitik olarak değerlendirip, özgün bir teorik çerçeve sunmaktır. Sermaye piyasaları ile ilgili İslami ilkeler, finansal varlıklar ve operasyonel işlemler şeklinde iki temel alanda tahlil edilmiştir. Finansal varlıklar başlığı altında imtiyazlı hisse senetleri, tahviller, forward ve futures kontratlar, opsiyon ve SWAP sözleşmeleri inceleme konusu yapılmıştır. Operasyonel işlemler başlığı ise finansal yatırım süreçleriyle alakalıdır. Bu bağlamda spekülasyon, manipülasyon, açığa satış ve marj hesabı konuları ele alınmaktadır.

Bu yaklaşımdaki temel amaç fıkhi değerlendirme ve çıkarımlar yapmaktan ziyade, İslam âlimleri ve iktisatçılarının 1990'lı yıllardan bu yana oluşturduğu birikimi finans kuramı bağlamında analitik olarak sınıflandırıp, İslami sermaye piyasaları literatürüne teorik bir zemin kazandırmaktır.

İncelenen eserlerin büyük çoğunluğunda, İslam âlimleri ve iktisatçılarının yaygın kanısına göre mevcut yapılarıyla imtiyazlı hisse senetleri, tahviller, forward ve futures kontratlar, opsiyon ve SWAP sözleşmelerinin İslami yatırımcılar açısından uygun olmadığı kanısına varılmıştır. Açığa satış işlemi ve faiz karşılığında marj hesaplarının kullanılması konusu da yaygın olan görüşe göre uygun görülmemektedir. Ancak spekülasyon meselesi tartışmalıdır. İlk dönem İslam iktisatçıları ve hukukçuları spekülasyonun garar unsuru taşıdığını ve hatta bazen kumar derecesine vardığını, bu sebeple spekülasyonun İslami sermaye piyasasında caiz olmadığı görüşünde birleşmektedir. Hatta bu görüşten hareketle sermaye piyasalarını tamamen reddeden yaklaşımlar bile vardır. Ancak sabit getirili menkul kıymetler hariç, İslami yatırımcıların gelir elde etmek amacıyla kâr zarar paylaşımına dayalı olarak şirketlere ortak olmaları/hisse senedi yatırımı yapmalarının caiz olduğu üzerinde görüş birliği olan bir konudur. İşte tam da bu noktada İslam iktisatçıları bir işlemin ne zaman spekülasyon ne zaman yatırım olacağı üzerinde bir çerçeve çizmeye çalışmaktadır.

## KAYNAKÇA

- Abdul Rahman, N., Shahrin, Z., & Ramli, R. (2014). *Understanding Islamic Capital Market*. Kuala Lumpur: IBFIM.
- Al-Amine, M. (2008). *Risk Management in Islamic Finance: An Analysis of Derivatives Instruments in Commodity Markets*. Brill's Arab and Islamic Laws Series. Leiden: Brill.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10nd ed.). *The McGraw-Hill/Irwin Series in Finance, Insurance and Real Estate*. New York: McGraw-Hill Education.
- Chapra, M. U. (1986). *Towards a Just Monetary System: A Discussion of Money, Banking and Monetary Policy in the Light of Islamic Teachings*. Leicester.
- Hassan, K., & Mahlknecht, M. (2011). *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*: Wiley.
- Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2011). *An Introduction to Islamic Finance: Theory and Practice* (2nd ed.). *Wiley finance*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia).
- Ismath Bacha, O., & Mirakhor, A. (2013). *Islamic Capital Markets: A Comparative Approach*. *Wiley Finance Series*. Singapore: Wiley.
- Karaman, H. (1994). Menkul Kıymetler Borsası, *İslam Açısından Borsa*, İstanbul: Ensar Neşriyat.
- Kallek, C. (2000). İhtikâr. *Türkiye Diyanet Vakfı İslam Ansiklopedisi*, 21, 560-565.
- Mannan, M. A. (1993). *Understanding Islamic Finance: A Study of the Securities Market in an Islamic Framework*, Islamic Research and Training Institute.
- Muhammad, M., Sairally, B. S., & Habib, F. (2015). *Islamic Capital Market: Principles & Practices*. Kuala Lumpur, Malaysia: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance; Securities Commission Malaysia.
- Naughton, S., & Naughton, T. (2000). Religion, Ethics and Stock Trading: The Case of an Islamic Equities Market. *Journal of Business Ethics*, 23(2), 145–159.
- Obaidullah, M. (2001). Ethics and Efficiency in Islamic Stock Markets. *International Journal of Islamic Financial Services*, 3(2), 145 – 159.
- Sardehi, N. (2008). *Islamic Capital Markets: Developments and Challenges*. Saarbrücken: VDM Verlag Dr. Müller.
- SEC, t.y. A: Manipulation, Erişim: Mart 2016, (<https://www.sec.gov>).
- SEC, t.y. B: Understanding Margin Accounts, Erişim: Mart 2016, (<https://www.sec.gov>).
- Siddiqi, M. N. (1983/1403H). *Issues in Islamic Banking*. Leicester, London, U.K.: The Islamic Foundation.
- Thomson Reuters. (2016). *Islamic Finance Development Report 2016 Resilient Growth*, Erişim: Haziran 2017, (<https://www.icdps.org>).
- Vogel, F. E., & Samuel, H. L. (1998). *Islamic Law and Finance - Risk, Religion and Return*. Cambridge [England]: Brill.