



Munich Personal RePEc Archive

Shari’ah Screening Methodology - New Shari’ah Compliant Approach”

Yildirim, Ramazan and Ilhan, Bilal

UPSITE Consulting S.P.C, Investment Office of the Presidency of
Turkey

November 2018

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/90417/>

MPRA Paper No. 90417, posted 30 Jan 2020 08:48 UTC

Fıkhi Filtreleme Metodolojisi

- Yeni Bir Fıkhi Yaklaşım -*

Ramazan Yıldırım^a ve Bilal İlhan^b

^a ilgili yazar:

Managing Director, UPSITE Consulting S.P.C, The Lagoon, Amwaj Island, Muharraq, Bahrain

Email: ramy@upsiteconsulting.com, Mobile: +973 39160235

^b ikinci yazar ve tercüme eden:

Economist, Investment Office of the Presidency of Turkey

Email: bilhan@invest.gov.tr, Mobile: +90 5360751319

* Bu makalenin İngilizce bir versiyonu, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol. 14, Nr. 1, 2018 (JIEBF)'de yayımlanmıştır. Ayrıca, bu yenilikçi yaklaşımın ele alındığı "Shari'ah Screening Methodology: New Shari'ah Compliant Approach" adlı çalışma, Malezya Merkez Bankası ve INCEIF'in sponsoru olduğu ve düzenlediği Kuala Lumpur'daki 1. Islamic Finance Innofest 2016'da (İslami Finans Inovasyon Yarışması) sunuldu ve birincilik ödülünü aldı.

ÖZET

Bu çalışmanın ana amacı halihazırda çeşitli kurumlar tarafından uygulanan farklı metodolojilere dayanılarak elde edilmiş “*fikhi uygunluk kriterleri*”ne yönelik eleştirilere dönük önerilerde bulunmaktadır. Ayrıca, bu çalışma, İslamın birincil kaynaklarından (Kuran ve Sünnet) elde edilen bulgular ışığında, fikhi uygunluk kriterlerini oluşturan metodolojilerde görülen farklılıkların standartlaştırılması için çözümler üretmeye çalışmaktadır. İslamın birincil kaynakları olan Kuran ve Sünnet’ten elde edilen güçlü çıkarımlar gösterir ki bir firmanın fikhi uygunluk kriterlerine uygun olup olmadığı hakkındaki hakkaniyetli ve adil bir hüküm ancak o firmanın kontrolü altında olan içsel faktörlere bakılarak verilebilir. Bu çalışma ayrıca fikhi uygunluk kriterlerinin bir bütün halinde İslami finansin temel prensiplerini yansıttasının önemine ve bu minvalde Bakara Suresi’nin 275’inci Ayeti’nin ruhuna uygun olmasının elzemliğine vurgu yapmaktadır. Bu çalışmanın halihazırda var olan fikhi uygunluk kriterlerindeki farklılıklardan harmoni/standartlaşma üretme potansiyeli ile İslami hassasiyetlere sahip yatırımcıları sağladığı bilinçlenme ve güvenilirlik sayesinde daha fazla yatırım yapmaya teşvik etmesi beklenmektedir. Bu çalışma kanıksanmış düşünme tarzlarının dışına çıkarak, fikhi uygunluk kriterlerinin İslamın birincil kaynaklarına dayanılarak nasıl elde edilmesi gerektiği ana sorusuna kapsamlı bir şekilde cevap üretmeye çalışmaktadır.

Anahtar Kavramlar – Shari`ah Screening, Islamic Equity Index, Market Capitalization, Total Debt, Quran & Sunnah

ABSTRACT

The purpose of this paper is to address to a long-standing criticism of the various Shari’ah screening methodologies implemented by Islamic index providers. This study aims to provide evidences derived from the Islamic sources (Qur’an and Sunnah) and offers a potential solution for the harmonization of Shari’ah screening methodologies. Strong evidences from the Qur’an reveal that the most righteous and fair judgment is provided when the only factors that are considered are the entirely endogenous factors. This study further emphasizes the importance of using a screening methodology that supports the main notions of Islamic finance as a whole, and adheres to the essence of the ayah (Al-Baqarah: 275). This study exhibits a potential towards the harmonization of Shari’ah screening methodologies which encourages the participation of Muslim investors by ensuring better awareness and confidence regarding stock investments. This paper fulfils an identified need to study how Shari’ah screening methodologies can be derived from the Islamic sources yet is based on “out-of-the-box” thinking.

Anahtar Kavramlar – Fikhi filtreleme, İslami Katılım Endeksi, Sermaye Piyasa Değeri, Toplam Borç, Kuran ve Sünnet

1. Giriş

İslami finans sektörü geçtiğimiz bir kaç on yıl içerisinde mevcut küresel konvansiyonel finansal sektörü içerisinde pazar payında büyüme ve inovasyon alanlarında dikkate değer bir performans gerçekleştirdi. HSBC'ye göre, 2007-2008 Global Finansal Krizi'ne rağmen, İslami finans sektörü 2006 ile 2009 yılları arasında yıllık ortalama %28'lik bir büyüme performansı sergiledi.¹ Ayrıca, Thomson Reuters'in raporuna göre yıllık ortalama %10'luk büyüme ile İslami finansal varlık yönetimi 2015 yılında 2 trilyon Amerikan Dolarına, 2020 yılında ise 3.25 trilyon Amerikan Dolarına ulaşması öngörülmüyor.²

Bu büyüme performansı ile orantılı olarak, İslami finans sektörü yeni finansal ürünlere tanık oldu. Bu, sürekli artan Müslüman nüfusunun ihtiyaç duyduğu, inançlarına uygun finansal ürünlere taleplerinin artmasına katkı sağladı (Grais and Pelligrini, 2006). Son dönemde elde edilen bu büyümeye katkıda bulunan alanlardan bir tanesi de uluslararası hisse senedi piyasalarındaki yatırımlardır. Thomson Reuters'in raporuna göre yıllık ortalama %8'lik büyüme ile 2015 yılında yaklaşık 65 trilyon Amerikan Doları olan İslami fonlara ait varlıkların 2020 yılında 88 trilyon Amerikan Dolarına ulaşması beklenmektedir.³ Özellikle Müslüman ülkelerden İslami kurallara (İslam Hukuku) uygun yatırım yapma arayışına giren bireysel ve kurumsal yatırımcıların sayısı gün geçtikçe artmaktadır.

Bahsi geçen talep artışını karşılamak için hisse senedi endeks sağlayıcıları (örneğin Dow Jones, MSCI, FTSE) fihhi kriterlere uygun ancak farklı metodolojilere dayanan İslami endeksler geliştirmeye başladılar. İslami endekslerin oluşturulmasında filtreleme işlevi gören fihhi uygunluk kriterleri iki bölümden oluşmaktadır: sektörel faaliyet alanı ve finansal rasyolar. Konvansiyonel finansal hizmetler, domuz ve ürünleri, alkol, tütün mamülleri, şans oyunları, pornografi vb. sektörlerde faaliyet gösteren firmalar fihhi uygunluk kriterlerine göre yatırım yapılamaz kategorisinde sayılmaktadır. Halka arz olunmuş ancak bu faaliyet alanlarında yer alan firmalar elendikten sonra geriye kalan firmalar ikinci bir eleme/filtreleme mekanizmasına tabi tutulurlar ki bu mekanizma önceden belirlenmiş olan finansal rasyoların üst seviyeleridir (örneğin kaldıraç rasyosu için belirlenmiş üst seviye %33'dür).

Bu gelişmeler ışığında, Dow Jones fihhi kriterlere uygun bir endeks geliştirerek bu sektördeki ilklerden oldu. Diğer endeks sağlayıcıları da bünyelerindeki İslami Finans Gözetim Kurulları'nın sahip oldukları metodolojilere dayandırılarak geliştirilen fihhi uygunluk kriterlerinden mühlhem İslami hisse senedi endekslerini oluşturdular. Bu durum, hemen hemen her bir endeks sağlayıcısının, her ne kadar aralarında benzerlikler bulunsa da farklı eleme/filtreleme mekanizmaları geliştirmeleri sonucunu doğurdu. Bu sonuç, Derigs and Marzban (2008) gibi alanında önemli bir çok ismin dikkatini çekmiş, farklı eleme/filtreleme kriterlerinin ikilemlere sebebiyet vereceği ve bu ikilemlerin giderilmesi için oluşturulacak yeknesak ve genel geçer bir yaklaşımın yani standartlaşmanın (harmoni) önemine vurgular yapılmıştır (örneğin bir firma A endeksi tarafından fihhi kriterlere uygun olarak tasnif edilirken B endeksi tarafında fihhi kriterlere uyumluluk göstermediği kanaatine varılacaktır). Bu minvalde,

¹ Reuters Islamic Banking and Finance Summit, 2010.

² Bakınız Islamic Finance Development Report 2015, ICD-Thomson Reuters.

³ A.g.e

Khatkhatay ve Nisar (2007), Derigs ve Marzban (2008), Sukri Ramlee, Mohd. (2012), Christine S.F. Ho (2015) ve Gamaleldin (2015) bu konu hakkında çalışmalar yapan sayılı kişiler arasında gösterilmekle birlikte bu çalışmalar filtreleme metodolojilerinde belirlenen finansal rasyoların rasyonelliğini tartışmış ve fıkhi filtreleme yöntemlerine dair düzenleyici öneriler sunmuşlardır. Ancak, kanaatimiz odur ki bu çalışmalar hem tayin edilmiş finansal rasyoların dayanakları noktasında (ki İslami kaynaklar tarafından desteklenmiş olsun) hem de harmonizasyon için gerekli olan uzun soluklu bir çözümün elde edilmesi noktasında istenilen sonuca ulaşamamışlardır.

Yukarıda bahsi geçen fıkhi filtreleme metodolojisi özelindeki tartışmalar gözönünde bulundurularak bu çalışmanın ana amacını şu şekilde ifade edebiliriz: *fıkhi filtreleme metodolojileri arasında olası bir standartlaşmayı sağlayabilmek için İslam Hukuku'nun birincil kaynakları üzerinde (Kuran ve Sünnet) tahkikat yapmak.*

Çalışmanın kalan kısmı şu sıralamayı takip etmektedir: ikinci bölüm yeni uygulamaya konulan fıkhi kriterlere uygun hisse senedi filtreleme mekanizmalarının tarihi arkaplanı hakkında kısaca bilgi verirken üçüncü ve dördüncü bölümler sırasıyla bu filtreleme metodolojilerinin nasıl geliştirildiğini, özellikle Dow Jones İslami Endeksi'in (DJIMI) geliştirdiği filtreleme kriterlerini ve uygulamadaki fıkhi filtreleme metodolojilerini eleştirel bir yaklaşımla ele almaktadır. Son olarak, beşinci bölüm fıkhi filtreleme metodolojilerinin dayandırıldığı temelleri tartışıp, mevcut filtreleme kriterlerinden özellikle kaldıraç rasyosunun (borcun özsermayeye oranı) nasıl oluşturulduğunu anlamaya çalışmaktadır.

2. Kronolojik Gelişim

Bir önceki bölümde, bir çok bireysel ve kurumsal yatırımcının, uluslararası sermaye piyasalarında, İslami prensiplerle uyumlu yatırımlar gerçekleştirmek için rehberliğe ihtiyaçları olduğundan bahsetmiştik. İslam bir din olarak inananların hayatlarındaki her noktada yönlendirmeler yapmaktadır. Bundan dolayı, inananlar günlük hayatlarındaki tüm faaliyetlerinde ki buna iktisadi faaliyetler de dahildir İslami öğretilere uygunluk göstermek durumundadırlar. Bu minvalde, şirketlerin yatırım yapılmadan evvel filtrelenmesi/incelenmesi prensibi, inananların İslami öğretilere uygunluk göstermeyen faaliyet ve aktivitelere iştirak etmemeleri gerekliliğinden kaynaklanmaktadır (Mian, 2008).

Bu minvalde, dünyanın farklı yerlerinde yaşayan inananlar sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmek için İslam alimlerinden kendilerine yol göstermelerini beklemektedirler. Pratikte bahsi geçen ihtiyaç ilk başlarda herhangi bir cami imamına gidip danışılarak karşılanıyorken, günümüzde küresel çapta faaliyet gösteren finansal kurumların bünyesinde oluşturulan tanınmış İslam alimlerinden müteşekkil kurullar bu ihtiyaca cevap niteliğindedir (Mian, 2008). Hiç şüphesiz bu gelişmenin katalizörü dünyanın çeşitli yerlerinde bulunan inananların oluşturduğu yatırım potansiyelidir. İlk olarak, tanınmış İslam alimlerinden olan Salih Tuğ (Türkiye), Sheikh Mohammad Al Tayyeb Al Najjar (Mısır) ve Muhammad Taqi Usmani (Pakistan), Müslüman yatırımcılara halka arz olmuş şirketlerin hisse

senetlerine yatırım yapabilmeleri konusunda yol göstermek amacına binaen 1987 yılında biraraya geldiler (Mian, 2008).

Fıkhi uygunluk kriterleri konusunda önemli bir isim olan Sheikh Nizam Yaqoubi Dow Jones İslami Endeks'ini (DJIMI) onaylayan fetvasını 1998 yılında vermiştir.⁴ 2015 yılında⁵ vermiş olduğu bir mülakatında Yaqoubi, Dot.com olarak adlandırılan ve 1990'larda vuku bulan finans piyasalarındaki hızlı büyümenin, dünyanın farklı yerlerindeki Müslüman yatırımcıların sahip oldukları varlıkları kullanarak yüksek getiri elde etme beklentisiyle ilgilerini çektiğini belirtmiştir. Zaman ve kaynak kısıtlarından dolayı bireysel sorgulamalara tek tek esaslı cevap vermek mümkün olmadığından, Sheikh Nizam Yaqoubi bütün hisse senetlerine rahatlıkla uygulanabilecek genel bir kriterler manzumesi yayınlamak, hangi firmaların fıkhen yatırım yapılabilir sınıfına girip girmediğini belirtecek bir teklifte bulundu. (Gamaleldin, 2015).

3. Fıkhi Filtreleme Metodolojisi

Son yıllarda, bazı borsalar ve finansal kurumlar Müslüman yatırımcıların sermaye piyasalarındaki katılımını arttırmak için İslami Katılım Endeksleri oluşturmaya başladılar. İlk İslami Katılım Endeksi RHB Unit Trust Management Bhd tarafından 1996 yılında Malezya'da oluşturuldu. Bu gelişmeyi, Dow Jones 1996 yılında DJIMI endeksini oluşturarak takip ederken, Kuala Lumpur Shariah Index ve FTSE Islamic Index, DJIMI endeksinin kriterlerini uygulayarak 1999 yılında kendi endekslerini oluşturdular.⁶ Bu tarihten itibaren lokal ve global çaplı endeksler, örneğin the Morgan Stanley Capital International World Islamic Index (MSCI), the Kerachi Meezan Index ve the STOXX Europe Islamic Index sırasıyla 2007, 2009 ve 2011 yıllarında, oluşturuldu.

Bu alanda güncel sayılabilecek çalışmalardan birini yapan Catherine S.F. Ho (2015), dünya genelinde bilinen İslami Finansal Kurumların oluşturduğu fıkhi filtreleme metodolojilerini inceler. İslami finans sektöründe son yıllarda elde edilen büyüme trendini desteklemeye yönelik, İslami yatırım konusunda daha net bir anlayışa sahip olmak için yazar bu alandaki standartlaşmanın gerekliliğine vurgu yapar. En nihayetinde, halihazırda var olan İslami Katılım Endeksi sağlayıcılarının ortak amacı, İslam Hukuku'nun oluşturduğu kural ve kriterlere aykırı olan hususları belirlemektir. İslam Hukuku açık bir şekilde riba'yı (usury/tefecilik, interest/faiz), garar'ı (unnecessary excessive risk/gereksiz aşırı risk, excessive uncertainty/aşırı belirsizlik), ve meysir'i (gambling/kumar, speculation/spekülasyon) yasaklamıştır. Bu hususlar günümüzde var olan hemen hemen bütün konvansiyonel finansal faaliyetlerde görülen ortak noktalardır.

Adam ve Bakar'ın 2014 yılındaki çalışmalarından alıntılandığı şekliyle Alhabshi'ye (2008) göre "*hisse senetleri ya fıkhi uygunluk kriterlerine uygundur ya da uygun değildir*". Bu görüşü destekler

⁴ Fetva, dini kaynakların ilmi anlamda incelenmesiyle ortaya çıkan dini kararnamelerin, fermanların, görüşlerin ya da hükümlerin müşahhas halidir. Kaynak: ISRA

⁵ Bakınız Farid Gamaleldin (2015). Interview on "*Background of Shariah Compliance Stocks Screening and Purification Fatwa*", bu mülakat Farid Gamaleldin ile 2 Şubat 2015 tarihinde şahsen yapılmıştır.

⁶ Bakınız Al-Bashir, (tarih belirtilmemiş), s.107.

mahiyette, Khatkhatay ve Nisar'a göre (2007) "*fikhi uygunluk kriterlerine tam uyum gösteren hisse senetlerinin sayısı oldukça azdır*". Bu sonuca neden olan asıl sebep ülke ekonomilerinin çok büyük bir bölümünün konvansiyonel finans kurumları tarafından domine edilmesi ve haliyle şirketlerin bu tür finansal kurumlarla gerçekleştirdikleri finansal faaliyetlerin, çoğunlukla faizli işlemlerden oluşmasıdır. Bu görüşü destekler mahiyette yapılan açıklamalardan bir tanesi de Donia ve Marzban (2014) tarafından dile getirilmiştir ki bu görüş "*konvansiyonel bankalarla yapılacak her hangi bir işlem ya faiz almayı ya da ödemeyi gerektirir*" şeklindedir. Ayrıca Adam ve Bakar'a (2014) göre, "*Bu meselenin üstesinden gelebilmek için İslam Hukuku alimleri, firmaların bu tür işlemlerle angaje oldukları takdirde kabul edilebilir üst seviyeleri belirlemeye çalışmış ve İslam hukukunca tasvip edilmeyen bu tür işlemlerden kaynaklanan gelirlerin nasıl temizlenmesi/arıtılması gerektiğini de açık bir şekilde izah etmişlerdir*".

İslam Hukuku açısından, halka arz olmuş şirketler faaliyetleri ve işlemleri açısından üç grupta sınıflandırılabilir (bakınız Gamaleldin, 2015)

- 1- İslam Hukuku açısından uygun görülen (mübah, permissible) faaliyet ve işlemleri yürütenler: Bu şirketlerin hisse senetlerine sahip olunabilir ve alım-satım işlemleri yapılabilir.
- 2- İslam Hukuku açısından yasaklanan (haram, forbidden) faaliyet ve işlemleri yürütenler: Örneğin, konvansiyonel finansal hizmetler, domuz ve mamülleri, alkol ürünleri, tütün ürünleri, eğlence faaliyetleri (şans oyunları, sinema, pornografi vb.). Bu tür şirketlerin hisse senetlerine sahip olunamaz ve alım-satım işlemleri yapılamaz.
- 3- İslam Hukuku açısından uygun görülen faaliyetleri yürütmekle beraber İslam Hukuku'nca yasaklanan işlemlere dahil olanlar. Örneğin, faiz karşılığı bankaya para yatırma, faizli borç alma.

Yukarıda bahsi geçen birinci ve ikinci grup şirketler hakkında İslam alimleri arasında bir ihtilaf bulunmamaktadır. Ancak, görüş ayrılıkları üçüncü grup şirketler için mevzu bahistir. İslam alimlerinin büyük bir çoğunluğu, fikhi uygunluk kriterlerince münasip görülmüş şirketlerin (üçüncü grup şirketler⁷) hisse senetlerine sahip olma ve alım-satım işlemlerini gerçekleştirme konusunda cevaz vermişlerdir.

DJIMI, İslam Katılım Endeksleri arasında fikhi uyum kriterlerinin tanımlanması ve uygulanması açılarından ilklerden sayılır. Dow Jones Dünya Endeksi, hisse senetlerinin fikhi uygunluk kriterlerince filtrelemeye tabi tutulduğu merkezi havuzdur. DJIMI'in bünyesinde yer alan İslami Finans Gözetim Kurulu'nca belirlenmiş uygunluk kriterleri gözönüne alınarak, şirketler niteliksel ve niceliksel olmak üzere iki farklı filtrelemeden geçmektedirler.

- 1- Niteliksel filtreleme ayağında, şirketlerin sektörel bazda ana faaliyet alanları değerlendirilir. İslam Hukuku'nca yasaklanmış faaliyet alanlarında bulunan şirketler yatırım yapılamaz olarak nitelendirilir. Yasaklanan faaliyet alanları şu şekilde sıralandırılabilir; konvansiyonel finansal

⁷ Daha fazla detay için lütfen bakınız, Gamaleldin (2015), s.13-18.

hizmetler, domuz ve mamülleri, alkol ürünleri, tütün ürünleri, silah sanayii⁸, eğlence faaliyetleri (şans oyunları, sinema, pornografi vb.).

Daha önce de bahsi geçtiği gibi kapitalist sistemin küresel bazda hakimiyetinden dolayı şirketler ister istemez faizli işlemlere dahil olmak durumundadırlar ve bu durum İslam Hukuku alimlerinin fıkhen uygun görülmeyen faaliyetlerden elde edilen gelirlere belirli bir üst sınır getirmeleriyle sonuçlanmıştır. Bahsi geçen oran, ki bu oran niteliksel filtreleme prosedürünün bir parçasıdır ve temizleme/arıtma işlemine tabiidir, fıkhen yasak olan işlemlerden elde edilmiş gelirlerin toplam gelirlere bölünmesiyle elde edilir ve yüzde 5 ile sınırlıdır.

2- Fıkhen yasaklanmış iş kollarında faaliyet gösteren şirketlerin listeden çıkartılmasından sonra geriye kalan şirketler ayrıca borç (kaldıraç), nakit ve faize dayalı finansal menkul kıymetler ve alacak hesapları rasyolarındaki pozisyonları itibariyle de Dow Jones'un bünyesindeki İslami Finans Gözetim Kurulu'nca yeni bir filtreleme sürecine tabi tutulurlar. İkinci aşama olan bu süreç, aşağıda bahsi geçen bütün rasyolara yüzde 33'ün altında olma zorunluluğunu getirmişlerdir.

- Toplam borç miktarı / son 24 ayın ortalama piyasa değeri
- Nakit ve faiz getirili finansal menkul kıymetlerin toplamı / son 24 ayın ortalama piyasa değeri.
- Alacak hesapları / son 24 ayın ortalama piyasa değeri.

Yukarıda bahsi geçen niteliksel ve niceliksel filtreleme süreçlerini geçen/elenmeyen şirketler, fıkhen uygun (yatırım yapılabilir) statüsünü kazanır.

4. Fikhi Filtreleme Metodolojisine Yönelik Tenkitler

Yukarıda belirtildiği gibi İslam Hukuku alimleri ve İslami katılım endeksi sağlayıcıları, Müslüman yatırımcıların şirketlere fıkhen yatırım yapılabilir statüde olup olmadıklarını belirlemeye dönük hassasiyetlerini karşılamak için fikhi filtreleme metodolojileri geliştirdiler. Dow Jones'un ilk olarak uygulamaya koyduğu filtreleme metodolojisine dayanarak ürettiği katılım endeksini takiben bir çok endeks sağlayıcıları kendi İslami Finans Gözetim Kurulları'nı oluşturduktan sonra hemen hemen aynı prensiplere dayanan ancak kendilerine has filtreleme metodolojilerini geliştirdiler. Mevzu bahis olan endeks sağlayıcıları mutlak aralıklarla örneğin yılda bir, altı ayda bir ya da üç ayda bir, kendi filtreleme metodolojilerini sahip oldukları yatırım havuzundaki şirketlere, fıkhen uygunluk/yatırım yapılabilir statüsünün sürekliliğinden emin olmak için uygulamaktadırlar.

⁸ Günümüz fıkhi alimleri arasında tütün şirketlerinin, otellerin ve savunma sanayisinin yasaklanması hakkında ortak bir kanaat olmasa bile, çoğu Şer'i danışma kurulu bu alanlarda iş yapan şirketlere yatırım yapılmaması yönünde tavsiye vermişlerdir. Bakınız *Dow Jones İslami Piyasa Endeksleri Metodolojisi*, Ekim 2015.

Fıkhen yatırım yapılmasında sakınca bulunmayan şirketler, Fıkhen Uygun/Fıkhen Yatırım Yapılabilir olarak adlandırılır ve bu cihetle hassasiyet sahibi Müslüman yatırımcılar açısından “*helal*” olarak görülür. Öte yandan, fıkhen yatırım yapılmasında sakınca bulunan şirketler ise yine aynı yatırım grubu tarafından “*haram*” olarak nitelendirilir.

Gamaleldin (2015), Ismail et al. (n.d.) tarafından gerçekleştirilen çalışmanın sonuçlarını referans gösterir ki bu çalışma, DJIMI'nin fıkhi uygunluk kriterlerini Malezya Borsa'sının bünyesindeki İslami Finans Gözetim Kurulu tarafından fıkhen yatırım yapılabilir olarak sınıflandırılan şirketlere uygular. Çalışmanın sonuçlarına göre, bahsi geçen şirketlerin büyük çoğunluğu DJIMI'nin fıkhi uygunluk kriterlerine göre yatırım yapılamaz konumdadır. Çalışma, farklı fıkhi uygunluk kriterlerinin uygulanmasından dolayı vuku bulan bu tür çelişiklere vurgu yapar ve çözüm mahiyetindeki fıkhi filtreleme kriterlerinin harmonizasyonunun/standartlaşmasının önemini altını çizer.⁹

Halihazırdaki filtreleme metodolojilerine atfen varolan eleştirel yaklaşımlar kısaca aşağıdaki gibi özetlenebilir:¹⁰

1. Khatkhatay ve Nisar (2007), DJIMI'in Bombay Katılım Endeksi'ni oluşturan fıkhi uygunluk kriterlerini incelemiş ve sermaye piyasa değerinin (market capitalization) niceliksel rasyolarda kullanılmasını münasip görmeyip eleştirmiştir. Bilançoda yazılan toplam sermayenin (total asset) tercih edilmesini daha makul görmüş ve tavsiye etmişlerdir. Faizden elde edilen gelir (interest income) rasyosunun kriter olarak gözönünde bulundurulmamasını eleştirmiş, ayrıca borç (debt) ve likit varlıklar rasyoları için belirlenmiş eşik seviyelerinin aşağı çekilmesi yönünde görüş belirtmişlerdir.
2. Derigs ve Marzban (2008) ön plana çıkmış dokuz İslami Katılım Endeksini özellikle rasyolar için belirlenen üst eşikler noktasında sahip oldukları benzerlikler ve farklılıklar cihetinde incelemiştir. Çalışmanın ana sonucuna göre, aynı şirket belirli bir İslami Katılım Endeksine göre fıkhen uygun görülüp yatırım yapılabilir statüsündeyken diğer bir endekse göre fıkhi kriterlerle uygunluk göstermediğinden yatırım yapılamaz kategorisinde yer almaktadır. Ortaya çıkan bu ikilem yazarların vurguladığı ana problemi teşkil eder.
3. Htay ve Abdeen (2013)'de farklı endekslerin kriterlerini incelediği çalışmalarında kriterler arasında var olan uyumsuzlukları tenkit etmiş ve bu durumun Müslüman yatırımcılar açısından olumsuz sonuçlar doğurabileceğini öngörmüştür.
4. Sani ve Othman (2013), Malezya Sermaye Piyasaları Kurulu bünyesindeki İslami Finans Gözetim Danışma Kurulu tarafından filtreleme metodolojisinde yapılan revizyonun etkilerini incelediği çalışmalarında, Morgan Stanley Capital International (MSCI) tarafından belirlenmiş kriterlerle karşılaştırma yapar. Karşılaştırma spesifik olarak finansal rasyoları meydana getiren faktörler ve bu rasyolar için tayin edilmiş eşikler arasında yapılır. Yazarlar sonuç olarak

⁹ Gamaleldin (2015), s.7.

¹⁰ Farklı çalışmalardan eleştirel yorumları daha detaylı görmek için lütfen bakınız, Gamaleldin (2015), s.6-10.

filtreleme metodolojilerinin bir an evvel standartlaştırılmaları (harmonizasyon) gerektiğini vurgular.

5. Zandi, Abdul Razak ve Hussin (2014) Malezya Sermaye Piyasaları Kurulu bünyesindeki İslami Finans Gözetim Danışma Kurulu'nun fıkhi uygunluk kriterleri'ni DJIMI, MSCI, ve Standard and Poor's (S&P) fıkhi uygunluk kriterleriyle karşılaştırdığı çalışmalarında, kaldıraç ve likidite rasyolarının Malezya'da uygulanan filtreleme kriterlerine dahil olmasını, ayrıca DJIMI ve S&P'nin kullandığı rasyolarda sermaye piyasa değerinin yerine bilanço toplam sermayesinin kullanılmasını tavsiye eder.
6. Abdul-Hameed El Baaly¹¹ kendisiyle 2015'te yapılan bir mülakatta "üçte bir büyüktür" hadisi şerifine dayanarak yapılan akıl yürütmeye dayalı kıyasın (analogical reasoning) uygun olmadığını belirtir. Öte yandan, Sheikh Nizam Yaqoubi ilk görüşün aksine bu kıyas'ın doğruluğunu teyit eder, ve bu uygulamanın bir tür istinbat¹² (domestication) olduğunu iddia eder.

Belirtmekte fayda var ki yukarıda bahsi geçen "üçte bir çoktur" hadisi şerifi ittifakla ve büyük bir çoğunlukla niceliksel filtreleme rasyolarında kabul edilen %33 eşik/üst sınırına destek sağlamaktadır. Konu ile alakalı Sahih Müslim, Kitap 13 "Vasiyet Kitabı" (3991, 3996 and 3997 numaralarıyla) birden fazla hadisi şerif nakledilmiştir. Mevzu bahis olan hadisi şerif'in en uzun versiyonu Ek A'da bulunmaktadır.

Sa'd b. Ebu Vakkas'tan rivayet edildiğine göre, babası kendisine şöyle dedi: Hastalığım süresinde birgün Resulullah (sav) beni ziyarete gelmişti. Ona, "Malımın tamamını sadaka olarak vermeye razıyım" dedim. Kendisi "Hayır" buyurdu. Bunun üzerine ben "Yarisını dağıtayım mı?" dedim. Kendisi "Hayır" buyurdu. Bunun üzerine ben yine "Üçte biri dağıtayım mı?" diye sordum. Kendisi şöyle buyurdu: "Evet, hatta üçte bir bile çoktur."

Sahih Müslim, Kitap 13 "Vasiyet Kitabı" No: 3996¹³

¹¹ Bakınız Farid Gamaleldin (2015), s. 8.

¹² Fıkıhtaki İstinbat metodu, içtihad süreçlerinde yaygın bir şekilde uygulanmıştır. Dini kaynaklar incelenen konunun içeriğiyle doğrudan alakadar olmasalar bile bu metod basitçe, müctehide ayet ve hadislere dayanarak hüküm verme imkanı tanır.

¹³ Metindeki tercüme ilgili hadisin Türkçe tercümesine ulaşamadığından, yazarlar tarafından yapılmıştır. Mezkur hadisin Türkçe tercümesi, takip eden ingilizce tercümesine binaen yapılmıştır. *"Ibn Sa'd reported his father as saying: Allah's Apostle (may peace be upon him) visited me during my illness. I said: I am willing away the whole of my property. He said: No. I said: Then half? He said: No. I said: Should I will away one-third? He said: Yes, and even one-third is enough."*

5. Fıkhi Filtreleme Metodolojisi için Çözüm Önerisi

Bir önceki bölümde halihazırda çeşitli finansal kurumlar tarafından uygulanan farklı Katılım Endekslerine yöneltilen eleştirilerden bahsetmiştik. Fıkhen yatırım yapılabilir statüsünde olan şirketler İslam alimleri tarafından belirlenmiş filtreleme kriterlerine uyum göstermek zorundadırlar.

Katılım endeksi sağlayıcıları, bünyelerindeki İslami Finans Gözetim Kurullarınca verilen fetvalar doğrultusunda oluşturulan filtreleme metodolojilerini uygulurlar. Bazı katılım endeksi sağlayıcıları arasında uygulanan kriterler açısından benzerlikler görülse de bir çokları arasında ciddi farklar bulunmaktadır. Örneğin, Derigs ve Marzban (2008) çalışmalarında niceliksel filtreleme mekanizmasının önemli bir rasyosu olan borç eşliğinin farklı tanımlarına gönderme yaparak, bazı İslami katılım endekslerince fıkhen yatırım yapılabilir statüsünde olan firmaların, farklı endekslerce fıkhen yatırım yapılamaz şirketler sınıfında yer aldığını belirtir.

Derigs ve Marzban (2008)'in görüşlerinin aksine Khatkhatay ve Nisar (2007), Zandi, Abdul Razak ve Hussein (2014) ve Gamaleldin (2015) çalışmalarında, yukarıda bahsi geçen rasyo için geliştirilen farklı tanımları eleştirir ve niceliksel filtreleme hususunda Dow Jones, S&P ve AAOIFI gibi kurumların aksine, sermaye piyasa değerinin yerine bilanço toplam sermayesinin kullanılmasının gerekliliğini vurgular. Böylelikle, yukarıda bahsedilen çalışmalar FTSE'nin raporunda belirtilen görüşleri onaylamış olurlar: *“Diğer rekabetçi endeks sağlayıcılarının kullandığı metodolojilerin aksine, fıkhi uyumluk kriterlerinde daha muhafazakar bir yaklaşıma sahip olabilmek için, borç rasyolarının limitlerinin mütemadiyen değişme gösteren (volatile) son 12 aylık sermaye piyasa değerinden ziyade, bilanço toplam sermayesine nispetle hesaplanması gerekir. Böylelikle şirketlerin piyasalarda sıklıkla görülen oynaklıklar nedeniyle rasyo eşiklerini aşmalarının önüne geçilmiş, filtreleme metodolojileri daha az spekülatif bir karakter kazanmış ve İslami prensiplerle daha uyumlu bir hal almış olur.”*¹⁴ Bu durum, fıkhen yatırım yapılması uygun statüsündeki şirketlerin aynı endeks tarafından çok kısa bir zaman dilimi içerisinde fıkhen yatırım yapılması uygun değildir kategorisinde yer almalarına sebebiyet verir.

Aslında uygulamada olan fıkhi filtreleme metodolojilerine yöneltilen eleştiriler bir ana noktaya indirgenebilir ki bu da rasyoda bölenin/paydanın ne olacağıdır, sermaye piyasa değeri mi yoksa bilanço toplam sermayesi mi?

Takip eden iki bölümde, fıkhen uygunluk konseptinin mantıksal temellendirmesini ve ana prensiplerini tartışmaya açacak, uygulamadaki filtreleme metodolojilerinin niceliksel rasyolarından olan borç/öz sermaye rasyosuna (ki ayrıca finansal kaldıraç ya da sermaye yapısı olarak ta adlandırılır) yöneltilen eleştirilere dönük cevaplar üretmeye çalışacağız.

¹⁴ Bakınız 30 Kasım 2015 tarihli FTSE bilgi notu. FTSE Shariah Global Equity Index Series. Şu linkten ulaşılabilir: <http://www.ftse.com/products/indices/Global-Shariah>

Şu noktanın altını çizmekte fayda var ki bu çalışma, İslam'ın birincil kaynakları olan Kuran ve Sünnet'te varolan bilgilere dayanır. Çünkü, bu kaynaklarda geçen emir ve yasakları isbata yönelik herhangi bir ilmi mülahazaya gerek bulunmamaktadır.

5.1 Fikhi Uygunluk ve Uygunsuzluk Durumu: Hüküm

Fikhi filtreleme metodolojisi geliştirilirken belki de sorulması en elzem iki soru şunlardır: *Uygunluk kriterlerinin oluşturulmasındaki dayanak nedir?* ve *Filtreleme süreçleri adil sonuçlar (hüküm) üretebiliyor mu?* Halihazırdaki katılım endeksleri sadece bünyelerindeki İslami Finans Gözetim Kurulları'nca fetva mahiyetinde oluşturulan filtreleme metodolojilerini ki şirketlerin fikhen yatırım yapılabiliyor yapılamayacağı buna göre belirlenir kamuoyu ile paylaşırlar. Haliyle akademisyenler de araştırmalarında şirketleri fikhen yatırım yapılabilenler ve yapılamayanlar olarak sınıflandırırken, bu metodolojileri kullanırlar. Bununla birlikte, hem katılım endeksi sağlayıcıları hem de akademisyenler uyguladıkları kriterleri hangi mantıki temel ve dayanaklardan ürettikleri noktasında şimdye kadar tatmin edici bir cevap verememişlerdir. Takip eden bölümde mevzu edilen alıntı hem bu noktaya vurgu yapar hem de konu ile alakalı ortaya koyacağımız görüşe geçmemizde bir köprü vazifesi görür.

“Kuran ve hadis gibi İslam'ın birincil kaynaklarını teşkil eden metinlerde sermaye piyasaları hakkında herhangi bir yazılı dayanak bulunmadığından bu tarz yatırımlar hakkında farklı görüşler mevcuttur. Çağdaş İslam alimleri daha çok kıyasa dayalı akıl yürütme metodu, İslam'ın ana hedefleri ve içtihat ilminin ana prensiplerini gözönünde bulundurarak, uluslararası ve yerel piyasalarda halka arzlanmış şirketlerin fikhi yatırım yapılabilir/yapılamaz statüsünü belirlemek için metodolojiler geliştirmişlerdir.”

Gamaleldin (2015), Sayfa 2

Diğer bir ifadeyle belirtmek gerekirse, İslam'ın ana kaynaklarında sermaye piyasalarında yatırım hakkında açık bir hüküm olmadığından, İslam alimleri (İslami Finans Gözetim Kurulları) İslam'ın temel hedeflerini (maqasid al-shariah) gözeterek içtihat yoluyla çözümler üretmek amacıyla fetva mekanizmasını çalıştırırlar.¹⁵ Fetva ise ilmi mülahazalar neticesinde dinin temel kaynaklarına dayanarak oluşturulmuş ve din adına ortaya konan karar, hüküm, bildiri olarak tanımlanabilir. Bu sebeple İslam, sadece alışılmışın dışında düşünme ve mantıki çıkarıma izin vermekle yetinmemiş aynı zamanda teşvik etmiştir.¹⁶

Bu noktada şu kritik soruyu sormakta fayda görüyoruz: *Hüküm Günü'nün sahibi kim? – ya da – Hüküm vermede kendisine başvurmamız gereken en iyi hüküm verici (hakim) kim?* Elbette tereddüt

¹⁵ İbn Aşur'un tanımıyla Makasidü's-Şeria şu anlama gelir: “Şari Teala'nın yasamayla ilgili alanlarda ve durumlarda belirlediği hikmetlerin derin ve gizli manalarıdır.” Kaynak: ISRA

¹⁶ Bakınız M. Qasmi, (tarih belirtilmemiş). Şuradan ulaşılabilir:
http://www.irfi.org/articles/articles_351_400/does_islam_permit_critical_think.htm

etmeden verilmesi gereken cevap Allah (swt)'dır. Allah (swt)'nın yüce isimlerinden biri de Hakim'dir (Arapcası الحاكم).¹⁷ Her bir Müslüman inanır ki istisnasız tüm insanlık Hüküm Günü'nde Allah (swt) tarafından hesaba çekilecektir.¹⁸ Bu inanış, birincil kaynaklar olan Kutsal Kuran ve Peygamberin Sünneti'nde sabittir. Bu inanışın sabitliğini göstermek adına, aşağıda belirtilen ayet ve hadis-i şerifleri zikretmekle yeniteneceğiz.

وَمَا تَكُونُ فِي شَأْنٍ وَمَا تَتْلُو مِنْهُ مِنْ قُرْآنٍ وَلَا تَعْمَلُونَ مِنْ عَمَلٍ إِلَّا كُنَّا عَلَيْكُمْ شُهُودًا إِذْ تُفِيضُونَ فِيهِ ۗ وَمَا يَعْزُبُ عَنْ رَبِّكَ مِنْ مِثْقَالِ ذَرَّةٍ فِي الْأَرْضِ وَلَا فِي السَّمَاءِ وَلَا أَصْغَرَ مِنْ ذَلِكَ وَلَا أَكْبَرَ إِلَّا فِي كِتَابٍ مُبِينٍ (62)

Ve bir iş ile meşgul olmanız, Kuran'dan bir şey okumanız ve yaptığınız bir amel yoktur ki, ona daldığınız zaman sizin üzerinize şahitler olmayalım. Yeryüzünde ve semada zerre ağırlığına bir şey Rabbinden gizli kalmaz. Ve ondan daha büyüğü ve daha küçüğü yoktur ki, Kitab-ı Mübin'de olmasın.

(Yunus Suresi: 61)

فَأَمَّا مَنْ أُوْتِيَ كِتَابَهُ بِيَمِينِهِ (7) فَسَوْفَ يُحَاسَبُ حِسَابًا يَسِيرًا (8) وَيَنْقَلِبُ إِلَىٰ أَهْلِهِ مَسْرُورًا (9)
وَأَمَّا مَنْ أُوْتِيَ كِتَابَهُ وَرَاءَ ظَهْرِهِ (10) فَسَوْفَ يَدْعُو ثُبُورًا (11)

Fakat kitabı (hayat filmi) sağından verilen kimse ise. İşte o, kolay bir hesapla hesaba çekilecek. Ve ehline surur içinde sevinçle dönecek Ve kitabı (hayat filmi), arkasından verilen kimse ise. İşte o, hemen ölümü davet edecek (helak olmak için dua edecek).

(Insikak Suresi: 7-11)

فَمَنْ يَعْمَلْ مِثْقَالَ ذَرَّةٍ خَيْرًا يَرَهُ (7) وَمَنْ يَعْمَلْ مِثْقَالَ ذَرَّةٍ شَرًّا يَرَهُ (8)

Artık kim zerre kadar hayır işlerse onu görür. Ve kim zerre kadar şer işlerse onu görür.

(Zilzal Suresi: 7-8)

Yukarıda belirtilen ilk ayet hayatımız boyunca gerçekleştirdiğimiz her bir amelin (hatta zerre mesabesinde olanların), iyi ya da kötü, Korunmuş Kitab'ta (Lehvi Mahfuz) kayıtlı olduğunu ifade eder. Ayrıca, kişinin yaşamı boyunca yaptığı ameller kendine ait olan amel defterinde de kayıt altına alınır.

¹⁷ Bakınız Allah'ın ismi Esmâ-ül Hüsnâ. Şuradan ulaşılabilir:

https://en.wikipedia.org/wiki/Names_of_God_in_Islam

¹⁸ Tüm tek Tanrılı dinlerde "Hesap Günü" inancı vardır. Örneğin, İncil'de şöyle söylenir: "Sonra büyük, beyaz bir taht ve tahta oturanı gördüm. Yerle gök önünden kaçılar, yok olup gittiler. Tahtın önünde duran küçük büyük, ölüleri gördüm. Sonra kitaplar açıldı. Yaşam kitabı denen başka bir kitap daha açıldı. Ölüler kitaplarda yazılanlara bakılarak yaptıklarına göre yargılandı." Bakınız İncil, Vahiy (20:11-12).

Kaynak: <https://www.biblegateway.com/passage/?search=Rev+20%3A11%E2%80%9312&version=NRSV>

Not: Kuran ve Sünnet her müslümanı tam olarak ikna etmek için yeterlidir, fakat Ehl-i Kitab'ın bu konudaki görüşlerini göz ardı etmemek için bu dipnotta bundan bahsettik.

Yukarıda belirtilen ikinci ayet ise Yeniden Diriliş Günü'nde istisnasız her bir bireye uygulanacak olan muamele hakkında bilgi verir. Bazı kişilere amellerinin yazılı olduğu defterler sağ ellerinden verilirken, diğerlerine amel defterleri sol ellerinden verilir.¹⁹ Bu ayete bakılarak inanılır ki insanlar amellerinin kayıt altına alındığı defterlerini mezarlarında alırlar.²⁰

Üçüncü ayette ise Allah (swt) açık bir şekilde tüm insanlığı amel defterlerinde yazılı olan işledikleri amellere göre yargılayacağını ve son kertede kimin cennete ya da cehenneme gideceği hükmünü ancak Kendisi'nin vereceğini ifade eder.

Diğer bir ifadeyle, Hakim olan Allah Hüküm Günü'nde hükmünü insanların iradeleriyle ortaya koydukları ve amel defterlerinde kayıt altına alınan amellere binaen verir. Bundan dolayı, o gün her kişi işlediği amellerden sorumlu tutulacaktır ve amellerinin hesabını verecektir. Bu tesbiti ekonomi ve ekonometrik bilimlerinin konseptleriyle ifade etmek gerekirse, Allah (swt)'nın hükmü insanların (kulun) kontrolü altında olan içsel faktörlere (endogenous factors) dayanır. Ancak, bir çok İslam alimleri, şirketleri fıkhen uyumlu olanlar ya da olmayanlar kategorilerine ayırırken bizce hatalı bir şekilde dışsal faktörlere (exogenous factors) dayandırır.

Şekil 1'de sermaye yapısı literatüründe sıklıkla kullanılan finansal terimler özetlenmiştir. Bölüm A'da bu finansal terimler, rasyolar hesaplanırken pay da bulunanlar ve payda da bulunanlar şeklinde sınıflandırılırken, Bölüm B'de aynı terimler içsel (endogenous) ve dışsal (exogenous) faktörler olarak tasnife tabi tutulurlar. İlginçtir ki tüm finansal terimler, sermaye piyasa değeri (market capitalization) hariç, içsel faktörler sınıfında yer alır. Daha net belirtmek gerekirse kısa vadeli borç, uzun vadeli borç, toplam borç, toplam yabancı kaynaklar (liability), deftere geçirilen borç, toplam aktifler, toplam sermaye ve toplam özsermaye içsel faktörler kategorisinde yer alır, bundan dolayı da şirketlerin kontrolü altında olan faktörlerdendir. Yani bahsi geçen finansal faktörler yönetimin iradesi (yöneticilerin almış olduğu kararlar) tarafından belirlenir ve normal şartlar altında muhasebe defterlerinde kayıt altına alınır ve muhasebe (defter) değeri olarak adlandırılır.

Bölüm C'de dikkat edileceği gibi sermaye piyasa değeri (şirket kontrolünün ötesinde olan dışsal faktör olarak) Dow Jones'un fıkhi filtreleme metodolojisinin kaldıraç rasyosunda payda olarak kullanılır.²¹ Şirketin borç ya da özsermaye yapısında herhangi bir değişiklik olmadığı halde sermaye piyasa değerindeki değişim, kaldıraç rasyosunu otomatikman değiştirecektir. Bu durum, fıkhen yatırım yapılabilir kategorisindeki şirketleri, şirket yönetiminin herhangi bir dahli olmadığı halde üst sınırı %33 olan kaldıraç rasyosunu geçme riski ile karşı karşıya bırakabilir. Bundan dolayı bu şirketler, hiç beklenmedik bir şekilde fıkhen yatırım yapılamaz kategorisine alınırlar (4. Bölümdeki eleştirilere bakınız).

¹⁹ Bakınız Sheikh Muhammad Saalih Al-Munajjid, Fetva: 52887, Kaynak: <https://islamqa.info/en/52887>

²⁰ İslam, dünya sonrası yaşam hakkında açıkça konuşan az sayıdaki dinlerden biridir. Müslüman aileler bu inkar edilemez gerçeği çocuklarına çocukluk dönemlerinde anlatırlar. Örneğin İslam, bize dünyadaki sahip olduğumuz şeylerin burada kalacağını ancak amel defterimizin götüreceğini öğretmiştir.

²¹ S&P, Al-Rajhi, AAOIFI, STOXX ve diğer finansal kurumlar piyasa değerlemesi yaparlarken Fıkhi Filtreleme Metodolojisini uyguladılar.

Bolum A: Uygulanan Finansal Terimler/Kalemler ^a		Bolum B: Finansal Terimlerin/ Kalemlerin Siniflandirilmesi		Bolum C: Dow Jones Katilim Endeksi
Pay	Payda	Endogenous/Icel ^b	Exogenous/Dissal ^c	Kaldirac rasyosu
Kisa Vadeli Borclar	Toplam Aktifler	Kisa Vadeli Borclar	<i>Sermaye Piyasa Değeri</i>	Toplam Borc/
Uzun Vadeli Borclar	Toplam Sermaye	Uzun Vadeli Borclar		Sermaye Piyasa Değeri
Toplam Borc	Toplam Ozsermaye	Toplam Borc		
Toplam Pasifler	Sermaye Piyasa Değeri	Toplam Pasifler		
Vb.	Vb.	Toplam Aktifler		
		Toplam Sermaye		
		Toplam Ozsermaye		

^a sınırlı değil, ^b şirket yönetiminin kontrolü altında olan, ^c şirket yönetiminin kontrolü altında olmayan

Şekil 1: Kaldıraç rasyosunu oluşturmada sıklıkla kullanılan finansal terimlere genel bakış.

Kaynak: yazarların kendi düzenlemesi

Konvansiyonel finans literatürü, muhasebe (defter) değeri ve sermaye piyasa değeri kalemlerini kaldıraç rasyosunda kullanmanın avantaj ve dezavantajlarını belirtmiştir. Özet olarak, muhasebe (defter) değeri kullanılarak hesaplanan borç (kaldıraç) rasyosu geçmiş bilgilere dayalı olmakla ve muhasebede tercih edilebilecek metoda göre farklı sonuçlar vermekle eleştirilirken, piyasa değeri kullanılarak elde edilen rasyonun ileride gerçekleşmesi beklenen bilgilere dayalı olduğu ve şirketin gerçek (intrinsic) değerini daha iyi yansıttığı iddia edilir. Sermaye piyasa değerinin yüksek oynaklık (volatility) nedeniyle değişken olduğu ve bu durumun şirketlerin fıkhi uyum statüsünü etkilediği bilindiği halde, piyasa değerinin kaldıraç rasyosunun hesaplanmasında payda da kullanılmasını destekleyenler, örneğin Sheikh Nizam Yaqoubi, herhangi bir şirketin toplam aktif ve pasiflerinin piyasa değerine göre belirlendiğini ve bunun da ancak sermaye piyasa değerine eşit olduğunu belirtir.²²

Yukarıda da belirtildiği gibi fıkhi filtreleme metodolojisinin uygulanma amacı şirketler hakkında hüküm verip şirketlerin ya fıkhen yatırım yapılabilir ya da yapılamaz olarak sınıflandırılmasıdır. Kutsal Kitabımız Kuran'ın da öğrettiği gibi en adil hüküm "içsel faktörler" gözönünde bulundurularak verilen hükümdür. Diğer bir ifadeyle, İslamın temel prensipleri ve hedefleriyle uyumlu olmak adına, İslami Finans Gözetim Kurulları sadece ama sadece tamamıyla şirketlerin kontrolü altında olan faktörleri gözönünde bulundurmaya zorundadırlar. Dışsal faktörlerin fıkhi filtreleme metodolojisinde yer alması adaletsizliğe sebebiyet verecektir, çünkü bu durumda hüküm şirketlerin kontrolü dışında olan faktörlere göre verilmiş olur. Konvansiyonel şirket finansı literatüründeki argümanlara ek olarak, dışsal faktörlerin kullanılmasını salık veren İslam alimleri, içsel faktörlere dayalı olan metodun ürettiği niceliksel filtrelemedeki tüm rasyoları, ki bunlara kaldıraç rasyosu da dahildir, kullanabilirler.

Şu noktanın altını çizmekte fayda var ki bu çalışma, şirket finansı yönetiminde kullanılan kaldıraç rasyosunu hesaplarken sermaye piyasa değeri kalemini kullanmaya karşı bir duruş sergilememektedir. Bilakis, muhasebe (defter) değeri kullanılarak hesaplanan kaldıraç rasyosu ile birlikte kullanılmasının mukayese açısından gerekli olduğu kanaatine hakimiz. Ancak, bir şirketin

²² Bakınız Farid Gamaleldin (2015). "Background of Shariah Compliance Stocks Screening and Purification Fatwa", bu mülakat Farid Gamaleldin ile 2 Şubat 2015 tarihinde şahsen yapılmıştır.

fikhen yatırım yapılabilir ya da yapılamaz olduğu hakkında hüküm vermek sözkonusu olduğunda, yukarıda detaylı bir şekilde sebebi anlatıldığı üzere, muhasebe (defter) değerinin kullanılmasının gerekliliğini ısrarla vurguluyoruz.

5.2 Rasyo ve Üst Sınır Kriteri

Yukarıda açıkça ifade ettiğimiz gibi İslami prensipler (İslam'ın temel hedefleri) ile uyumlu olabilmek için fıkhi filtreleme metodolojilerinde sadece ve sadece içsel faktörler kullanılmalıdır. Bundan dolayı, şirketlerin muhasebe bilançolarında kayıtlı olan finansal kalemler dikkate alınmalıdır. Tavsiye ettiğimiz yaklaşımı daha net anlatabilmek için aşağıda Şekil 2'de görüldüğü üzere standart bir muhasebe bilançosunu basitleştirmeye çalıştık. Muhasebe kuralının belirttiği gibi bilançonun sol tarafı (toplam aktifler) ve sağ tarafı (toplam pasifler) birbirine eşit olmak zorundadır.

Diğer bir ifadeyle herhangi bir şirket, sahibi olduğu toplam aktifleri ya borç yoluyla ya özsermayesi ile ya da her iki kaynaktan da istifade ederek finanse eder. Toplam borçları faiz getirisi olan ve olmayan borçlar olarak ayrıca ikiye ayırdık. Bu borçlar başka bir ifadeyle finansal borçlar ve finansal olmayan borçlar olarak ta adlandırılır.

Bilanço	
	faiz getirisi olan borçlar
	faiz getirisi olmayan borçlar
	Toplam Pasifler
	Toplam Özsermaye
Toplam Aktifler	Toplam Pasifler & Özsermaye

Sekil 2: Basitleştirilmiş Bilanço

Kaynak: yazarların kendi düzenlemesi

Takip eden bölümde tartışmamıza şu soruyla devam edeceğiz: *Bahsi geçen rasyolardaki üst sınırların (üst limit) tayin edilmesinde dayanılan mantıksal gerekçe nedir?* Bu soruya verilecek cevap katıyetle uygulamadaki fıkhi filtreleme metodolojilerine dayanılarak ortaya çıkan sonuçları etkileyecektir. Daha önce yukarıda belirtildiği gibi sermaye piyasalarındaki yatırım hakkında İslam'ın ana kaynaklarında herhangi bir açık hüküm bulunmadığından, niceliksel filtreleme kriterlerindeki üst sınırları tayin etmede “üçte bir çoktur” hükmünün verildiği hadisi şerif, İslam alimleri tarafından cari uygulamanın dayanağı olarak kullanılmaktadır. Bu minvalde, finansal filtreleme kriteri iki bölümden oluşmaktadır: rasyo ve üst sınır. Rasyo, pay ve paydadan oluşmaktadır. Uygulamadaki fıkhi filtreleme metodolojileri ittifakla ve üstü kapalı bir biçimde toplam borcun (faize dayalı borç) pay da (Şekil 3'e bakınız) kullanılmasını kabul etmiştir. Ancak payda bölümünde neyin kullanılacağı ve rasyoların üst sınırının ne olacağı soruları farklılıklar göstermektedir. Daha önce de belirtildiği gibi eleştiriler genellikle iki noktada odaklanır: Abdul-Hameed El-Baaly'e göre “üçte bir çoktur” hadisine dayanılarak oluşturulan fıkhi filtreleme kriterleri uygun değildir. Öte yandan, Yaquubi mevzu bahis olan hadisin kullanılmasında bir sorun görmemiş, uygulamanın bir tür içtihad olduğunu savunmuştur (4. Bölüm).

Ancak bu problemi farklı açılardan değerlendirmek için burada alışılmışın dışında mantıki düşünmeye dayalı çıkarımlarda bulunmayı tercih ediyoruz.

İslam'ın hangi birincil kaynağı cari fıkhi filtreleme uygulamalarına dayanak sağlar? Ne Kutsal Kuran ne de hadisi şerifler sermaye piyasalarında yatırım konusunda açık bir hüküm verir. Bundan dolayı biz de burada farklı opsiyonlar olmadığından mecburen “üçte bir çoktur” hadisini analiz etmek durumundayız. Analizin akabinde elde ettiğimiz bulgularımız, kaldıraç rasyolarını belirlemede kullanılmak üzere hüküm mahiyetinde olduğundan umut vericidir. Bulgularımız varolan eleştirilere cevap mahiyetinde olmakla birlikte teklif ettiğimiz çözüm, fıkhi filtreleme metodolojilerinde standartlaşmanın önünü açacak gelişmeler için bir taslak olarak kullanılabilir. Bu noktada daha önce belirtilen ve Sahih Müslim, Kitap 13 “Vasiyet Kitabı” No: 3996’da nakledilen hadisi analiz sürecini üç aşamada ele aldık.

*Sa'd b. Ebu Vakkas'tan rivayet edildiğine göre, babası kendisine şöyle dedi: Hastalığım süresinde birgün Resulullah (sav) beni ziyarete gelmişti. Ona, “**Malının tamamını** sadaka olarak vermeye razıyım” dedim. Kendisi “Hayır” buyurdu. Bunun üzerine ben “Yarisını dağıtayım mı?” dedim. Kendisi “Hayır” buyurdu. Bunun üzerine ben yine “Üçte birini dağıtayım mı?” diye sordum.*

Kendisi şöyle buyurdu: “Evet, hatta üçte bir dahi çoktur.”

a) Birinci aşamada, hadisi şerifi “**olduğu gibi**” okuyoruz. Hemen akabinde vurgulanacağı gibi takip eden çıkarım burada dikkatimizi çekiyor: “*Malının tamamını*” demeci İbni Vakkas'ın sahip olduğu şeyleri belirtir (fiziki varlıklar, nakit para vb.). Yukarıda belirtildiği gibi sadece şirketlerin bilançolarında kayıtlı olan finansal kalemler gözönünde bulundurulacaktır. Bu minvalde akıllara şu soru gelir: *O'nun “malının tamamı” günümüzdeki kullanımı ile toplam aktif değerini mi yoksa toplam özsermaye değerini mi temsil eder?* Bu soruyu cevaplamadan önce şu soruyu sormakta fayda var: *Ya İbni Vakkas'ın borcu varıydıysa?* Büyük bir özgüven ile bu soruyu şu şekilde cevaplamak mümkün:

1. Borcu faize dayalı olamaz.
2. Ibn Vakkas Allah Resülü ile bu konuyu konuşmadan evvel borçlarının tümünü ödemeyi gözönünde bulundurmuş olmalıdır.
3. Allah Resülü kendisinden sadaka mahiyetinde herhangi bir bağış yapmadan evvel tüm borçlarını²³ ödemesinin gerekliliğini söylemiş olmalıdır.

Tüm bu çıkarımlara dayanarak şu sonuca varıyoruz ki Allah Resülü'nün hükmü İbni Vakkas'ın sahip olduğu toplam özsermayesine dayanır. Bundan dolayı yukarıda bahsi geçen ayeti de gözönünde

²³ “Borçlardan azade olmak temel bir prensiptir.” Bakınız Majallah Al-Ahkam Al-Adliyyah Article 7.

bulundurarak hadisi şerifte verilen hükmün “muhasabe defter değerine” (book value) dayanılarak verildiği yorumunu yapabiliriz (toplam özsermaye değeri).

- b) İkinci aşamada Hadisi Şerifi yine “**olduğu gibi**” okuyoruz ve takip eden çıkarım bu aşamada dikkatimizi çekiyor: Daha önce belirtildiği gibi katılım endeksi sağlayıcıları bu hadise dayanarak elde ettikleri çıkarım neticesinde üst sınır kriterini %33 olarak belirlemişlerdir (belirtmekte fayda var ki “üçte bir çöktür” hükmü bu hadisin son cümlesine dayanılarak çıkarımda bulunulur). İslam Hukuku bilimi şu çıkarımda bulunur: az olan kısım bütünün %33.33’ünü geçemez, ya da çoğunluk bütünün %66.66’sından az olamaz. Katılım endekslerine göre bütün ya toplam aktiflerdir ya da sermaye piyasa değeridir. Daha önce de belirtildiği gibi toplam aktiflerin tercih edilmesini gerekli kılan iki temel neden vardır. İlk olarak, hadisten çıkarılan sonuca göre sadece bilançoda yazılı (kayıtlı) olan finansal kalemler dikkate alınmalıdır. İkinci olarak, Mian (2014)²⁴ tarafından belirtildiği gibi “*sermaye piyasa değeri şirketlerin gerçek değerlerini vermez. Ancak diğer finansal kalemlere kıyasla piyasanın o gün için şirketlerin gelecek performansı hakkında sahip olduğu düşüncüyü yansıtır. Bu durum hiç bir şekilde şirketle alakası olmayan faktörlerden dolayı değişebilir (örneğin aynı sektörde bulunan herhangi bir başka şirketin göstermiş olduğu kötü performans)*”²⁵

Şekil 3 katılım endeksi sağlayıcılarının ve finansal kurumların kullandığı kaldıraç rasyosu ve bu rasyonun üst sınırına dair genel bir bakış mahiyetindedir. İlginçtir ki kaldıraç rasyolarının ilk göze çarpan ortak noktaları *az olan kısım (minimal portion)*²⁶ göre hesaplanmalarındır. İkinci dikkate değer nokta *üçte bir* prensibinin nasıl anlaşıldığı ve uygulandığıdır ki bu miktar %30 ila 33 arasında değişmektedir.

Katılım Endeks Sağlayıcı	Pay	Payda	Ust Sınır Kriteri
Dow Jones	Toplam Borç	Sermaye Piyasa Değeri	< 33%
S&P	Toplam Borç	Sermaye Piyasa Değeri	< 33%
AAOIFI	Toplam Borç	Sermaye Piyasa Değeri	< 30%
Al-Rajhi	Toplam Borç	Sermaye Piyasa Değeri	< 30%
STOXX ^a	Toplam Borç	Sermaye Piyasa Değeri/Toplam Aktifler	< 33%
Malaysia SC	Toplam Borç	Toplam Aktifler	< 33%
FTSE	Toplam Borç	Toplam Aktifler	< 33.33%
MSCI	Toplam Borç	Toplam Aktifler	< 30%
KSE Meezan	Toplam Borç	Toplam Aktifler	< 37%

Kaynak: Yazarların kendi düzenlemesi (her katılım endeks sağlayıcısının web sitesinde bulunan belgelerden düzenlenmiştir)

^aSTOXX'un hazırladığı endeks, paydadaki değer için Toplam Aktifler ve Sermaye Piyasa Değeri'nden büyük olanı kullanır.

²⁴ Shari 'ah screening and Islamic equity indexes in Islamic Finance - A Practical Guide by Rahail Ali (2014).

²⁵ IFRS 13 Rayiç Değer Ölçümü, rayiç değer ölçülmesi veya açıklanması gerektiğinde IFRS'in yıllık finansal tablolarını uygular. Bu standart, rayiç bedeli “çıkış fiyatı” kavramı üzerinden tanımlar ve “rayiç bedel hiyerarşisi” kullanır. Bu da sonuç olarak ölçümün kurum özelinde değil piyasaya göre olmasını sağlar. (bakınız <http://www.ifrs.org/IFRSs/Pages/IFRS.aspx>) Başka bir deyişle firmalar, varlıklarının gerçek değerini yansıtmaları için bu ölçüm metodunu kullanmaya teşvik edilmektedir.

²⁶ *Az olan kısım* prensibi fıkıh alimleri tarafından yasaklı görülen yerler için, yani faiz içeren kısımlar için konmuştur.

Şekil 3: Fıkhi filtreleme metodolojisinde uygulanan finansal kaldıraç kriterleri

- c) Üçüncü aşamada, hadisi “**olduğu gibi değil**” de manasını daha derinden anlamaya yönelik bir bakışla okuyoruz. Açıktır ki bu hadisin içeriği sadaka (bağış) vermenin asli anlamı (mahiyeti) ile alakalıdır. Sadaka verme İslam’da kuvvetle vurgulanmış, öğütlenmiş ve tavsiye edilmiş bir ibadet türüdür. Açıkcası, bu hadisin İslam tarafından tasvip edilmeyen bir eylem olan ticari amaçlı borç verme ile nasıl ilişkilendirildiği net değildir. Bu noktada hem Dr. Abdul-Hameed El-Baaly hem de Nizam Yaquobi tarafından yapılan eleştirilere kısmen katıldığımızı belirtelim. Ne Kutsal Kuran’da ne de hadis külliyatında bu konu ile alakalı direk ve açık bir hüküm bulunmadığından Nizam Yaquobi’nin belirttiği gibi istinbat’a (domestication) başvurarak içtihad yolu ile varolan kaynakları değerlendirmekten başka bir seçenek kalmamaktadır. Ancak, Sahih Müslim, Kitap 13 “Kitab Al-Wasiyya” No: 3996’te nakledilen hadisi genel tarafından fıkhi filtreleme metodolojilerinde kullanıldığı cari manası ile sınırlamaktan ziyade, ilmi mücadele yolu ile bu kaynağı mümkün olduğu kadar fazla bilgi edinmek için kullanmanın daha doğru olacağını düşünüyoruz. Bu minvalde, uygulamadaki fıkhi filtreleme metodolojilerinin kaldıraç rasyosunun üst sınırını belirlemede mezkur hadisi yorumlama biçimine katılmadığımızı belirtmek istiyoruz. Kutsal Kuran diyor ki

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا
إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا ۗ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۗ فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا
سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ ۗ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ ۗ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ (275)

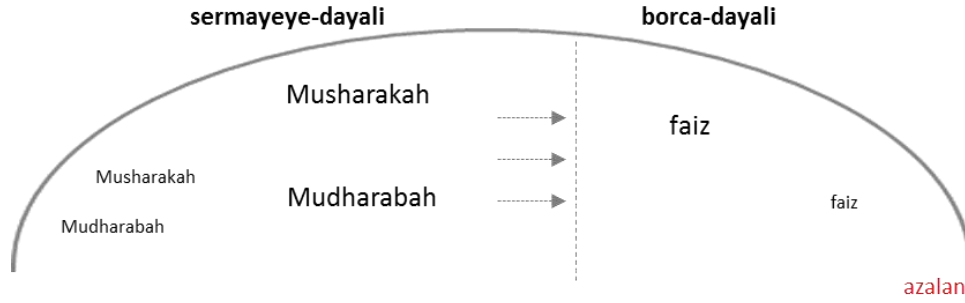
*Riba (faiz) yiyenler, kabirlerinden ancak şeytan çarpmasından hırpalanmış bir kimse gibi kalkarlar. İşte bu, onların: “Oysa alışveriş riba gibidir.” demeleri sebebiyledir. Ve Allah, **alışverişini helal, ribayı (faizi) haram kılmıştır**. Bundan sonra, Rabbinden kendisine öğüt gelen kimse (ona uyararak) artık (faizden) vazgeçerse, o taktirde geçmiş olan (önceden aldığı faiz) onundur ve onun işi (onun hakkındaki hüküm) Allah’a aittir. Ve kim de (faizciliğe) dönerse, işte onlar, ateş ehlidir. Ve onlar orada ebedî kalacak olanlardır.*

(Bakara Suresi: 275)²⁷

Yukarıda zikredilen ayeti kerime tüm İslami finansal sistemin temelini oluşturmaktadır. İlk olarak, ayet değiş tokuş (takas) ve ticari işlemleri onaylar ve meşru görürken, Müşareke ve Mudarebe gibi risk paylaşımına ve sermayeye dayalı işlemleri (yatırım işlemleri) ve girişimciliği destekler (yukarıdaki ayette yeşil renkle vurgulanmıştır). İkinci olarak, aynı ayet hem verme hem de alma yönlü her türlü riba (faiz) alış-verişini ve ribavi işlemleri katı bir şekilde reddeder ve yasaklar (yukarıdaki ayette kırmızı renkle vurgulanmıştır). Ayette verilen hükümler gözönünde bulundurulduğunda, İslami

²⁷ <http://www.kuranmeali.org>

finansal sistemin (ki bu sisteme finansal araçlar, filtreleme metodolojileri, işlemler, ürünler ve hizmetler vb dahildir) uygulayabileceği iki yaklaşımdan bahsetmek mümkündür; bunlar sermayeye ve risk paylaşımına dayalı finansal araçların desteklenmesi, ya da riba ve faize dayalı finansal araçların kullanımını azaltmak. Şekil 4 risk paylaşımına dayalı finansal araçların (örneğin Müşareke ve Mudarebe) borca dayalı özellikle faiz getirili finansal araçlar üzerindeki potansiyel etkilerini görsel yolla açıklamaya çalışır.



Şekil 4: Sermayeye-dayalı finansal enstrümanların kullanımının artmasının faiz üzerindeki etkisi

Kaynak: yazarların kendi düzenlemesi

Şeklin alt bölümü gösterir ki İslami finansal sistem, sermayeye dayalı finansal araçları destekleyip uyguladıkça, borca dayalı finansal araçların uygulama alanı daralacaktır. Haliyle konvansiyonel finansal sistemin temel aracı olan faizin nüfuzu zamanla azalacaktır. Bu düşünceyi destekler mahiyette tüm İslami finansal araçlar, filtreleme metodolojileri, işlemler, ürün ve hizmetler vb. ayeti kerimin hükümlerinin temel maksadını ki bu ‘*al-bay*’ prensibidir yansıtmalıdır. Ayetin yüksek amacına sınıksız olarak İslami finansal sistemin ana maksadını desteklemek için, İslami ideolojiye uygun bir biçimde, fıkhî uygunluk kriterlerini positif yaklaşım prensibini uygulayarak çerçevelemek istiyoruz. Tversky ve Kahneman’ın (1981) da desteklediği gibi çerçeveleme/sunum, kişilerin algılama ve karar alma davranışlarını (örneğin yatırım kararları) etkilemede önemli bir faktördür. Dayandığımız temel prensip risk paylaşımına dayalı finansal davranışların (sermayeye dayalı fonlama) desteklenmesi olduğundan, fıkhî filtreleme metodolojilerinde kullanılmak üzere Toplam Özsermaye / Toplam Aktifler rasyosunu %66.66 azami alt sınırı ile teklif ediyoruz (Toplam Özsermaye / Toplam Aktifler \geq %66.66, Şekil 5’e bakınız). Referans gösterilen hadis’in uzun versiyonunda (Sahih Müslim, Kitap 13 “Vasiyyet Kitabı” No: 3997 ve 3991, Bölüm 4’e bakınız) Peygamber Efendimiz buyurur ki “*varislerinizi varlıklı kılmanız daha hayırlıdır...*”. Bir başka şekilde ifade etmek gerekirse hadisin bu bölümü aile fertlerinden olmayanları tercih ederek aile fertlerinin mahrum kalmalarına sebebiyet vermektense, “mallarınızı tutmanızın” hem mal sahibi hem de aile fertlerinin refahı için daha hayırlı olduğunu vurgular. Hadise

dayanarak ve belirtilen tavsiyeyi tersinden okuyarak “en fazla üçte birini ver” vurgusundan ziyade “en azından üçte ikisini tut” diyerek özsermayeye vurgu yapıyoruz.²⁸

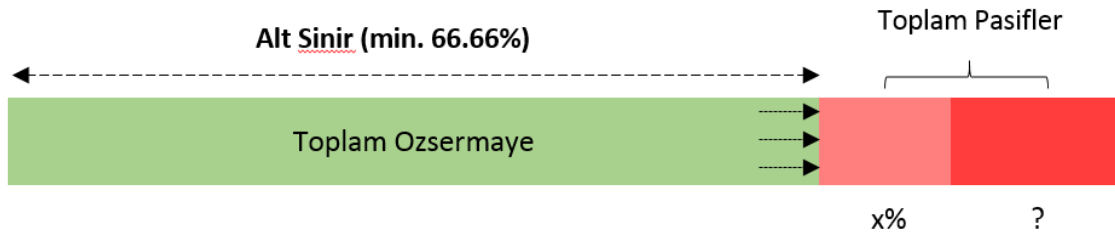
	Pay	Payda	Alt Sınır Kriteri
Teklif edilen çözüm	Toplam Özsermaye	Toplam Aktifler	$\geq 66.66\%$

Şekil 5: Özsermaye için önerilen Fıkhi filtreleme rasyosu

Kaynak: yazarların kendi düzenlemesi

Teklif edilen çözümün uygulanması sayesinde fikhî yatırım yapılması uygun olan şirketlerin sermaye yapısı Şekil 6a’da gösterildiği gibi olacaktır. Bizce bu sermaye yapısı ile şirketler fikhî uyumlu olmaya daha yakın olacaklardır. En az %66.66 özsermaye yapısına sahip olma zorunluluğu ile şirketler borca dayalı değil de sermayeye dayalı finans araçlarına daha fazla öncelik vermek durumunda kalacaklardır. Her bir şirketin fonlama kaynakları finansal borçlanma (faize dayalı), finansal olmayan borçlanma (faize dayalı olmayan) ya da özsermayeden oluşmaktadır. Welch’e (2011) göre halka arz olmuş ortalama bir şirketin finansal borç ve finansal olmayan borç miktarları hemen hemen birbirine yakın seyreder.²⁹ Finansal borçlar tüm faize dayalı borçları temsil ederken finansal olmayan borçlar faize dayalı olmayan borçları temsil eder. Faize dayalı olmayan borçlanma olasılığı (ki bu tür borçlanma İslam tarafından yasaklanmamıştır) finansal borçlanma olasılığını azaltır ve böylelikle şirketler daha az faize dayalı borçlanma faaliyetlerine sahip olurlar.

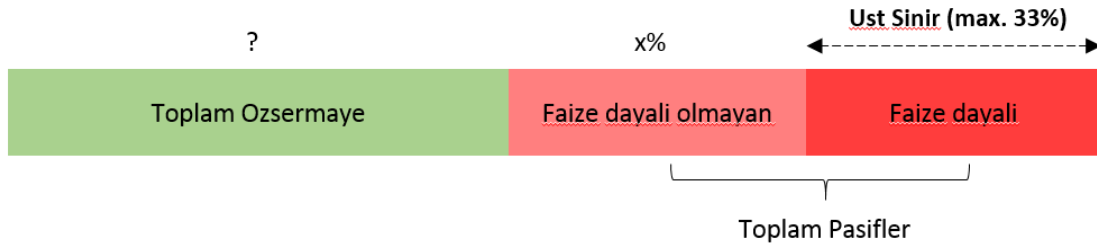
Bu sonuç, ayetin (Kur’an 2:275) özüne bağlı kalarak fikhî uyumlu olan bir finansal aracın uygulanmasını mümkün kılacak ve elde edilen rasyo ve alt sınırı, mezkur hadisin “üçte bir çoktur” ifadesinden çıkarıldığı için de İslami finansal sistemin ruhunu destekleyecektir.



Şekil 6a: Teklif edilen kritere göre Fıkhen uyumlu firmaların sermaye yapısına dair basitleştirilmiş öngörü

²⁸ Yaklaşımımız iki katmanlıdır: İlk olarak, Rasulullah (s.a.v)’in hadisinin uzun versiyonundan doğrudan anlaşılabilir ifadenin uygulanmasına imkan vermektedir. İkinci olarak ise bu hadisin deruni manasına da sadık kalmamızı sağlar.

²⁹ Bakınız Ivo Welch (2011), s. 4.



Şekil 6b: Halihazırdaki kritere göre Fıkhen uyumlu firmaların sermaye yapısının basitleştirilmiş gösterimi

Kaynak: yazarların kendi düzenlemesi

Ek olarak, uygulamada olan fıkhi filtreleme metodolojilerinin etkileri üzerine kısa bir değerlendirmede bulunmak istiyoruz. Şekil 6b DJIMI listesinde bulunan fıkhen uyumlu şirketlerin sermaye yapısını göstermektedir. Daha önce de belirttiğimiz gibi İslam alimleri ittifakla ve üstü kapalı bir biçimde faize dayalı borcun (finansal borç) kaldıraç rasyolarını belirlerken pay da kullanılmasını mazur görmüşlerdir. Fıkhi filtreleme metodolojilerinde finansal borçların (ki İslam'da yasaktır) gözönünde bulundurulması makul görülmektedir. Öte yandan, Şekil 6b'de gösterildiği gibi finansal borçlara ek olarak şirketler yatırımlarını finanse ederken finansal olmayan borçları da hemen hemen aynı oranda kullanırlar. Bundan dolayı şirketler, her ne kadar İslam tarafından tasvip edilmese de finansal olmayan borçlarını sınırsızca arttırabilirler. Tablo 1 DJIMI'in 7 ülkeye ve bu ülkelerin 7 farklı sektörüne ait fıkhen uyumlu şirketler listesindeki firmaların ortalama Finansal Olmayan Borç / Toplam Aktifler rasyosunu verir. Farklı ülkelerin farklı sektörlerinde faaliyet gösteren fıkhen uyumlu şirketlerin Tabloda gösterilen ortalama faize dayalı olmayan borç miktarları görüşlerimizi destekler. Şekil 6b'deki %X leri ortalama değerler ile değiştirdiğimizde, şirketlerin yüksek oranda borçlu olmalarına rağmen, finansal borçlar kaldıraç rasyosunun üst sınırını aşmadığından fıkhen uyumlu kategorisinde görünürler. Bu düşünceye paralel olarak *Sermayeye dayalı finansla dair geriye ne kalıyor?* sorusu akıllara gelir.

Faize Dayalı Olmayan Borçlar *	Mean	Std.Dev	Min	Max	Obs
Overall	0.298	0.125	0.078	0.687	7340
United States	0.301	0.126	0.078	0.687	3711
United Kingdom	0.358	0.125	0.078	0.687	643
Canada	0.250	0.103	0.078	0.680	469
Japan	0.277	0.097	0.078	0.641	1251
South Korea	0.273	0.116	0.078	0.649	292
Taiwan	0.241	0.143	0.078	0.687	319
India	0.335	0.144	0.078	0.687	655
Oil & Gas	0.287	0.110	0.078	0.687	574
Basic Materials	0.255	0.104	0.078	0.588	594
Industrials	0.332	0.136	0.078	0.687	1830
Consumer Goods	0.318	0.111	0.078	0.687	1295
Technology	0.273	0.133	0.078	0.687	1251
Health Care	0.249	0.109	0.078	0.687	973
Consumer Services	0.325	0.116	0.078	0.687	823

* Faize Dayalı Olmayan Borçlar = (Toplam Pasifler - Toplam Borç **) / Toplam Aktifler

** Toplam Borç = Kısa Vadeli Borç + Uzun Vadeli Borç (Faize Dayalı Olan Borçların Tümü)

Tablo 1: Çalışmada yer alan fıkhen uyumlu firmaların faize dayalı olmayan borçlarının tanımlayıcı istatistik bilgileri³⁰

³⁰ Bu tablo 2004-2014 periyodu için, Dow Jones İslami Piyasa Endeksi kurallarına uygun olan yedi farklı ülkeden ve yedi farklı endüstriden şirketlerin, faize dayalı olmayan borçlarının ortalama değerlerini göstermektedir.

Kaynak: yazarların kendi düzenlemesi

Bu minvalde fihhi filtreleme mekanizmasında kullanılmak üzere rasyo üst sınırını belirlerken, toplam pasiflerin pay da yer alması ve üçte bir prensibinin kullanılması makul görülebilir ve bu anlayış $\text{Toplam Pasifler} / \text{Toplam Aktifler} \leq \%33.33$ rasyosunu doğurur. Ancak yukarıda belirttiğimiz sebeplerden ötürü sermayeye dayalı finansı ön plana çıkarmayı öneriyor ve bu doğrultuda borca dayalı herhangi bir kalemi kullanmaktan ziyade Toplam Özsermaye'yi pay da kullanmayı öneriyoruz. (Şekil 5 ile Şekil 3 karşılaştırmasına bakınız)

Bu bölümde fihhi filtreleme metodolojilerince kullanılan ve kaldıraç rasyosu olarak da bilinen borç özsermaye rasyosunun İslami öğretilerle ne kadar uyumlu olduğu araştırma sorusunu cevaplamaya çalıştık. Yukarıda belirtildiği gibi fihhi filtreleme kriterlerinin belirlenmesinde en doğru ve adil hükmün ancak içsel faktörlere dayanılarak verilebileceğine dair Kutsal Kuran'dan güçlü deliller bulduk. Ek olarak, fihhi filtreleme metodolojisinde kullanılmak üzere İslami Finans Sistemi'nin ruhuna uygun aynı zamanda borç mefhumundan ziyade özsermaye kavramını ön plana çıkartan bir kriterin önemini vurguladık. Takip eden bölümde halihazırda uygulanan fihhi filtreleme metodolojilerinin gözden geçirilmiş/revizyona uğramış versiyonunu sunmaya çalışacağız.

5.3 Tashih Edilmiş Fihhi Filtreleme Metodolojisi

Daha önce bu bölümde standardizasyona temel teşkil etmek üzere tek ve özgün bir çözüm sunmanın öneminin altını çizmiştik. Özetlemek gerekirse, Yaqoubi tarafından da belirtildiği gibi uygulamadaki fihhi filtreleme metodolojilerinin ve yukarıda belirtmiş olduğumuz önerilerimizin ana hedefi fikhen tamamıyla uyumlu İslami finansal sermaye piyasalarının oluşturulmasıdır. Bundan dolayı aşağıda belirtilen taslağı fihhi filtreleme metodolojisinde kullanılmak üzere öneriyoruz:

Herhangi bir endeksin uygunluğunu belirlemek üzere şirketlerin hisseleri uygulanageldiği gibi iki temel filtreleme sürecinden geçmelidir:

1. Niteliksel: Filtrelemenin ilk aşamasında, şirketlerin temel operasyonel işleri incelenir ve İslam Hukuku'na yasaklanmış herhangi bir faaliyetin bulunması durumunda şirket, fikhen yatırım yapılması münasip olmayan şirketler sınıfında yer alır. Ayrıca şirketlerin İslam Hukuku'na yasaklanmış faaliyetlerden elde ettikleri gelirler üst sınır kriterine tabi tutulur, ki bu üst sınır bu kategoriden elde edilen gelirlerin toplam gelirlere bölümü sonucu %5'tir.

Gerekçe: Bu kriterin konma amacı İslam Hukuku'na yasal olmayan gelirleri, ki bu gelirler ister faizden elde edilmiş olsun ister farklı yasal olmayan faaliyetlerden elde edilmiş olsun, sınırlamak, en alt seviyede tutmaktır. Üçüncü bölümde de belirtildiği gibi günümüzde şirketler faizle ilintili faaliyetlerle ister istemez hemhal olmaktadır. Bu nedenle İslam alimleri bu tür faaliyetlerden elde edilen gelirlere, belirli bir sınır içerisinde olmak üzere, tolerans göstermişlerdir. Bununla birlikte her ne şart altında olursa olsun şirketlerin bu tür gelirlere

istifade etmelerine izin verilmemiş, bu minvalde bu sınıftaki gelirlerin yardım faaliyetleri adı altında dağıtılarak temizleme işlemine tabi tutulmasının gerekliliği belirtilmiştir (bu faaliyetlere vergi ödemeleri, sadaka, reklam vb faaliyetler dahil değildir).³¹ Aslında, İslam Hukuku'na yasal olmayan gelirlere uygulanmak üzere üst sınır olarak konulan %5 kriteri hakkında İslami bir gerekçe yoktur. Bundan dolayı halihazırda İslam alimlerince sağlanmış tanımlama ve tavsiyeleri dayanak göstererek, genellikle filtreleme ve temizleme metodolojileri tarafından tercih edilen uygulamayı kabul ediyoruz. Benzer şekilde, *Müslümanlar hayır işlerine katulmalıdır ve doğruluk için çalışmalıdır* (Al-Mu'Minun: 51), gerekçesine dayanarak İslam alimlerince oluşturulmuş ilk filtreleme aşamasını kabul ediyoruz. Abdullah b. Mesud (r.a.)'tan rivayet edildiğine göre; Rasulullah (s.a.v.) helal kazanç konusunda şöyle buyurmuştur: "İslâm'ın farz olan temel ilimlerini öğrendikten sonra, rızkını helalinden kazanmak da farzdır." (Taberanî, el-Kebir, No: 9994; Beyhakî, Sünen-i Kübra, VI, 128) Üçüncü bölümde belirtilen sektörler ve bu sektörlerde üretilen ürünler ve hizmetler kati bir surette İslam öğretilerince yasaklanmıştır (örneğin Bakara Suresi 168 ve 275, Maide Suresi 90).

2. Niceliksel: Filtrelemenin ilk aşamasını tamamladıktan sonra, sahip olunan özsermaye seviyelerini belirlemek için şirketler filtreleme sürecinin ikinci aşamasını teşkil eden yeni bir üst sınır kriterine tabi tutulurlar: bu kritere göre Toplam Özsermaye'nin Toplam Aktifler'e oranı en azından %66.66 olmalıdır.

Bu kriterin gerekçesi Bölüm 5.2'de detaylı bir şekilde anlatılmıştır.

Genel olarak filtreleme kriterlerinin amacı, halka arz olmuş şirketlerin hisse senetlerinin İslami hassasiyetleri olan yatırımcılar açısından sahip olunup olunamayacağı ve alım satım işlemlerine tabi tutulup tutulamayacağı sorularını cevaplamaya yöneliktir. Hisse senetlerinden müteşekkil yatırım portfolyolarını oluşturmak için iki temel kriterin yerine getirilmesi yeterlidir: İslam Hukuku'na *yasal olarak görülen ekonomik faaliyetlere sahip olmak ve aktif bir şekilde risk-paylaşımı prensibine uygun faaliyetlerde bulunmak*.³² Daha spesifik olmak gerekirse, fihki uygunluk kriterleriyle uyumlu olmak için şirketler, İslam Hukuku'na göre helal olan ürün ve hizmetleri üretmek ve özsermayeyi daha baskın bir duruma getirmek için özsermaye odaklı finansman modellerini kullanmalıdırlar.³³ Nakit ve alacaklar rasyosu mevzubahsinde, genel tarafından filtreleme metodolojilerinde kullanılan %33 olarak

³¹ Bakınız Gamaleldin (2015), p.21, Ayrıca bakınız Al Rajhi Bank Şer'i Kurulu Fetva numaraları 53/1990, 182/1994, 310/1998 & 485/2001.

³² Bakınız Hossein Askari vd. (2011), Risk-sharing in Finance: The Islamic Finance Alternative, yazarlar aktif hisse senedi piyasalarının risk dağılımı ve sermaye finansmanı konusundaki başarılarının önemini vurgulamışlar ve bunların ilerde İslami finansın temel aktörleri olması gerektiğini düşünmüşlerdir.

³³ Bir şirketin hisseleri eşit payları temsil ettiği için bu varlıklar, gerçek varlıklar gibi serbestçe bir kar karşılığında satılabilmelidirler. (örn; maddi mallar, gayrimenkul ve makineler).

belirlenmiş üst sınır kriterini kabul ediyor ve bu mevzuda İslam alimlerince belirlenmiş tanım ve tavsiyeleri benimsiyoruz.

Filtreleme prosedüründe yer alan önerilmiş özsermaye rasyosunun uygulamasının iki amacı bulunmaktadır. Bu amaçlar, ki ister uygulamada olan finansal rasyoyu desteklemek olsun ister uygulamada olan kaldıraç rasyosunun yerine kullanılmak üzere olsun, sonuç itibariyle asıl hedef Müslüman yatırımcılara fıkhi uyumluluk gösteren sermaye piyasası yatırımları hakkında daha iyi bir bilinç ve özgüven sağlamaktır.

6. Sonuç

Bu çalışma, yeni uygulamaya konan fıkhen uyumlu hisse senedi filtreleme prosedürlerinin tarihi serencamını ve özellikle Dow Jones tarafından geliştirilmiş olan İslami piyasa endeksinin filtreleme kriterinin gelişimini tartışır. Halka arz olmuş şirketlerin fıkhen uyumlu olup olmadıklarını belirleyen fıkhi filtreleme metodolojileri, niteliksel ve niceliksel olmak üzere iki ana bölümden oluşmaktadır. Önemli addedilen hatırı sayılır sayıdaki araştırmacı ve akademisyenler, uygulamadaki filtreleme metodolojilerini eleştirmiş ve bu metodolojilerin standartlaşmasının elzemliğini vurgulamıştır. Çalışma, hedef aldığı ana sorunsalı incelerken üç farklı temel bulgu üzerinde durur. İlk olarak, İslam'ın temel kaynaklarından olan Kuran'a dayanarak, en doğru ve adil yargının ancak ve ancak şirketin kontrolü altında olan içsel faktörlere dayanılarak verilebileceğini iddia eder, ki bu faktörler şirketlerin muhasebe hesaplarında varolan finansal değerlerdir. İkinci olarak bu çalışma, İslami ekonomi ve finans sisteminin bir bütün olarak temel felsefesini destekleyen ve bu doğrultuda Kuran'daki Bakara Suresinin 275. ayetinin ruhuna uygun bir filtreleme metodolojisinin önemini vurgular. Özel olarak bu çalışma, uygulamadaki kaldıraç rasyosunun yerine "üçte bir çoktur" hadisine dayanarak üst sınırı %66.66 olan özsermaye rasyosunun (özsermaye / toplam aktifler) uygulanmasını önerir. Bu şekilde, şirketlerin daha fazla özsermayeye dayalı bir sermaye yapılarının olması sağlanmaya çalışılacaktır. Son olarak bu çalışma, hem fıkhi filtreleme metodolojilerine yönelik yapılan eleştirilere bir çözüm mahiyetinde olup hem de ilk defa önerdiği finansal rasyoyu dayandığı ilmi mantığı ile birlikte sunmaktadır ki bu ilmi çıkarım, İslam'ın birincil kaynakları olan Kuran ve Sunnete dayanmaktadır. Ayrıca bu çalışma, fıkhi filtreleme metodolojilerinde standardizasyon ve harmonizasyonu sağlayacak potansiyele sahip olup, bu sayede Müslüman yatırımcılarda sağlayacağı farkındalık ve özgüven ile İslami yatırım araçlarına yatırımı teşvik edecektir.

References

- Adam, N. L., & Bakar, N. A. (2014). Shariah Screening Process in Malaysia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 121, 113–123.
- Al-Bashir, M. (n.d.). Comments of Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine on Reviewing the Concept of Shares: Towards Dynamic Legal Perspective by Faizal Ahmed Manjoo. Available at: <http://www.kantakji.com/media/163527/file521.pdf>
- Derigs, U., & Marzban, S. (2008). Review and analysis of current Shariah compliant equity screening practices. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 1(4), 285–303.
- Donia, M. and Marzban, S. (2008b). Identifying Shariah-Compliant Equities a Challenging Task, *Global Islamic Finance*. Available at: <http://www.global-islamic-finance.com/2008/11/identifying-shariah-compliant-equities.html>.
- FTSE Shariah Gloval Equity Index Series. (2015). *FTSE Factsheet*, (11), 1–5.
- Gamaleldin, F. M. (2015). Shariah-Compliant Stocks Screening and Purification. *Research Gate*, (October), 1–44.
- Grais, W., & Pellegrini, M. (2006). *Corporate Governance And Shariah Compliance In Institutions Offering Islamic Financial Services*. Policy Research Working Papers. The World Bank.
- Htay, S. N. N., Abedeen, Z., & Salman, S. A. (2013). Towards Standardization of Shari'ah Screening Norms and Practices. *International Journal of Humanities and Social Science Invention*, 2(11), 23–30.
- Khatkhatay, M. H., & Nisar, S. (2007). Shariah Compliant Equity Investment: An Assessment of Current Screening Norm. *Islamic Economic Studies*, 15(1), 47–76.
- Mian, K. (2014). Shariah screening and Islamic equity indexes. In *Islamic Finance: A Practical Guide* (p. 200).
- Mian, K. M. A. (2008). Shariah Screening and Islamic Equities Indices. *Islamic Finance News*, 5(17).
- Qasmi, M. M. K. (n.d.). Does Islam permit critical thinking?
- Sani, N., & Othman, R. (2013). Revision of Shari'ah screening methodology: The status of Shari'ah compliant companies in Malaysia. *International Conference On Management*.
- Standard & Poor's. (2015). Dow Jones Islamic Market Indices Methodology, (July), 1–43.
- Sukri Ramlee, Mohd. (2012) Shariah Stock screening Methodology, [online], Available at: <http://islamicbanking2u.blogspot.de/2012/06/shariah-stock-screening-methodology.html?q=Screening+Methodology>.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, 211, 453-458.

Welch, I. (2011). Two Common Problems in Capital Structure Research: The Financial-Debt-To-Asset Ratio and Issuing Activity Versus Leverage Changes. *International Review of Finance*, 11(1), 1-17.

Zandi, G., Razak, D. A., & Hussin, N. H. (2014). Stock market screening: An analogical study on conventional and shariah-compliant stock markets. *Asian Social Science*, 10(22), 270-279.

Appendix A

Amir b. Sa'd reported on the authority of his father (Sa'd b. Abi Waqqas): Allah's Messenger (may peace be upon him) visited me in my illness which brought me near death in the year of Hajjat-ul-Wada' (Farewell Pilgrimage). I said: Allah's Messenger, you can well see the pain with which I am afflicted and I am a man possessing wealth, and there is none to inherit me except only one daughter. Should I give two-thirds of my property as Sadaqa? He said: No. I said: Should I give half (of my property) as Sadaqa? He said: No. He (further) said: Give one-third (in charity) and that is quite enough. To leave your heirs rich is better than to leave them poor, begging from people; that you would never incur an expense seeking therewith the pleasure of Allah, but you would be rewarded therefor, even for a morsel of food that you put in the mouth of your wife. I said: Allah's Messenger. would I survive my companions? He (the Holy Prophet) said: If you survive them, then do such a deed by means of which you seek the pleasure of Allah, but you would increase in your status (in religion) and prestige; you may survive so that people would benefit from you, and others would be harmed by you. (The Holy Prophet) further said: Allah, complete for my Companions their migration, and not cause them to turn back upon their heels. Sa'd b. Khaula is, however, unfortunate. Allah's Messenger (may peace be upon him) felt grief for him as he had died in Mecca.

Sahih Muslim, Kitab 13 "Vesiyye Kitabi" No: 3991

Humaid b. 'Abd al-Rahman al-Himyari reported from three of the sons of Sa'd all of whom reported from their father that Allah's Apostle (may peace be upon him) visited Sa'd as he was ill in Mecca. He (Sa'd) wept. He (the Holy Prophet) said: What makes you weep? He said: I am afraid I may die in the land from where I migrated as Sa'd b. Khaula had died. Thereupon Allah's Apostle (may peace be upon him) said: O Allah, grant health to Sa'd. O Allah, grant health to Sad. He repeated it three times. He (Sa'd) said: Allah's Messenger, I own a large property and I have only one daughter as my inheritor. Should I not will away the whole of my property? He (the Holy Prophet) said: No. He said: (Should I not will away,) two-thirds of the property? He (the Holy Prophet) said: No. He (Sa'd) (again) said: (Should I not will away) half (of my property)? He said: No. He (Sa'd) said: Then one-third? Thereupon he (the Holy Prophet) said: (Yes), one-third, and one-third is quite substantial. And what you spend as charity from your property is Sadaqa and flour spending on your family is also Sadaqa, and what your wife eats from your property is also Sadaqa, and that you leave your heirs well off (or he said: prosperous) is better than to leave them (poor and) begging from people. He (the Holy Prophet) pointed this with his hands.

Sahih Muslim, Kitab 13 "Vesiyye Kitabi" No: 3997