

# Hisse Senedi Şer'i İzleme Faaliyetlerinde Kullanılan Eşik Değerlere Dair Eleştirel Bir İnceleme<sup>1</sup>

Batuhan Buğra Akartepe\*

Received: 11.06.2022

Accepted: 19.07.2022

DOI: 10.54427/ijisef.1129328

Type: Research Article

## Öz

Sermaye piyasaları, bankacılık sektöründen sonra İslami finans alanının ikinci sacayağını temsil etmektedir. Bu piyasalarda işlem gören en önemli araç ise hisse senetleridir. Ortaklık ilişkisi doğuran bir kıymetli evrak niteliğindeki hisse senetlerine yatırım yapılmasının meşruiyeti üzerinde şirketlerin niteliği önem arz etmektedir. Tamamen meşru yapıdaki şirketlerin sayıca az olması ana faaliyeti meşru olduğu halde gayrimeşru faaliyetler de yürüten karma şirketlere yatırım yapılmasını gündeme getirmektedir. Söz konusu zaruret haline bağlı olarak şirketlerin gayrimeşru faaliyet yürütmesine belirli oranda izin verilmektedir. Bu hususta şirketlerin gayrimeşru unsurlarla olan ilişkisinin tespit edilmesi amacıyla şer'i izleme faaliyetleri yürütülmekte ve bu kapsamda eşik değerler belirlenmektedir. Eşik değer belirleme hususunda söz konusu değerlere yüklenen misyona göre iki farklı yaklaşım ortaya çıkmaktadır; az-çok merkezli yaklaşım, zaruret merkezli yaklaşım. Eşik değerlerin az-çok arası sınırı gösteren değerler olduğunu kabul eden birinci yaklaşım, şer'i izleme kapsamındaki tüm analiz kalemleri için eşik değer belirlerken bu amaca hizmet edecek delilleri kullanmaktadır. Zaruret merkezli yaklaşım ise piyasa verilerinden hareketle şirketlerin karşılaştığı zaruret miktarını tespit etmeye odaklanmaktadır. Her iki yöntem de takip ettikleri eşik değer belirleme süreçlerinde metodolojik hatalar barındırmaktadır. Bu çalışma, her iki yöntemin de problem teşkil eden yönlerini ortaya koymayı ve alternatif olarak *sektörel zaruret merkezli* yöntemi teklif etmeyi hedeflemektedir.

**Anahtar Kelimeler:** İslami Finans, Hisse Senedi, Şer'î İzleme, Eşik Değer, Zaruret, Metodoloji.

**Jel Kodları:** G10, G19

## A Critical Review of the Thresholds of Sharia Screening for Stocks

### Abstract

Capital markets represent the second main application area of Islamic finance after the banking sector. The most important instrument traded in these markets is stocks. The character of companies is important on the legitimacy (shariah compliance) of investing in stocks. The fact that the companies with a completely Shariah compliant structure are few in number brings about investing in mixed companies that carry out Shariah non-compliant activities even though their main activity is legitimate. Depending on this necessity, companies are allowed to carry out financial activities that do not comply with Shariah principles to a certain extent. In this context, thresholds are used within the scope of

<sup>1</sup> Bu çalışma, "Hisse Senedi Şer'i İzleme Kriterlerinin Analizi" başlıklı doktora tezinden hareketle hazırlanmıştır. Makalenin hazırlanması aşamasında sunmuş olduğu katkılardan ötürü Arş. Gör. Mustafa İNCE'ye teşekkürlerimi sunarım.

\* Arş. Gör. Dr., İstanbul Üniversitesi, SBE, İslam İktisadı ve Finansı ABD, b.akartepe@istanbul.edu.tr, Orcid: 0000-0002-5634-6663

Shariah screening to determine the level of non-compliant elements to Shariah in the company. There are two different approaches to determining thresholds; the minority-majority-centered approach and the necessity-centered approach. The first approach uses Shar'i evidence showing the less or more borderline when setting thresholds for all analysis of Shariah screening. The necessity-centered approach, on the other hand, focuses on determining the amount of necessity based on market data. Both methods contain methodological problems in the threshold determination processes. This study aims to reveal the problems of both methods and to propose the *sectoral necessity-centered method* as an alternative.

**Keywords:** Islamic finance, stock, Shariah screening, threshold, necessity, methodology.

**Jel Codes:** G10, G19

## Giriş

Sermaye piyasalarında hisse senetleri işlem gören şirketler arasında tamamen meşru yapıdaki şirket sayısının az olması yatırım tercihlerini dini hassasiyetlerine göre şekillendiren kişileri, gayrimeşru işlemler gerçekleştirdiği halde meşru dairede kaldığı kabul edilen karma şirketlere yatırım yapmak zorunda bırakmaktadır. Meşru olmayan faaliyetler yürüttüğü halde şer'i açıdan yatırım yapılabilir olarak değerlendirilen gruba girebilmek için şirketlerin gayrimeşru unsurlarla olan ilişkisinin belirli bir sınırın altında kalması gerekmektedir. Bu bağlamda yürütülen şer'i izleme faaliyetleri ile şirketlerin borç ve likit yapılarının yanı sıra gayrimeşru yatırım ve gelir durumları incelenerek şirketlerin nitelikleri tespit edilmeye çalışılmaktadır. Her bir inceleme kalemi için farklı parametreler kullanılmak suretiyle çeşitli hesaplamalar yapılmaktadır. Hisse senedi yatırımlarına şer'i olarak izin verilebilmesi için bu hesaplamaların sonucunun belirli sınırları aşmaması gerekmektedir. Bir şirketin şer'i olarak yatırıma elverişli olabilmesi için ihlal etmemesi gereken bu sınırlar *eşik değer* olarak isimlendirilmektedir. Şirketlerin şer'i açıdan uyumlu evrene dahil olabilmesi hususunda önemli rol oynayan eşik değerlerin tespitine yönelik farklı uygulama örnekleri bulunmaktadır.

Eşik değerler genel geçer sabit nitelikte olmayıp çeşitli etkenlere bağlı olarak değişkenlik gösteren bir yapıya sahiptir. Şer'i izleme uygulamalarının bu boyutu ele alındığında aynı danışma kurulunun birden fazla eşik değer kullandığı örneklerin yanı sıra farklı danışma kurullarının aynı eşik değerleri benimsediği de vakidir. Bu durum, değişimin danışma kurullarından kaynaklanmadığını ortaya koymaktadır. Mesele farklı bir açıdan ele alınarak, izleme kapsamında yürütülen analiz kalemleri için farklı eşik değerlerin belirlendiği örnekler bakıldığında söz konusu değişim üzerinde, analiz kalemlerinin farklılaşmasının etkili olabileceği ilk etapta akla gelebilmektedir. Ancak uygulamada aynı analizler için farklı oranlar kullanan şer'i metodolojilerinin varlığı bu konuda etkili olan tek unsurun belirtilen husus olmadığını ve başka bir faktörün daha bu süreçte rol oynadığını göstermektedir. Eşik değerler hususunda uygulamadaki bu durum, değerlerin tespiti ve farklılaşması aşamasında belirleyici ilkenin ne olduğunu tayin etmeyi zorlaştırmaktadır. Kanaatimizce bu konuda iki husus birlikte değerlendirildiğinde eşik değer tespitine yönelik vakayı anlamlı bir şekilde kategorize etmek mümkün hale gelecektir.

Eşik değerlere yönelik farklı uygulama örnekleri bulunmasının arka planını doğru bir şekilde anlayabilmek için iki etkeni bir arada mülahaza etmek gerekmektedir. Bu bağlamda göz önünde bulundurulması gereken ilk husus, analiz kaleminin hangi amaçla yürütülüyor olduğudur. Nitekim uygulamadaki örnekler incelendiği zaman aynı amaçla yürütülen analizlerin aynı eşiklere tabi olduğu görülecektir. Şöyle ki şirketin meşruiyetini tespiti yönelik yürütülen borç analizi ve gayrimeşru yatırım analizi için aynı eşik değerler kullanılırken, hisse senedi mübadele işlemlerinde riayet edilecek kuralların belirlenmesi amacıyla gerçekleştirilen likidite analizinde farklı eşikler kabul edilmektedir. Bununla birlikte aynı amaçla gerçekleştirilen analizler, örneğin borç analizi ya da gayrimeşru gelir analizi, için farklı eşiklerin var olması, tek başına amaç faktörünün belirleyici olmadığını gözler önüne sermektedir. Bu aşamada gündeme gelen diğer husus, eşik değere yüklenen misyondur. Şer'i

izleme kapsamında eşik değer kullanmanın amacına dair iki farklı yaklaşım bulunmaktadır. Danışma kurullarından bazıları eşik değerleri, az-çok arası sınırını tayin eden bir unsur olarak görürken bazıları ise zaruret sınırını belirleyen bir gösterge olarak değerlendirmektedir. Söz konusu tanımlama farklılığına bağlı olarak aynı analizler için farklı değerler tercih edilmektedir.

Çalışma kapsamında eşik değerlerin tespiti aşamasında takip edilen metodolojiler ele alınacaktır. Bu bağlamda eşik değerler, farklılaşma üzerinde belirleyici olduğunu düşündüğümüz etkenlere göre kategorize edilerek incelenecektir. Öncelikle eşik değere yüklenen misyona göre taksim yapılacak daha sonra ise mesele, analiz kalemlerine göre müstakil olarak ele alınacaktır. Şunu da belirtmek gerekir ki eşik değerler analiz edilirken danışma kurulları tarafından sıklıkla tercih edilen değerler üzerinde durulacak olup nadiren uygulanan örneklere yer verilmeyecektir. Zira şer'i izleme ilkelerine dair bilgilerin yer aldığı metodoloji metinlerinde sınırlı seviyede malumat bulunduğu için az sayıda danışma kurulu tarafından tercih edilen eşik değerlere yönelik genel bir izlenim edinmek mümkün olmamaktadır. Buna mukabil sıklıkla uygulanan eşik değerler hakkında yapılan açıklamalar daha fazla olduğu için ilgili eşik değerlerin dayandığı delillerin tespiti daha kolay olmaktadır. Eşik değer uygulaması hakkındaki genel tablo böylelikle ortaya koyulduktan sonra konu hakkındaki değerlendirmelerimize geçilecektir. Değerlendirme kısmında uygulamanın barındırdığını düşündüğümüz metodolojik hatalara değinilerek kanaatimizce daha isabetli olan eşik değer belirleme yöntemine yer verilecektir.

### 1. Az-Çok Merkezli Yaklaşım

Şirketlerin gayrimeşru faaliyetler ile ilişkisi, hisse senedi yatırımlarının cevazına etki eden önemli faktörlerden birisidir. Bu ilişkinin tespitine yönelik yürütülen şer'i izleme faaliyetleri sonucunda gayrimeşru faaliyet yürüttüğü halde hisse senedine yatırım yapılmasına izin verilen karma nitelikli şirketlerin söz konusu faaliyetleri yürütmesine imkan sağlayan durumun ne olduğu, eşik değerlerin icra edeceği misyonu tanımlama noktasında etkili olmaktadır. Şöyle ki, eşik değerler konusunda ele aldığımız bu yaklaşımı benimseyen danışma kurulları, gayrimeşru faaliyetlerin şirket hakkında verilecek kararı olumsuz yönde etkilememesi için söz konusu nitelikteki faaliyetlerin toplam faaliyetler içerisinde az miktarda olmasını şart koşmaktadır. Meşru faaliyetlerin çoğunluğu teşkil etmesi durumunda gayrimeşru faaliyetlerin, meşru faaliyetlere tabi kılınmak suretiyle değerlendirmelerde itibar edilmeyen bir unsur haline geleceği kabul edilmektedir. Bu kabul bağlamında eşik değerlerin, müsaade edilen ve yasaklanan gayrimeşru miktar arasındaki sınır niteliğinde olduğu göz önünde bulundurulduğunda söz konusu değerlerin ifade ettiği asıl mananın, az-çok arası sınır olduğu ortaya çıkmaktadır. Böylelikle eşik değerlerin altında kalan gayrimeşru içerik *az* olarak değerlendirilmek suretiyle göz ardı edilebilecekken üstünde kalan kısım *çok* olarak değerlendirilerek şirketin gayrimeşru bir nitelik kazanmasına sebep olacaktır. Eşik değerlere az-çok arası sınırı ifade etmesi bakımından tek bir anlam yüklenmekle birlikte söz konusu değerler izleme kalemlerine göre değişkenlik göstermektedir. Bu başlık altında izleme kalemleri amaçlarına göre tasnif edilmek suretiyle belirlenen eşik değerlere ve tespit

yöntemlerine yer verilecektir. Öncelikle şirketin meşruiyeti hususunda sonuç doğuran borç, gayrimeşru yatırım ve gayrimeşru gelir analizi ele alınacak olup daha sonra ise hisse senedi mübadelelerinin uygunluğu için gerçekleştirilen likidite analizine değinilecektir. Bu yaklaşım kapsamında borç analizi ve gayrimeşru yatırım analizi için aynı eşik değerin kullanılıyor olmasından hareketle her iki konu tek başlık altında ele alınacaktır.

### 1.1. Borç ve Gayrimeşru Yatırım Analizi

Şirketlerin meşruiyet durumunu tespit amacıyla borçlanma ve yatırım faaliyetlerine odaklanmak suretiyle gerçekleştirilen finansal izleme kapsamındaki analizlerde %30, %33, %33,33 ve %37 şeklinde dört farklı eşik değeri kullanılmaktadır. Değeri tespiti aşamasında aynı argümanlar kullanıldığı için ilk üç eşik değeri birlikte, %37 ise müstakil olarak ele alınacaktır.

#### 1.1.1. %30-%33-%33,33 Eşik Değeri

Şirketlerin borç yapısına yönelik yapılacak değerlendirmelerde kullanılan %30, %33, %33,33 eşik değeri farklı danışma kurulları tarafından aynı delile dayalı olarak belirlenmektedir. Eşik değeri olarak %30'u belirleyen danışma kurulları arasında Amanie ("Amanie Shariah Board", t.y.) ve AAOIFI (AAOIFI, 2018, s. 568) yer alırken %33 değeri SAC (Securities Commission, 2019, ss. 164-167), Ratings Intelligence (Ratings Intelligence, t.y.) ve TKBB Danışma Kurulu (TKBB, 2020, s. 14), %33,33 değeri ise MSCI (MSCI, 2019, s. 6) ve FTSE(YASAAR, 2019, s. 9) kullanılmaktadır. Danışma kurulları şer'i olarak *az-çok* için sınır niteliğindeki eşik değeri belirlerken çeşitli delillere başvurmuştur. Hüküm verilmeye çalışılan meselenin güncel olması, dini naslarda ve klasik fıkıh kaynaklarında konuyla doğrudan alakalı bir delil bulunmaması değerlendirme aşamasında dolaylı delillere müracaat edilmesi sonucunu doğurmuştur. Bu sebeple yukarıda isimleri sayılan danışma kurulları şirketlerin borç ve gayrimeşru yatırım yapısıyla alakalı izleme faaliyetlerinde kullanılacak eşik değeri belirlemek için dini naslara yönelmiştir. Söz konusu kurullar dini naslarda çeşitli meseleler hakkında *az-çok* için sınır olabilecek örneklerden hareketle şer'i izlemede kullanılacak eşik değeri tespit etmeye çalışmaktadır.

Eşik değeri olarak %30, %33 ve %33,33'lük sınırların belirlenmesi hususunda başvuru yegâne delil Hz. Peygamber (as) ile Sa'd b. Ebi Vakkas arasında geçen vasiyet konusundaki rivayettir. Meselenin temellendirilmesi aşamasında müracaat edilen delilin zikredilen hadis olduğu söz konusu değeri kullanan danışma kurullarının bazılarının açıklamalarında ("Amanie Shariah Board", t.y.; Securities Commission, 2006, ss. 161-162) ve konuyla ilgili yapılan akademik çalışmalarda (Ayedh, Shaharuddin, & Kamaruddin, 2019, s. 168; Lahsasna & Hassan, 2011, s. 55) açıkça ifade edilmektedir. Eşik değeri tespitinin arka planına dair açıklamalar yapan danışma kurullarının yanı sıra belirtilen değeri kullandığı halde başvuru argümanları hakkında detaylı bilgi vermeyen kurullar da bulunmaktadır. Bu hususta aynı değeri belirlenmesinden hareketle aynı delile dayalı olarak hüküm verildiği varsayılmaktadır. Bu sebeple belirtilen değeri benimseyen bütün danışma kurulları için çalışma kapsamında aynı delil üzerinde durulacaktır. Bu bağlamda delil olarak kullanılan ve aşağıda farklı versiyonları verilen rivayet şu şekildedir:

Veda haccı zamanında şiddetli bir hastalık geçirirken Allah resulü (as) beni ziyarete geldi. O'na dedim ki: "Hastalığım gördüğün dereceye ulaştı. Ben mal sahibiyim. Bir kızımın başka mirasçım yok. Malımın 2/3'ünü sadaka olarak vereyim mi?" Hz. Peygamber (as) "Hayır" dedi. "Yarisını sadaka olarak vereyim mi?" dedim. Hz. Peygamber (as) "Hayır" dedi. "1/3'ünü vereyim mi?" dedim. Hz. Peygamber (as) "1/3 çoktur." dedi (el-Buhârî, 1422, s. "Müsâkât" ,18, 1422, s. "Merzâ", 16).

Mekke fethedildiği yıl ölüm döşeğine düşecek şekilde hastalanmışım. Allah Resulü (as) hasta ziyareti için bana geldi. O'na dedim ki: "Ey Allah'ın Resulü (as) benim çok malım var ve kızımın başka mirasçım yok. Malımın tamamını vasiyet edebilir miyim? Hz. Peygamber (as) "Hayır" dedi. "Malımın 2/3'ünü vasiyet edebilir miyim?" dedim. Hz. Peygamber (as) "Hayır" dedi. "Malımın yarisını vasiyet edebilir miyim?" dedim. Hz. Peygamber (as) "Hayır" dedi. "Malımın 1/3'ünü vasiyet edebilir miyim?" dedim. Hz. Peygamber (as) "1/3'ünü et, 1/3 çoktur." dedi.(Tirmizi, 1998, s. "Vasâyâ", 1 (No. 2116)).

Veda haccı sırasında ağrılar sebebiyle ölüm döşeğine düştüğüm hastalığım anında Resulullah (as) ziyarete geldi. Bu münasebetle O'na dedim ki: "Ey Allah'ın Resulü; ağrılarım gördüğün dereceye geldi. Ben mal sahibi bir kişiyim. Tek kızımın başka mirasçım da yok. Malımın üçte ikisini sadaka olarak vereyim mi?" O: "Hayır" cevabını verdi. Ben de: "O zaman yarisını sadaka olarak vereyim mi?" diye sordum. O da: "Hayır, üçte birini, üçte bir de çok..." dedi.(Müslim, 1956, s. "Vasiyye",1628).

Yukarıda aktarılan rivayetlerin her birinde ortak olup rivayetin son kısmında yer alan ve Hz. Peygamber (as) tarafından tasadduk ya da vasiyet edilecek miktar hakkında söylenen "1/3 çoktur." ifadesi şer'i bir çokluk sınırı olarak kabul edilmekte ve eşik değer belirleme sürecinde delil olarak kullanılmaktadır. Söz konusu ifadeden hareketle üç farklı eşik değer belirlenmiştir. %33,33 değerini kabul eden danışma kurulları 1/3 oranının tam karşılığını uygularken %33'ü kullananlar küsuratı değerlendirme dışı bırakmaktadır. %30'luk değeri benimseyen danışma kurullarının ise 1/3 oranının altında bir değeri aynı delile dayalı olarak belirledikleri görülmektedir (M. I. A. Usmani, 2002, ss. 197-198).

### 1.1.2. %37 Eşik Değeri

%37 eşik değeri sadece Al Meezan yatırım şirketi tarafından kullanılmakla birlikte söz konusu şirket, şer'i izleme metodolojisine dair bilgilere yer verdiği web sitesinde bu eşik değeri elde ederken izlediği yolu ve dayandığı delilleri zikretmemiştir (Al Meezan, t.y.). Bu sebeple konuyla ilgili açıklamalar için ikincil kaynaklara başvurma ihtiyacı hasıl olmuştur. Bu bağlamda şirketin şer'i danışmanlık hizmeti aldığı Meezan Bank danışma kurulu kararları incelendiğinde hisse senedi yatırımlarında borçlanma oranıyla ilgili olarak Hz. Peygamber (as) ile Sa'd b. Ebi Vakkas arasında geçen vasiyete dair rivayete dayalı olarak %30'luk eşik değer tespit edildiği görülmektedir (M. I. A. Usmani, 2002, ss. 197-198, 2015, ss. 291-293). Bu durum eşik değer belirleme aşamasında söz konusu danışma kurulunun almış olduğu kararların ötesinde başka faktörlerin etkili olduğunu göstermektedir. Bu hususta etkili olan faktörün, ülkedeki yasal düzenlemeler olduğu yapılan okumalarda fark edilmiştir. Nitekim Pakistan Sermaye Piyasası Kurumu tarafından yayınlanan şer'i yönetişime dair yönetmelikte ülkede faaliyet gösteren kurumların şer'i izleme faaliyetlerini yürütürken uyması gereken

kurallara yer verilmektedir. Bu kapsamda Sermaye Piyasası Kurumu tarafından 1 Mart 2018 tarihinde yayınlanan tebliğde borç oranıyla ilgili eşik değerin %37 olarak belirlendiği ifade edilmektedir (SECP, 2018, s. 4). Al-Meezan danışma kurulunun söz konusu eşik değerin belirlenmesi aşamasında bu yasal düzenlemeyi dikkate almış olabileceği muhtemeldir. Ancak ilgili düzenlemede %37'lik değerin hangi gerekçeyle tespit edildiğine dair herhangi bir bilgi yer almamaktadır.

%37 eşik değerinin belirlenme sürecinde kullanılan deliller detaylı olarak bilinmemekle birlikte şer'î izleme kapsamında geliştirilen diğer danışma kurulu metodolojileri birlikte değerlendirildiğinde söz konusu oranın tespitine dair bir tahminde bulunmak mümkündür. Şöyle ki danışma kurullarından bazıları izleme aşamalarında kullanılan eşik değerler için, şirketlerin bu eşikleri ihlal etmesi durumunda uygulanacak esneme payı belirlemektedir. Bu minvalde TKBB danışma kurulu şirketlerin belirlenen eşik değeri %10 oranında ihlal etmeleri durumunda bir süre daha meşru kapsamda değerlendirilmesinin uygun olacağını kabul etmektedir. Böylece kullanılan %33'lük eşik değerin ihlal edilebilecek azami sınırı %36,3 olarak belirlenmektedir (TKBB, 2020, ss. 14-15). Bu uygulama göz önünde bulundurulduğunda %37 eşik değer hakkında şöyle bir yorum yapmak mümkündür; şirketin yatırım yapılabilecek şer'î uyumlu hisse senedi evrenini mümkün mertebe genişletmek adına borç analizi kapsamında en yüksek eşik değeri kullanmak istediği varsayılacak olursa bu durumda uygulamada bu konudaki en üst sınır olan %33,333 değeri tercih etmesi beklenir. Eşik değerin bir miktar daha artırılması amacıyla uygulamadaki en yüksek esneme payı olan %10 da söz konusu değere eklenecek olursa %33,333 şeklindeki eşik, %3,333 artışla %36,666 halini alacaktır. Elde edilen bu değer yuvarlanması sonucu %37 değerine ulaşmak mümkün hale gelmektedir. Her ne kadar konuyla ilgili birincil ağızdan yapılan açıklamalar ve güçlü deliller bulunmasa da değer tespitine dair bu şekilde bir izah getirmek ihtimal dahilindedir. %37 eşik değerinin tespit sürecine ilişkin ileri sürdüğümüz bu varsayım göz önünde bulundurulduğunda aslında söz konusu değer tespitinde dolaylı olarak yukarıda zikredilen rivayetlerin etkili olduğu ortaya çıkmaktadır. Böylelikle az-çok merkezli yaklaşım tarafından borç ve gayrimeşru yatırım analizi kapsamında kullanılan eşik değerlerin hepsi tek bir delilden hareketle tespit edilmiş olmaktadır.

## 1.2. Gayrimeşru Gelir Analizi

Şirketlerin meşruiyeti üzerinde sonuç doğuran izleme kalemleri kapsamına giren gayrimeşru gelir analizi için az-çok merkezli yaklaşım tarafından iki farklı eşik değeri belirlenmektedir. Şer'î izleme çatısı altında yürütülme amaçları bakımından borç ve gayrimeşru yatırım analizi ile gayrimeşru gelir analizi aynı grupta yer almakla birlikte söz konusu analizlerde kullanılacak az-çok sınırı farklı şekilde belirlenmiştir. Borç ve gayrimeşru yatırım için geride belirtilen oranlar kabul edilmişken gayrimeşru gelir analizi için danışma kurulları tarafından %5 ve %10 şeklinde iki farklı eşik değeri uygulanmaktadır. Şer'î izleme faaliyetleri kapsamında şirketlerin gayrimeşru gelirlerine yönelik belirlenen en yüksek eşik değeri olan %10, Parsoli ("Parsoli Islamic Equity (PIE) Index", t.y.) ve Jakarta Islamic Index (Ho, 2015, s. 238) tarafından kullanılmaktadır. Ancak hem söz konusu şirketlerin şer'î izleme metodolojilerine yönelik

kendi bilgilendirme metinlerinde hem de ikincil literatürde %10 eşik değerinin hangi gerekçelerle tespit edildiğine dair herhangi bir bilgiye rastlanılmamıştır. Bu sebeple bu başlık altında sadece %5 eşik değerinin belirlenmesi aşamasında takip edilen sürece ve başvuru argümanlara yer verilecektir.

### 1.2.1. %5 Eşik Değeri

Gayrimeşru gelirlere yönelik belirlenenler arasında en sık kullanılan eşik değer %5'tir. Nitekim söz konusu değer Parsoli, Jakarta Islamic Indeks ve TESIS dışında kalan tüm danışma kurulları tarafından kabul edilmektedir. Bu derece yaygın bir şekilde kullanılıyor olmakla birlikte %5 eşik değerini kabul eden danışma kurullarından hiçbirisi bu değerini hangi delillere dayalı olarak tespit edildiği hususunda bilgi vermemektedir. Bu sebeple açıklamalar ikincil nitelikteki kaynaklara dayalı olarak yapılacaktır.

Rajhi Bank (el-Mecmû'atü'ş-şer'iyye bi-Masrifi'r-Râcihî, 2010, s. 719) ve Meezan Bank (M. I. A. Usmani, 2015, s. 289) danışma kurulları, Elgari (Elgari, 2017, s. 189,192), Derigs ve Marzban (Derigs & Marzban, 2008, s. 292) şer'i izleme kriterlerine dair yapmış oldukları değerlendirmelerde gayrimeşru gelirlerin analizinde kullanılmak üzere belirlenen %5 eşik değerinin Kur'an ve sünnetten herhangi bir kaynağının bulunmadığını, söz konusu değerini çağdaş şer'i danışma kurulu üyelerinin içtihatları sonucu ortaya koyulduğunu ve üzerinde fikir birliği oluşturulduğunu belirtmektedir. Bu hususta Hashim ve diğerleri, ISRA-Bloomberg tarafından uygulanan şer'i izleme kriterleri hakkında hazırlamış oldukları çalışmanın ilgili bölümünde %5 eşik değerinin hangi gerekçelere dayalı olarak kabul edildiğini açıklarken herhangi bir dini nassa ya da fikhî kurala referansta bulunmamaktadır. Söz konusu değerini tespiti konusunda şirket teamüllerinde az-çok için sınır kabul edilen oranın esas alındığı vurgulanmaktadır. Nitekim şirket yapısı içerisinde %5'lik oranın altında hisse senedi bulunan ortakların sahip olduğu haklar ve şirket içerisinde kazandıkları pozisyon küçük kabul edilirken bu oranın üzerinde hisse senedine sahip olan bireyler şirket üzerinde daha geniş haklar elde edebilmektedir. Şirket teamülünde yer alan bu durum, gayrimeşru gelirlerle ilgili şer'i izleme kapsamında riayet edilmesi gereken oranlara da yansiyarak, şirketin bu tür gelirlerinin %5'in altında kalması az olarak değerlendirilmekte ve şer'i izleme açısından herhangi bir probleme sebep olmadığı kabul edilmektedir (Md. Hashim, Habib, Isaacs, & Gadhoun, 2017, s. 32).

### 1.3. Likidite Analizi

Hisse senedi mübadele işlemlerinin fikhî olarak hangi sözleşme bağlamında değerlendirileceğine karar verilmesi amacıyla yürütülen likidite analizi için belirlenen eşik değerler diğer izleme kalemlerinde kullanılan değerlerden farklılaşmaktadır. Diğer incelemelerden farklı bir gaye ile gerçekleştiriliyor olması likit varlıklar hakkındaki az-çok sınırının değişmesine yol açmaktadır. Bu hususu çalışmalarında ele alan Elgari, finansal izleme kapsamında sadece alacak niteliğindeki varlıklarla ilgili azlık-çokluk sınırının %50 olarak belirlendiğini, şirketin borç yapısıyla ilgili analizlerde ise 1/3 oranının esas alındığını belirtmektedir. Aynı danışma kurulunun iki farklı oranlamada azlık-çokluk sınırı için neden



farklı eşikler kullandığını izah ederken, faizli işlemler ile alacak satımı işlemlerinin şer'î hükmünün farklı olduğuna dikkat çekmektedir. Şöyle ki faizli borçlanma işlemi tamamen yasaklanmış olmasına karşılık, şirketin alacak sahibi olması değil sadece söz konusu alacakları nominal değeri dışında üçüncü kişilere devretmesi yasaklanmıştır. Yazar, iki işlem arasında böyle bir fark olması sebebiyle belirlenen eşik değerlerin değişkenlik arz ettiğini gündeme getirmektedir (Elgari, 2017, s. 188).

Eşik değer belirleme konusunda az-çok arası sınıra odaklanan yaklaşım temsilcileri tarafından likidite analizi kapsamında %33, %49, %50, %70 ve %75 şeklinde beş farklı değer belirlenmiştir. %33 değerinin dayanağı ilgili bölümde zikredildiği için burada tekrar ele alınmayacaktır. Bu sebeple sadece diğer eşik değerler hakkında açıklama yapılacaktır.

### 1.3.1. %49-%50 Eşik Değerleri

Şirketlerin şer'î izleme faaliyetleri kapsamında likit yapılarına yönelik analizde eşik olarak kullanılmak üzere belirlenen %49 ve %50 değerleri aynı delile dayalı olarak tespit edildiği için birlikte incelenecektir. Söz konusu oranlardan %49 Ratings Intelligence (Ratings Intelligence, t.y.) tarafından belirlenirken %50'lik değer ise Yasaar (FTSE, t.y., s. 12) ve Parsoli ("Parsoli Islamic Equity (PIE) Index", t.y.) danışma kurulları tarafından tespit edilmiştir. Ancak şirketlerin şer'î izlemeye dair metodolojilerinde söz konusu eşik değerlere ulaşırken hangi delillere başvurulduğuna dair bilgi bulunmamaktadır. Bu sebeple likidite analizi kapsamında kullanılan ilgili eşik değerlerin tespiti hususunda yürütülen delillendirme süreci ikincil kaynaklar üzerinden açıklanmaya çalışılacaktır.

Likidite analiziyle ilgili eşik değerlere dair görüş beyan eden Taqi Osmani, konuyla ilgili birden fazla değer tespiti yapıldığını belirttiikten sonra %49 ve %50 eşik değerini kabul eden danışma kurullarının fikhî ilkelere dayalı olarak bu görüşü benimsediklerini ifade etmektedir. Şöyle ki hisse senetleri şirketin likit varlıklarını da temsil etmekte ve likit varlıkların faiz yasağına düşmemek için nominal değer üzerinden işlem görmesi gerekmektedir. Ancak bu husus, likit varlıkların müstakil olarak sözleşmeye konu edilmesi durumunda riayet edilmesi gereken bir kuraldan ibarettir. Bununla birlikte şirket varlıklarından likit olanların toplam varlıklar içerisinde azınlık halinde kalması durumunda bu varlıklar, çoğunluğu temsil eden likit olmayan varlıklara tabi kılınmakta ve nominal değer üzerinden satış yapma kuralını işletmeye ihtiyaç duyulmamaktadır. Bu hususta hangi değer altında kalan varlıkların az olarak değerlendirilmek suretiyle diğer varlıklara tabi kılınacağı hususunda "Bir şeyin çoğunluğunun hükmü, tamamının hükmü gibidir." (Zuhayli, 2006, s. 601) şeklindeki fıkıh kaidesine başvurulduğu belirtilmektedir (M. T. Usmani, 2002, s. 144). Söz konusu kaideden hareketle çoğunluğun sınırı %50 olarak tespit edilmektedir. Nitekim bir bütünün yarısından fazlası onun çoğunluğunu ifade etmektedir. Bu kapsamda eşiği %50 olarak belirleyenler tam sınır değerini esas alırken, %49 değerini benimseyenler ihtiyatlı davranmak suretiyle eşiği bir birim düşük olarak belirlemektedir.

Elgari, şirketlerin alacak yapısına dair açıklamalarda bulunurken, öncelikle alacak niteliğindeki varlıkların borçlu dışında üçüncü bir kişiye nominal değeri dışında bir bedelle

devredilmesinin şer'î olarak yasaklanmış bir husus olduğunu vurgulamakta ve izlemenin bu yasağı ihlal etmemek amacıyla gerçekleştirildiğini belirtmektedir. Yazar, bu engelin aşılabilmesi adına şirket alacaklarının toplam varlıklar içerisinde az olarak değerlendirilebilecek bir miktarda olmak suretiyle likit olmayan varlıklara tabi kılınması gerektiğini bunun için ise %50 değerinin tespit edildiğini aktarmaktadır. Nitekim alacak niteliğinde olmayan varlıkların miktarı %50 eşığının üzerinde kalınca, şirket varlıklarının çoğunluğunu teşkil eden likit olmayan varlıkları, şirket varlıklarının tamamını temsil ediyormuş gibi değerlendirmek mümkün hale gelecektir. Böylece nominal değer dışında gerçekleştirilen hisse senedi mübadele işlemlerine izin verilebilecektir (Elgari, 2017, ss. 187-188).

### 1.3.2. %70 Eşik Değeri

Şirketlerin likit yapılarına yönelik yapılan şer'î analizde kullanılmak üzere AAOIFI (AAOIFI, 2018, s. 573), Guardian Investment House (GIH) (Guardian Investment House, 2011, s. 15) ve Amanie ("Amanie Shariah Board", t.y.) danışma kurulu tarafından %70 eşik değeri tercih edilmektedir. Söz konusu eşik değeri belirleyen her üç danışma kurulu da bu eşığı, şirketlere yatırım yapılmasına şer'î olarak izin verilmesi için değil, hisse senetlerinin mübadele edileceği değeri tespit etmek için kullandığını belirtmektedir. Şirket likit varlıklarının %70'in altında kalması durumunda söz konusu varlıklar az kabul edilerek likit olmayan varlıklara tabi kılınacak ve nominal değer dışında bir değerle işlem görebilecektir. Likit varlıkların %70 eşığının üzerinde olması durumunda ise şirket varlıklarının tamamı likit varlık olarak değerlendirilecek ve faiz yasağının gündeme gelmemesi için hisse senetlerinin mutlaka nominal değer üzerinden işlem görmesi şart koşulacaktır. Görüldüğü üzere söz konusu eşik değer sadece hisse senedi mübadele değerini tespit etmeye yönelik olup likit varlık oranı %70'in altında da üstünde de olsa şirketlere yatırım yapılmasının önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır.

Likidite analiziyle ilgili açıklamalarda bulunan Elgari, %70 eşığının tespiti hususunda danışma kurullarının tabiiyet kuralına dayalı olarak tespitlerde bulunduğunu belirtmektedir. Şöyle ki hisse senedi yatırımı yapan kişilerin asıl amacının şirketin alacak niteliğindeki varlıklarına sahip olmak değil temettü ya da sermaye kazancı elde etmek olduğu ve bu sebeple de hisse senedi yatırımlarında alacak niteliğindeki varlıkların asli değil tabi unsur olarak kabul edildiği belirtilmektedir. Tabi unsur olması sebebiyle alacak niteliğindeki varlıklar hisse senedi yatırımlarının meşruiyeti üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir. Bu nedenle söz konusu izleme kalemi için belirlenen eşik değer diğerleri kadar sıkı tutulmamıştır (Elgari, 2017, s. 188). Elgari bu ifadelerle yetinmiş, eşik değer hangi gerekçeyle %70 olarak belirlendiği hususunda herhangi bir açıklamada bulunmamıştır. %70 eşik değerinin tespiti aşamasında başvuru delillerin neler olduğu bu değeri kullanan Guardian Investment House ve Amanie danışma kurulu tarafından da açıkça belirtilmemektedir. Bu bağlamda aynı değeri benimsemiş olmalarından hareketle AAOIFI'nin söz konusu eşik değeri tespit ederken başvurduğu deliller açıklanarak diğer iki danışma kurulunun da aynı gerekçeyle %70 eşik değerini tespit etmiş olabileceği ileri sürülecektir.

AAOIFI, hisse senetlerinin şirketin bütün varlıklarını temsil ettiğini, bu sebeple hisse senedini konu edinen mübadele işlemlerinde şirket varlıklarının tamamının mübadele işlemine konu olduğunu kabul etmektedir (AAOIFI, 2018, s. 567). Bu sebeple hisse senedini konu edinen işlemlerin İslam hukuku açısından hangi sözleşme kapsamına girdiğinin tespiti önem arz etmektedir. Şöyle ki şirket varlıkları sadece likit varlıklardan oluşuyorsa bu durumda hisse senedi mübadelesinin sarf sözleşmesi kurallarına uygun olarak bedeller arası eşitlik ve peşinlik şartına riayet edilerek yapılması gerekmektedir (AAOIFI, 2018, s. 572). Varlıklarının tamamı alacaklardan oluşan şirketlere ait hisse senetlerinin devir işlemlerinde ise İslam hukuku kapsamında belirlenen alacağın temlik kurallarının gözetilmesi gerekmektedir (AAOIFI, 2018, s. 573). Şirket varlık yapısının mal, menfaat, hak, nakit ve alacaklardan oluşmak suretiyle karışık bir yapı arz ettiği durumlarda ise şirketin kuruluş amacı ve ana faaliyet alanı hisse senedi mübadele işlemlerinde riayet edilecek kurallar üzerinde etkili olmaktadır. Şöyle ki şirketin kuruluş amacı ve ana faaliyet alanı altın, gümüş ve para gibi nakit değerler üzerinde işlem yapmaksızın bu durumda sarf kurallarına; amacın ve ana faaliyetin alacak niteliğindeki varlıklar üzerinde işlem yapmak olduğu durumlarda ise alacağın temlik kurallarına uyulması gerekmektedir. Her iki durumda da varlıkların oranı sözleşmenin niteliği üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir (AAOIFI, 2018, s. 573). Varlık yapısı karışık olan şirketlerin kuruluş amaçları ve ana faaliyet alanları mal, menfaat ve haklar üzerinde işlem yapmaksızın bu durumda şirketin varlık yapısında yer alan unsurların oranları sözleşmenin niteliğini etkilemektedir. Şöyle ki alacak ve nakit nitelikteki varlıkların toplam varlıklara oranı %70'in altında kalıyorsa bu durumda söz konusu varlıklar mal, menfaat ve hak türünden olan varlıklara tabi kabul edilerek sarf ve alacağın temlik sözleşmelerine ait kurallara itibar etmeksizin mutlak olarak mübadele edilebilmektedir. Nitekim bazen mallar müstakil haldeyken meşru olmayan sözleşmeler, söz konusu mallar başka mallara tabi olduğu durumda meşru hale gelebilmektedir (AAOIFI, 2018, s. 584).

AAOIFI tarafından her ne kadar likit varlıkların çok olarak değerlendirilmesi için %70'lik eşik belirlenmiş olsa da bu durum az-çok sınırı için diğer izleme kalemlerinden farklı bir değer belirlendiği anlamına gelmemektedir. Nitekim söz konusu oran incelendiğinde %70 değerinin belirlenmesinde etkili olan asıl faktörün diğer eşik değerler için az-çok sınırı olarak belirlenen %30 değeri olduğu anlaşılmaktadır. Şöyle ki likit varlıklara yönelik yürütülen değerlendirmenin asıl odağında nakit ve alacakların değil; mal, menfaat ve hak cinsinden olan varlıkların oranı yer almaktadır. Zira hisse senetlerinin nominal değerden farklı bir meblağ ile işlem görebilmesi için likit varlıkların tabi, diğer varlıkların asli unsur konumunda olması gerekmektedir. Bu durum, hükme etki eden asıl içeriğin likit olmayan varlıklar olduğunu göstermektedir. Bu nedenle AAOIFI için az-çok sınırını temsil eden %30 eşik değeri, likit olmayan varlıklara uygulanmaktadır. Böylece mal, menfaat ve hak cinsinden olan malların oranı %30'u geçerse, bu durumda nakit ve alacakların oranı %70'in altında kalacak ve likit olmayan mallar çok kabul edilerek sözleşmenin asli unsuru haline gelecektir. Aksi durumda mal, menfaat ve hak niteliğindeki malların oranı %30'un altında kalmak suretiyle az miktarda olursa sözleşmedeki asli unsur likit varlıklar yönünde değişmiş olacaktır. Bu ifadelerden de

anlaşılacağı üzere söz konusu inceleme kapsamında asıl itibar edilen değer %30'dur. Buna rağmen eşik değer %70 şeklinde belirtilmesinin sebebi ise kanaatimizce analizin likit varlıklara yönelik yapıyor olmasıdır. AAOIFI'nin sergilemiş olduğu bu yaklaşım, finansal izleme kapsamındaki analiz kalemleri için az-çok sınırı olarak aslında tek değer olarak %30'un belirlendiğini göstermektedir. %30 eşik değerinin tespitinde başvuru delil yukarıda zikredilen Hz. Peygamber (as) ile Sa'd b. Ebi Vakkas arasında geçen vasiyete dair rivayet olduğu göz önünde bulundurulduğunda %70 için de dolaylı olarak aynı delile dayalı olarak hareket edildiğini söylemek mümkündür.

### 1.3.3. %75 Eşik Değeri

Likit varlıklara yönelik izleme faaliyetlerinde kullanılacak eşik değeri %75 olarak belirleyen şer'i danışma kurulları arasında al-Meezan bulunmaktadır. Şirket, şer'i izleme metodolojisine dair hazırlanmış olduğu metinde likit varlıklarla ilgili doğrudan oran tespitinde bulunmak yerine, likit olmayan varlıklar için %25 eşik değerini belirlemek suretiyle likit varlıklar için dolaylı olarak %75 değerini kabul etmiştir (Al Meezan, t.y.). Bu durum likit varlıklara yönelik eşik değer tespitinde AAOIFI tarafından kabul edilene benzer bir metod uygulandığını göstermektedir. Bu şekilde bir yol izlemenin gerekçelerine geride değinildiği için burada tekrar edilmeyecektir. Bununla birlikte Al Meezan danışma kurulu tarafından %25'lik değer hangi delillere dayalı olarak tespit edildiği açıkça belirtilmemiştir. Bu bağlamda konuyu açıklığa kavuşturmak için danışma kurulunun hazırlanmış olduğu diğer metinlere ve Pakistan Sermaye Piyasası Kurumu'nun kararlarına müracaat edilecektir.

Al-Meezan şirketine de danışmanlık yapan şer'i kurul, Meezan Bank için hazırlanan bankacılık rehberinde yer alan şer'i izleme kriterleriyle ilgili bölümde şirketlerin likit yapılarıyla ilgili açıklama yaparken hisse senetlerinin nominal değer dışında mübadele edilebilmesi için, herhangi bir oran belirtmeksizin, şirketin likit olmayan varlıklarının itibar edilecek miktarda olması gerektiğini belirtmektedir. Konuyla ilgili farklı danışma kurullarının %33 ve %50 gibi değerler kullandığına yer verilmiş fakat itibar edilecek miktar ifadesi ile tam olarak hangi miktarın kastedildiği belirtilmemiş ve eşik değer tespiti yapılmamıştır (M. I. A. Usmani, 2002, ss. 198-199). Ancak Pakistan Sermaye Piyasası Kurumu tarafından yayımlanan şer'i yönetişime dair düzenlemede şirketlere yönelik şer'i izleme faaliyetlerinde bulunan kişi ve kurumların izleme kapsamında riayet etmesi gereken kurallar arasında şirketin likit olmayan varlıklarının toplam varlıklarına oranının en az %25 olması gerektiği ifade edilmekle birlikte söz konusu oranın hangi gerekçeye dayalı olarak belirlendiğine dair kurum tarafından herhangi bir açıklama yapılmamıştır (SECP, 2018, s. 5). Buradan hareketle Pakistan'da faaliyet gösteren al-Meezan şirketinin söz konusu yasal düzenleme ışığında ilgili eşik değeri tespit ettiği anlaşılmaktadır. Kanaatimizce likit olmayan varlıklara yönelik az-çok sınırının %25 olarak kabul edilmesi üzerinde fıkıh literatüründe yer alan 1/4 oranının çokluk sınırı olarak kullanıldığı örneklerin (Kâsâni, 2003, c. 2, s.141; 187; 192) etkili olması ihtimal dahilindedir.

Eşik değer tespiti hususunda benimsenen az-çok merkezli yaklaşıma dair görüşlere yer verilmesinin ardından çalışmanın bundan sonraki kısmında konu hakkındaki ikinci yaklaşım tarzını temsil eden zarureti merkeze alan görüşlere değinilecektir.

## 2. Zaruret Merkezli Yaklaşım

Finansal izleme kapsamında kullanılan eşik değerlerin belirlenmesi aşamasında benimsenen ikinci yaklaşım, zaruret merkezli yaklaşımdır. Söz konusu yaklaşımı esas alan danışma kurulları şirketlerin gayrimeşru faaliyet gerçekleştirmesini mümkün kılan yegane durumun zaruret hali olduğunu kabul etmektedir. Bu hususta verilen cevazın dayanağının zaruret olması, bir bütün olarak zaruret ile amel edilirken riayet edilmesi gereken kurallara uygun davranılmasını zorunlu kılmaktadır. Bu kurallardan konumuz bağlamında önem arz eden, zarurete dayalı olarak verilecek hükmün zaruret miktarı ile sınırlı tutulması gerektiğidir. Bu bağlamda şirketlerin zarurete bağlı olarak elde edeceği gayrimeşru gelirlerin, yapacakları gayrimeşru yatırımların ve borçlanma işlemlerinin zaruret miktarı ile sınırlı tutulması gerekmektedir. Şirketlerin gerçekleştirebilecekleri gayrimeşru işlemlere dair sınırın zaruret ile çizilmiş olması eşik değerlerin, zaruret miktarını temsil eden bir gösterge niteliği kazanması anlamına gelmektedir. Eşik değer belirleme konusunda zaruret merkezli yaklaşımı benimseyen tek örnek TESIS danışma kurulu olduğu için bu yaklaşım söz konusu danışma kurulu üzerinden incelenecektir. Finansal izleme kapsamındaki analiz kalemleri için tayin edilen eşik değerleri tek tek ele almadan önce söz konusu danışma kurulunun bu konudaki genel yaklaşımına değinmek faydalı olacaktır.

TESIS danışma kurulu eşik değerlerin tespiti aşamasında şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkenin ekonomik şartlarının belirleyici olması gerektiğini kabul etmektedir. Danışma kurulunu bu kararı vermeye iten sebep, genel olarak karma faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapılmasına izin verilmesinin gerekçesiyle aynıdır. Şöyle ki karma faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapılmasına izin verilmesinin ardında yatan sebebin, günümüzde faaliyet gösteren şirketlerin neredeyse tamamının gayrimeşru işlem ya da gelirlerinin bulunmasından hareketle *zaruret* olduğunu belirten TESIS danışma kurulu, eşik değerlerin tespiti hususunda da aynı ilkeye uygun hareket edilmesi gerektiğini kabul etmektedir (TESIS, t.y., ss. 20-21). Danışma kurulu, bu aşamada dini naslara başvurmanın doğru bir yaklaşım olmadığını savunmaktadır (TESIS, t.y., ss. 20-21). Nitekim zaruret miktarının ne kadar olduğuna dair doğrudan dini bir nas bulunmamaktadır. Aksine gayrimeşru sektörler, faizli işlemler ve diğer mahzurlu faaliyetler hakkında naslarda mutlak olarak yasaklayıcı ifadeler yer almaktadır. Bu bakımdan Habib ve Ahmed'in de (Habib & Ahmad, 2017, s. 156) belirttiği gibi dini naslara başvurmak, karma faaliyet gösteren şirketlere yatırım için ihtiyaç duyulan esnemeyi sağlayamayacak aksine olumsuz etki yaparak tamamen yasaklama sonucunu doğuracaktır (TESIS, t.y., s. 15).

TESIS, zaruret ilkesine dayalı olarak eşik değerlerin belirlenmesi aşamasında her şirketin kendine özgü zaruret durumunun belirlenmesi suretiyle yapılacak sübjektif tespitlerden kaçınmak adına ülke ekonomisinin genel şartlarına göre hareket edilmesi uygun görülmüştür. Şöyle ki her şirket kendi özelinde farklı zorluklara maruz kalmakla birlikte bireysel duruma

göre kendi zaruret miktarını ve buna bağlı olarak eşik değerlerini tespit etmesi kargaşaya yol açacaktır. Bu karışıklığı önlemek için ülke ekonomisine dair elde edilmiş ampirik verilerden hareketle tespitler yapılmak suretiyle objektif bir süreç izlenmesi gerektiği kabul edilmiştir. Böylelikle o ülkede faaliyet gösteren şirketlerin genel olarak maruz kaldığı gayrimeşru işlem ve gelir miktarı tespit edilmiş olmaktadır. TESIS danışma kurulu Hindistan'da faaliyet gösteren şirketlere yönelik tarama yapan İslami endekslere danışmanlık hizmeti sunması sebebiyle sadece bu ülkenin verilerinden hareketle eşik değer belirlemektedir (TESIS, t.y., s. 14).

Eşik değerlerin belirlenmesi safhasında zaruret ilkesinin yanı sıra TESIS tarafından dikkat edilen hususlardan biri de değerlerin yatırımcıların ve özellikle fon yöneticilerinin devam eden finansal sistem içerisinde şeriata uygun varlıklardan meydana gelen portföy oluşturmalarına imkan sağlayacak geniş bir varlık evrenini temin edecek seviyede olması gerektiğidir (TESIS, t.y., s. 15). Zira şeriata uyumlu şirket sayısını azaltarak etkin bir portföy oluşturmaya engel olacak şekilde çok sıkı eşik değerler belirlemek, karışık faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapılmasına izin verilmesinin maksadı olan, dini hassasiyete sahip yatırımcılara sermaye piyasalarından faydalanma olanağını sağlamayacaktır. Bu sebeple TESIS danışma kurulu piyasa verilerinden elde ettiği zaruret miktarını doğrudan eşik değer olarak belirlemeyip, belirtilen maslahat hususu da göz önünde bulundurularak zaruret miktarını aşağı ya da yukarı yönde revize edebilmektedir. TESIS danışma kurulunun eşik değer belirleme hususunda izlediği yöntem bu şekilde genel hatlarıyla aktarıldıktan sonra izleme kalemleri özelinde bu metodu nasıl uyguladığına örnekler eşliğinde yer verilecektir.

## 2.1. Borç Analizi

TESIS danışma kurulu borç oranıyla ilgili analizlerde kullanılacak eşik değeri %25 olarak belirlemektedir. Söz konusu değer tespiti hususunda hem Hindistan piyasasından elde edilen verilere hem de etkin bir portföy oluşturmak için ihtiyaç duyulan hisse senedi sayısını temin etme ilkesine göre hareket edilmektedir. Şöyle ki, Hindistan'da faaliyet gösteren şirketlerin 4 yıllık (2007-2010) borç oranlarına bakıldığında aşağıdaki tabloda belirtildiği gibi %27,86 ile %31,51 arasında dalgalanma olup ortalama %29,4'lık bir oran ile karşılaşmaktadır.

**Tablo 1:** Hindistan'da Faaliyet Gösteren Şirketlerin Dört Yıllık Ortalama Borç Oranı

Yıl	2007	2008	2009	2010	Ortalama
$\frac{\text{borç miktarı}}{\text{toplam varlıklar}}$	27,86	28,41	29,80	31,51	29,40

**Kaynak:** TESIS, *Handbook on Investments in Shariah Tolerant Stocks*, s. 21-22.

Zaruret ilkesinden hareketle Hindistan'daki şirketlerin borçlanma hususunda ortalama %29,4'lık eşik değere ihtiyaç duyduğu tespit edilmektedir. Ancak zaruret miktarını ifade eden bu değer, doğrudan eşik değer olarak belirlenmemektedir. TESIS danışma kuruluna göre belirlenecek eşik değer azami limiti kural olarak zaruret miktarını aşamaz ancak illaki bu miktarın eşik değer olarak kabul edilmesi gerekmemektedir. Zira yatırım için yeterli hisse senedini temin edecek daha düşük bir eşik değer belirlenmesi mümkündür. Zikredilen

örnekte de bu yaklaşımın sergilendiği görülmektedir. Şöyle ki borç analizi kapsamında kullanılacak eşik değer %25 olarak belirlendiğinde ortalama 1551 şirket şer'i olarak yatırıma elverişli hale gelmektedir. Bu sayı etkin bir portföy oluşturmak için yeterli olduğundan eşik değer %29,4 olarak değil %25 olarak belirlenmiştir (TASIS, t.y., ss. 21-22). Danışma kurulunun yaklaşımına göre ülkedeki şirketlerin muhatap olduğu zaruret miktarı %29 seviyelerindeyken ve yatırımcıların ihtiyaç duyduğu hisse senedi miktarı %25 eşik değer belirlenmesi ile karşılanabiliyorken dini naslardan hareketle daha yüksek değerlerin tespit edilmesi zarureti aşan bir kolaylık sağlanması anlamına gelecektir.

## 2.2. Gayrimeşru Gelir ve Yatırım Analizi

TASIS danışma kurulu gayrimeşru gelir analizi kapsamına gayrimeşru yatırımları da dahil ettiği için söz konusu analiz için tek bir eşik değer kullanılmaktadır. Bu sebeple her iki analiz kalemi tek başlık altında incelenecektir. TASIS danışma kurulu şirketlerin sadece gayrimeşru gelir olarak faizli işlemlerden elde ettiği gelirlere belirli bir orana kadar müsaade etmektedir. Bunun dışında kalan gayrimeşru faaliyetler sektörel izleme aşamasında yasaklandığı için şirket tarafından faiz haricinde herhangi bir gayrimeşru gelir elde edilmesi söz konusu olmamaktadır. Bu bağlamda danışma kurulu faiz gelirlerini tam olarak tespit edebilmek amacıyla faizli yatırım miktarını da hesaplamalara dahil etmektedir. Çünkü ülkede uygulanan finansal raporlama ilkeleri, faiz gelirlerinin raporlara tam olarak yansımaya engel olmaktadır. Ortaya çıkan bu eksikliği gidermek ve şer'i uyum sürecini daha isabetli bir şekilde yürütebilmek amacıyla hesaplamaya faizli yatırımlar parametresi eklenmektedir. (TASIS, t.y., s. 18) Bu kapsamda faizli yatırımlar konusunda %8'lik bir değer tahmininde bulunmaktadır. Bu değer tespit edilirken Hindistan piyasalarından elde edilen veriler kullanılmakta olup dinamik bir yapı arz etmektedir. Şöyle ki Hindistan'da uygulanan banka faizi %6 oranındadır. Ülkedeki şirketler de ellerindeki fazla fonlarla genellikle kamu ve özel sektör tahvillerine, hazine bonolarına ve diğer para piyasası araçlarına yatırım yapmaktadır. Bu yatırım araçlarının getiri oranları ise banka faiz oranı ve derecelendirme kuruluşlarının risk analizlerine dayalı olarak belirlenmektedir. Hindistan özelinde bu oran banka faizi+200 baz puan (%2) şeklinde uygulanmaktadır. Ülkedeki bu uygulamadan hareketle TASIS, bilançoda faiz olarak açıkça belirtilen gelirin dışında şirketlerin faizli yatırımlarının %8'inin de faiz geliri olarak değerlendirilmesine karar vermiştir. Böylece gayrimeşru gelir durumu hesaplanırken  $\frac{\text{faiz geliri} + \text{faizli yatırımların \%8'i}}{\text{toplam gelir}}$  oranının kullanılmasına karar verilmiştir (TASIS, t.y., ss. 22-23).

TASIS, şer'i izleme kapsamında eşik değer tespitinde benimsemiş olduğu zaruret ve maslahat ilkelerini birlikte işletmek suretiyle gayrimeşru gelir analizi için %3 eşik değerini kullanmayı uygun görmüştür (TASIS, t.y., s. 24). Söz konusu değer belirlenirken öncelikle Hindistan'da faaliyet gösteren şirketlerin ortalama olarak ne kadar gayrimeşru gelir elde ettikleri piyasa verilerinden hareketle tespit edilmektedir. Hindistan'da faaliyet gösteren ve sektörel izlemeyi geçen şirketlerin  $\frac{\text{faiz geliri} + \text{faizli yatırımların \%8'i}}{\text{toplam gelir}}$  oranı aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere 4 yıllık periyotta (2007-2010) %1,38 ile %2,16 arasında değişmektedir (TASIS, t.y., s. 24).

### Tablo 2: Hindistan'da Faaliyet Gösteren Şirketlerin Dört Yıllık Gayrimeşru Gelir Oranları

Yıl	2007	2008	2009	2010	Ortalama
$\frac{\text{faiz geliri} + \text{faizli yatırımların \%8'i}}{\text{toplam gelir}}$	1,38	1,73	1,87	2,16	1,79

**Kaynak:** TESIS, *Handbook on Investments in Shariah Tolerant Stocks*, s. 24.

Piyasadan elde edilen verilere göre ülkedeki şirketler ortalama olarak %1,79 oranında gayrimeşru gelir elde etmektedir. Bu oran tüm şirketlerin verilerinden hareketle elde edildiği için ülke ekonomisindeki gayrimeşru gelir elde etme hususundaki zaruri durumu göstermektedir. Zaruret bu olmakla birlikte söz konusu değer eşik olarak belirlenmesi halinde etkin bir portföy oluşturulması mümkün olmamaktadır. Bu sebeple Müslüman yatırımcıların portföy oluşturmalarına imkân tanıyacak daha çok hisse senedi sunma maslahatını sağlamak için gayrimeşru gelir oranına yönelik eşik değerinde bir miktar genişleme yapılarak %3 değeri kabul edilmiştir. Nitekim eşik değer %3 olarak tespit edilmesinde sektörel izlemeyi geçen şirketlerin %83'ü finansal izlemenin bu aşamasında şer'î açıdan yatırıma uygun olarak değerlendirilmektedir. Bu sayede yatırımcılara geniş bir hisse senedi tercih imkanı sunulmaktadır (TESIS, t.y., s. 24). Böylelikle gayrimeşru gelir analizi için eşik değer belirleme aşamasında da hem zaruret hem de maslahat durumu dikkate alınarak hareket edilmiş olmaktadır.

### 2.3. Likidite Analizi

TESIS danışma kurulu likit varlıkların analizine dair %90 eşik değerini kabul etmek suretiyle bu analiz kalemi için kullanılan en yüksek değeri ortaya koymuş olmaktadır (TESIS, t.y., s. 19). Danışma kurulu yukarıda da belirtildiği gibi eşik değerlerin tespiti hususunda her ne kadar zaruret ve maslahat ilkelerini işletmek suretiyle Hindistan piyasalarından elde ettiği verilerden hareket ediyor olsa da likit varlıklara yönelik eşik değer tespitinde bu usulü terk ederek farklı bir yöntem izlediği gözlemlenmektedir. Bu izleme kalemi için belirlenen eşik değer nasıl tespit edildiğine geçmeden önce TESIS tarafından likit varlıklara yönelik analizde metod değişikliğine gidilmesinin arka planını açıklamak faydalı olacaktır.

TESIS, şirketlerin değeri üzerinde sahip olunan fiziki varlıklar ile nakit ve alacakların etkisi olduğu gibi marka, teknik uzmanlık, ilişki ağları ve personel yapısı vb. fiziki olmayan varlıkların da önemli bir etkisi bulunduğunu kabul etmektedir. Öte yandan bireylerin yatırım kararı verirken şirketlerin geçmiş dönemlere ait nakit, borç ve alacak durumlarından ziyade geleceğe dair şirketle ilgili beklentileri değerlendirdiği danışma kurulu nezdinde yadsınamaz bir gerçektir. Yatırımcılar hisse senedine ödedikleri bedelin bir kısmının şirketin nakit ve alacaklarına denk geldiğini çoğu zaman bilmemektedir. Bu sebeple TESIS, hisse senedi mübadele işlemlerinin şer'î uyumu için nakit ve alacakların sınırlandırılmasına dair güçlü bir gerekçe olmadığını savunmaktadır. Ancak birçok şer'î danışma kurulu tarafından hisse senetlerinin nominal değerden farklı bir bedel karşılığında mübadele edilebilmesi için alacak ve nakit varlıklara yönelik sınırlama getirilmesi gerektiği kabul edilmektedir. Nitekim alacak niteliğindeki varlıklar, parasal değer ifade ettiği için İslam hukuku açısından temlikinin nominal değer üzerinden yapılması gerekmektedir. Hisse senetleri ise genellikle nominal



değerleri ile işlem görmediği için eşik değer tayin edilerek nakit ve alacak niteliğindeki varlıkların nominal değerleri dışında bir bedelle temlikine sınırlama getirilmesi amaçlanmaktadır. Zikredilen sebeplere bağlı olarak şer'î izleme uygulamaları kapsamında likit varlıklara yönelik eşik değer belirlenmesi genel kabul olduğu için söz konusu teamüle muhalif bir tutum sergilememek adına TASIS danışma kurulu da bir değer tespit etmek durumunda kalmaktadır (TASIS, t.y., s. 19).

Şirketlerin sahip olduğu likit varlıklara yönelik sınırlama getirilmesi gerektiği kabul edilmekle birlikte sınırlama oranının tespiti konusunda şer'î danışma kurulları arasında ittifak bulunmayıp farklı oranlar ileri sürüldüğü geride zikredilen örneklerde açıkça görülmektedir. İzlemede kullanılacak sabit eşik değer bulunmadığı böyle bir ortamda TASIS, kendi görüşlerine uygun bir değer belirleme imkânı bularak %90 eşik değerini kabul etmektedir. Eşik değer tespitine yönelik ilk olarak piyasa verilerine odaklanılmaktadır. Hindistan piyasalarında faaliyet gösteren ve sektörel izlemeyi geçen şirketlerin 4 yıllık (2007-2010)  $\frac{\text{alacaklar} + \text{nakit} + \text{banka hesapları}}{\text{toplam varlıklar}}$  oranları incelendiğinde aşağıdaki tabloda belirtildiği üzere %23,98 ile %24,76 arasında değişmekle birlikte ortalama %24,38 şeklinde olduğu görülmektedir.

**Tablo 3:** Hindistan'da Faaliyet Gösteren Şirketlerin Dört Yıllık Likit Varlık Oranları

Yıl	2007	2008	2009	2010	Ortalama
$\frac{\text{alacaklar} + \text{nakit} + \text{banka hesapları}}{\text{toplam varlıklar}}$	24,76	24,70	24,07	23,98	24,38

**Kaynak:** TASIS, "Handbook on Investments in Shariah Tolerant Stocks", 24

TASIS danışma kurulu diğer eşik değerlerde olduğu gibi piyasa verilerine itibar edecek olsaydı %24 değeri civarında bir eşik belirlemesi beklenirdi. Ancak danışma kurulu tarafından likit varlıklara yönelik inceleme yapılması gereksiz görüldüğü ve söz konusu sınırlama sebebiyle şirketlerin şer'î olarak yatırım yapılamaz hale gelmesi istenmediği için eşik değer tespitinde şirketlerin mümkün mertebe tamamının izlemeyi geçebileceği bir değer belirlenmesi uygun görülmüştür. Şöyle ki eşik değer %90 olarak uygulanması durumunda sektörel izlemeyi geçen şirketlerin %97,9'u finansal izlemenin bu aşamasında şer'î açıdan uygun olarak değerlendirilmektedir. Böylelikle TASIS, hem söz konusu varlıklara sınırlama getirilmemesine dair yaklaşımına hem de diğer şer'î danışma kurullarının eşik değer belirlenmesi gerektiğine dair görüşlerine uygun hareket etmesini sağlayacak şekilde en yüksek oranı kabul etmiş olmaktadır.(TASIS, t.y., s. 24)

### 3. Metodolojik Bir Hata Olarak Eşik Değer Belirleme Yöntemleri

Şer'î izleme faaliyetleri kapsamında şirketlerin uyum durumunu tespit etmek amacıyla kullanılan eşik değerlerin belirlenmesi sürecinin metodolojik hatalar barındırdığı düşünülmektedir. Bu hususta benimsenen hem az-çok merkezli hem de zaruret merkezli yaklaşımın uyguladığı usul farklı açılardan sorun içermektedir. Bu bağlamda problemli olarak

değerlendirdiğimiz hususlar eşik değer belirleme usullerine göre ayrı ayrı ele alınacak olup akabinde bu konuda daha isabetli olduğunu düşündüğümüz eşik değer belirleme yöntemine yer verilecektir.

### 3.1. Az-Çok Merkezli Yaklaşım Değerlendirmesi

Eşik değerlerin, az ile çok arasını ayıran bir sınır olarak değerlendirilmesi kanaatimizce bütün eşik değerler için geçerli olabilecek bir tanımlama değildir. Eşik değerlerin bu şekilde tanımlanmasının ardında yatan sebebin şirketlerin gayrimeşru faaliyetlerde bulunması ve gayrimeşru gelir elde etmesi noktasındaki izin olduğu göz önünde bulundurulduğunda sorunun asıl kaynağı ortaya çıkmış olmaktadır. Şöyle ki gayrimeşru nitelikli işlemlerin genel yapı içerisinde az miktarda olması durumunda şirketin meşru dairede kalmaya devam edeceğinin kabul edilmesi ve buna bağlı olarak hangi oranın az olduğunu göstermesi amacıyla eşik değer tespit edilmesi hatalıdır. Çünkü gayrimeşru olduğu kabul edilen faaliyetlerin bu niteliği, mutlak olup miktardan bağımsızdır. Faaliyetin az ya da çok yapılıyor olması niteliğin değişimi üzerinde etkili değildir. Nitelik değişimini mümkün kılacak tek durum ilgili bölümde de belirtildiği üzere zaruret halinin bulunmasıdır. Bu sebeple şirketlerin meşruiyeti için gayrimeşru faaliyetlerin az olmasının şart koşulması ve bu şartın sağlanabilmesi için eşik değerlerin az-çok sınırını gösterecek şekilde belirlenmesi hatalı bir usuldür. Tanımlamayla ilgili olarak ortaya çıkan bu problemin yanı sıra sürecin devamında belirlenen eşik değerlerde de sorunlar bulunmaktadır.

Finansal izleme kapsamında yürütülen borç, yatırım ve gelir yapısına yönelik izlemelerde kullanılan eşik değerlerin amacı gayrimeşru içerik miktarının az mı çok mu olduğunu belirlemektir. Bu bakımdan her üç izleme kalemi için de amaç aynı olduğu halde farklı eşik değerler kullanılması çelişkiye yol açmaktadır. Nitekim borç analizi için %33 değeri belirlenirken gayrimeşru gelir için %5 tercih edilmektedir. Bu durumda gelirler konusunda %5 üzerinde kalan değerler çok kabul ediliyorken, borç konusunda aynı durum geçerli olmayıp %33'ün altında kalan değerler az sayılmaktadır. Gayrimeşru olmak bakımından gelir ve borç arasında herhangi bir fark olmadığından teori olarak her ikisi için de aynı değerın sınır kabul edilmesi gerekmektedir. Zira farklı oranlar metodolojik tutarsızlığa sebep olmaktadır. %5 değeri belirlenirken dayanılan argümanlar bilinmediği gibi %33 eşik değeri tespit edilirken kullanılan delilin hangi sebeple gayrimeşru gelirler konusunda terk edildiği de belirsizdir. Bu durum %33 eşik değeri için kullanılan delilin borçlanma meselesine özel bir delil olabileceğini akla getirmektedir. Ancak söz konusu delil, ilgili bölümde zikredilen hadis, incelendiğinde borç meselesiyle ilgili hususi bir durumun olmadığı açıkça görülmektedir. Mahfooz ve Ahmed'in de (Mahfooz & Ahmed, 2014, s. 26) sorduğu; gelirlere yönelik analizde %33 eşik değerinin neden terk edildiği sorusunun cevapsız kalması, az-çok sınırını gösteren başka şer'î deliller ve değerler olduğu halde borç hususunda bu delilin ve değerın tercih edilmesini anlamsız hale getirmektedir. Borç analizi kapsamında kullanılmak üzere eşik değer olarak %33'ün belirlenmesinin makul bir gerekçesi olmadığı gibi söz konusu değerın elde edildiği rivayet incelendiğinde rivayetin aslında eşik değer konusunda delil olmaktan ziyade aksi bir durumu ifade ettiği ortaya çıkmaktadır.

Az-çok merkezli yaklaşıma göre şer'î izleme kapsamında kullanılacak eşik değerlerin üstlendiği fonksiyon, gayrimeşru faaliyetlerin azlığını göstermek suretiyle söz konusu faaliyetlerin şirket içerisinde tabi unsur olduğunu ortaya koymaktır. Böylelikle tamamı gayrimeşru olan bir konuda eşik değer tayin edilmek suretiyle belirli ölçüde meşruiyet alanı tesis edilmeye çalışılmaktadır. Şirketin borç yapısı konusunda bu hedefi yerine getirmesi için belirlenen %33 eşik değerinin deliline bakıldığında, aslında kendinden beklenen görevin tam tersi istikamette bir fonksiyon için kullanıldığı görülmektedir. Şöyle ki, %33 değerinin dayanağı olan rivayette geride verilen örneklerde görüleceği gibi tasadduk ve vasiyet şeklinde iki farklı fiil bulunmaktadır. Tasadduk işleminin geçtiği rivayet esas alınacak olursa burada belirlenen 1/3 sınırı, aslen meşru olan ve normal şartlarda herhangi bir kısıtlamaya tabi olmayan bir işlemin sınırlandırılmasını ifade edecektir. Nitekim tasadduk işlemleri gerekli ehliyetleri bulunduran kişiler tarafından sınırsız bir şekilde yapılabiliyorken, maraz-ı mevt (ölüm hastalığı) durumunda varislerin hakkını korumak adına sınırlandırılmaktadır (Kâsâni, 2003, c. 10, s.551). Rivayetlerin vasiyet fiilini içeren versiyonları esas alınacak olsa burada da aynı durum söz konusu olacaktır. Zira vasiyet işlemi de aslı itibarıyla meşru bir işlem olup varislerin zararına sonuçlar doğurmaması için 1/3 oranıyla sınırlı tutulmaktadır. Bu sınırlama söz konusu oranın üzerinde gerçekleşen vasiyetlerin geçersiz olduğunu göstermemektedir. 1/3 üzerindeki vasiyetler mevkuf olarak değerlendirilmekte ve varislerin icazet vermesi halinde geçerlilik kazanmaktadır (Kâsâni, 2003, c. 10, s.552). Bu durum 1/3 üzerinde de vasiyetin meşru olduğunu göstermektedir. Her iki örnekte de görüldüğü gibi rivayetlerde kullanılan sınır, meşru bir fiili daraltıcı niteliğe sahiptir. Bu şekilde bir fonksiyon üstlenen değer, şer'î izleme kapsamında kullanılması kanaatimizce uygun değildir. Çünkü izleme faaliyetlerinde kullanılacak eşik değer, gayrimeşru işlemlere alan açacak nitelikte olması gerekmektedir. Rivayette geçen durum ile değer tespitinde bulunulmaya çalışılan durumun bağlamları farklı olduğu için kanaatimizce bu rivayete dayalı olarak borç analizine yönelik eşik değer belirlemek hatalı bir yaklaşım olacaktır.

Eşik değerlere dair az-çok sınırını ifade eden bir gösterge şeklinde yapılan tanımlama şer'î izleme kapsamındaki analiz kalemlerinin hepsi için problem teşkil etmeyip sadece gayrimeşru içeriği tespiti yönelik izlemelerde gündeme gelen bir durumdur. Buradan hareketle hisse senedi mübadele işlemleriyle ilgili olarak yürütülen likidite analizinde kullanılacak eşik değerlerin az-çok sınırını gösterecek şekilde belirlenmesi kanaatimizce daha uygun olacaktır. Zira bu izleme aşamasında kullanılan eşik değer, şirket varlıklarının likit olup olmamak bakımından niteliğini tespit etmeyi hedeflemektedir. Bu bakımdan niteliğin belirlenmesi hususunda etkili olan faktör ise varlıkların miktarıdır. Şöyle ki varlıkların çoğunluğunun likit yapıda olması durumunda hisse senetlerinin tamamen likit varlıkları temsil ettiği kabul edilecekken likit varlıkların azınlığı teşkil etmesi halinde tam tersi bir durum geçerli olacaktır. Hisse senedinin karşılık geldiği varlıkların bu açıdan niteliğinin, mübadele işlemlerinin sarf ve alacağın temliki sözleşmesi kurallarına uyularak mı yoksa müstakil bir şekilde mi gerçekleştirileceğini belirlemek amacıyla tayin edildiği dikkate alındığında bu sözleşmeler kapsamındaki sınır belirleme ölçütlerine eşik değer tayini konusunda itibar edilmesi isabetli

olacaktır. Eşik değer belirlenmesi aşamasında temel etkenin ne olduğuna dair kanaatimizi aşağıdaki şekilde tablo üzerinde göstermek mümkündür:

**Tablo 4:** İzleme Kalemlerine Göre Eşik Değer Tanımları

Analiz Kalemi	Analiz Amacı	Eşik Değer Tanımı
Borç Analizi	Gayrimeşru faaliyet miktarını tespit etmek.	Zaruret miktarı göstergesi
Yatırım Analizi		
Gelir Analizi		
Likidite Analizi	Sarf ve alacağın temliki sözleşmeleri kapsamına girme durumunu tespit etmek.	Az-çok sınırı göstergesi

Eşik değer tespiti aşamasında sarf sözleşmesi kuralları göz önünde bulundurulduğunda sözleşmenin konusunun birden fazla unsurdan oluştuğu durumlarda para niteliğindeki varlıklara mı yoksa para dışı unsurlara mı itibar edilmesi gerektiği hususunda belirleyici olan faktörün içeriklerin miktarı olduğu görülecektir. Bu konuda ise %50 oranına itibar edilmektedir. İçeriklerden hangisi söz konusu oranın üzerinde kalıyorsa sözleşmenin niteliğini o belirlemektedir. Şöyle ki %50 üzerinde kalan mal; para niteliğinde ise eşitlik ve peşinlik şartına riayet etmek suretiyle sarf kurallarının uygulanması zorunlu hale gelecekken, para niteliğinde olmayan bir mal çoğunluğu temsil ediyorsa bu durumda söz konusu şartlara itibar edilmeksizin mutlak satış sözleşmesi gerçekleştirilebilecektir. Likidite analizine dair zikredilen hususlar değerlendirildiğinde kanaatimizce söz konusu izleme kaleminin gerçekleştirilme amacı ile eşik değere yüklenen anlamın uyumlu olduğu ve bu hususta belirlenen %49-%50 değerlerinin isabetli olduğu düşünülmektedir. Belirtilen iki eşik değer için sergilenen olumlu kanaatimizin aksine likidite analizi kapsamında tespit edilen %70 ve %75 değerleri için aynı şeyi söylemek mümkün değildir.

%70 ve %75 eşik değerleri şirket varlıkları içerisindeki çoğunluğa denk gelen varlığı temsil etmek amacıyla kullanılması bakımından herhangi bir problem teşkil etmemektedir. Bununla birlikte değerlerin tespit aşamasında izlenen yöntem kanaatimizce metodolojik tutarsızlığa sebep olmaktadır. Şöyle ki söz konusu oranların delillerinin aktarıldığı bölümde de belirtildiği gibi bu oranların belirlenmesi aşamasında tersten değerlendirme yapılmaktadır. Likit olmayan varlıklar belirleyici olarak kabul edildiği için likit varlıklar %70 ya da %75 oranının altında kaldığı sürece az kabul edilmektedir. Ancak eşik değer belirleme konusunda bu usulün aynı nitelikteki diğer izleme kalemleri için neden uygulanmadığı belirsizdir. Misalen borçlanma konusunda meşru borçların çoğunluğu temsil etmesi durumunda az miktardaki gayrimeşru borç, meşru olanlara tabi olmak suretiyle şirketi yatırıma elverişli hale getirmektedir. Böylelikle burada da önemli olan hususun aslında meşru borçlar olduğu ortaya çıkmaktadır. Aradaki benzerliğe dayalı olarak likidite analizinde kullanılan eşik değer belirleme usulü borç analizinde de kullanılacak olsa meşru borçların %33'ü geçmesi durumunda çok kabul edilmesi ve %66'nın altında kalan gayrimeşru borçların az olarak değerlendirilmesi gerekecektir. Ancak uygulamada bu şekilde bir yol izlenmeyerek az-çok sınırı olduğu kabul edilen eşik değer borç analizinde tabi unsur için, likidite analizinde ise asli unsur için kullanılmaktadır. İzleme kalemlerinin gerçekleştirilme amaçlarının bu farklılık

üzerinde etkili olabilecek bir yönünün olmadığı göz önünde bulundurulduğunda tutarsız bir durum olduğu ortaya çıkmaktadır. %70 eşik değeri zikredilen bu hususun yanı sıra belirlenmesinde 1/3 oranı kullanılıyor olması sebebiyle o konu hakkında dile getirdiğimiz problemleri de dolaylı olarak barındırmaktadır.

Eşik değer belirleme konusunda hem tanımlamalar hem de delillendirme süreçlerinde az-çok merkezli yaklaşıma dair belirtilen metodolojik problemler olduğu gibi zaruret merkezli yaklaşımda da benzer noktalarda sorunlar bulunmaktadır.

### 3.2. Zaruret Merkezli Yaklaşım Değerlendirmesi

Şer'i izleme ilkelerinin tespiti aşamasında şirketlerin muhatap olduğu zaruret durumunun belirleyici rol üstlenmesi ve buna bağlı olarak eşik değerlerin, zaruret miktarını ifade eden bir gösterge olarak kabul edilmesi, kanaatimizce izleme hedefleri açısından daha uygun bir yaklaşım tarzıdır. Nitekim likidite analizi dışında kalan izleme faaliyetlerine konu olan işlemlerin belirli sınıra kadar yürütülmesine izin verilmesinin temelinde zaruret hali olduğu göz önünde bulundurulduğunda eşik değerlerin bu çerçevede belirlenmesi anlamlı hale gelmektedir. Eşik değerlerin zaruret durumunu gösterecek şekilde belirlenmesi izleme kalemlerinin çoğu için isabetli bir yaklaşım olmakla birlikte tüm eşik değerlerin bu usulle belirlenmesi probleme yol açmaktadır. Şöyle ki likidite analizinin, ilgili bölümde de detaylı bir şekilde belirtildiği gibi, zaruretle ilişkili bir yönü olmaması sebebiyle buradaki eşik değerlerin zarurete itibar edilerek belirlenmesi uygun olmayacaktır. Likit analizle ilgili olarak eşik değere yüklenen anlamın yanı sıra gündeme gelen bir diğer problem, izleme işleminin gerekliliği konusunda zaruret merkezli yaklaşım tarafından sergilenen tavidir.

TASIS danışma kurulu yatırımcıların hisse senedi mübadele işlemlerinde şirketin varlık yapısını dikkate almadan hareket etmesine bağlı olarak söz konusu senetlerin mübadelesinin şirket varlıklarının mübadelesi anlamına gelmediğini ve buna bağlı olarak aslında likit analiz yapmanın gerekli olmadığını kabul etmektedir. Hisse senetlerinin niteliğine dair böyle bir kabul, diğer izleme kalemlerini de kuşatacak şekilde düşünüldüğünde tutarsızlığa yol açmaktadır. Zira hisse senetlerini şirket varlıklarından bağımsız bir kıymetli evrak olarak düşünmek başta gayrimeşru gelir analizi ve arındırma faaliyeti olmak üzere şer'i izleme faaliyetlerinin tamamını gereksiz hale getirecektir. Çünkü hisse senetlerine bu şekilde bir nitelik tayin etmek şirket ile ortaklar arasındaki bağı kopartmakta ve yürütülen gayrimeşru işlemlerin sorumluluğunun hissedarlara nispetini ortadan kaldırmaktadır. Aradaki ilişkinin böyle bir hal alması durumunda izleme faaliyetlerine ihtiyaç kalmayacaktır. Ancak söz konusu danışma kurulu tarafından benimsenen metodoloji bir bütün olarak ele alındığında likidite analizi dışındaki izleme kalemlerinin gerekli görüldüğüne şahit olunmaktadır. Bu şekildeki değerlendirme diğer izleme kalemleri hakkında hisse senetleri ile şirket varlıkları arasında bağın korunduğunu ortaya koymaktadır. Hisse senetlerinin niteliğine dair izleme kalemlerine göre değişkenlik gösteren bu ikircikli durum, kanaatimizce metodolojik tutarsızlığa yol açmaktadır. Likidite analizi için gündeme gelen bu problemlerin yanı sıra, eşik

değer belirlenmesi hususunda zarurete itibar edilmesi gereken diğer izleme kalemlerinde de bazı sorunlar gündeme gelmektedir.

Zaruret hali statik bir durum olmayıp sürekli değişim halindedir. Zaruret durumunun ifade ettiği bu nitelik, söz konusu ilkeye bağlı olarak verilen hükümlerin ve yapılan tespitlerin dinamik bir yapı arz etmesini gerekli kılmaktadır. Bu minvalde TESIS danışma kurulunun şirketlerin faaliyet gösterdiği ekonomik yapının sebep olduğu zaruret halini dikkate alarak belirlemiş olduğu eşik değerler incelendiğinde olması gerekenin aksine statik bir yapının varlığı dikkat çekmektedir. Şöyle ki danışma kurulu eşik değerlerin ilk belirlenmesi aşamasında 2007-2010 yılları arasında piyasadan elde ettiği verileri kullanmıştır. Ancak aradan geçen uzun süre zarfında bu eşik değerler üzerinde herhangi bir değişiklik yapılmamış ve aynı değerler kullanılmaya devam etmiştir (National Stock Exchange of India, 2020, s. 5). Ekonomik şartlarda ve şirketlerin mali yapılarında bu süre zarfında meydana gelen değişimler zaruret kapsamındaki gayrimeşru faaliyet ve gayrimeşru gelir miktarında farklılaşmaya sebep olacakken eşik değerlerin sabit kalması zaruretle amel etme usullerine aykırılık teşkil etmektedir. Bu sebeple Mahfooz ve Ahmed'in de (Mahfooz & Ahmed, 2014, s. 26) belirttiği gibi eşik değerlerin statiklikten uzak bir yapıda olması gerekmektedir. Bu bağlamda eşik değerlerin zamansal olarak değişime uğramasına örnek olarak Rajhi Bank danışma kurulunun borç analizi konusunda aldığı kararlar örnek olarak verilebilir. Şöyle ki söz konusu danışma kurulu hisse senedi yatırımları hakkında 1993 yılında almış olduğu 182 numaralı kararda gayrimeşru borçlar için 1/3 oranını esas aldığını belirtmektedir (el-Mecmû'atü's-şer'iyye bi-Masrifî'r-Râcihî, 2010, s. 193). Eşik değerlerin belirlenmesi aşamasında içtihadı dayalı bir süreç takip edildiğini ifade eden danışma kurul aynı eşik değeri 1998 yılında aldığı 310 numaralı kararda da tekrar etmiştir (el-Mecmû'atü's-şer'iyye bi-Masrifî'r-Râcihî, 2010, s. 482). Ancak 2001 yılında alınan 485 numaralı kararda eşik değerlerle ilgili düzenlemeye gidilerek borçlanma konusunda uygulanacak eşik değer %25 olarak revize edilmiştir (el-Mecmû'atü's-şer'iyye bi-Masrifî'r-Râcihî, 2010, s. 719). Eşik değerlerin tespitine dair zaruret merkezli yaklaşım tarafından uygulanan mevcut yöntem, statikliğe bağlı olarak ortaya çıkan sorunların yanı sıra zaruret miktarının tespiti aşamasında dikkate alınan kapsamdan kaynaklanan problemler de barındırmaktadır.

Zaruret, zaman ve mekana bağlı olarak değişkenlik gösteren bir yapıda olduğu gibi muhataplara göre de farklılaşan bir niteliğe sahiptir. Zira aynı çevresel faktörlere muhatap olan iki kişi, kendi iç dinamiklerindeki farklılık sebebiyle aynı durumu farklı zorluk seviyelerinde değerlendirebilmektedir. Buna bağlı olarak zorluğu gidermek için farklı seviyelerde çözümlere ihtiyaç duyulabilmektedir. Örneğin susuzluk sebebiyle ölüm tehdidi altında olan iki kişinin haram bir içeceği tüketmesine zaruret gereği müsaade edilmektedir. Her ikisi de zarurete dayalı ruhsat elde etme bakımından eşit durumdadır. Ancak tüketim miktarının belirlenmesi hususunda bireysel halleri önem arz etmektedir. Zira ölüm riskini bertaraf etme konusunda bireylerin bünyeleri belirleyici rol oynamaktadır. Eşik değerlerin belirlenme yöntemi, zaruretle ilgili bu ilke hatırd tutularak, incelendiğinde kanaatimizce sorun olduğu ortaya çıkmaktadır. Şöyle ki TESIS danışma kurulu eşik değerleri belirlerken

Hindistan piyasasından elde ettiği verileri kullanmaktadır. Bu şekilde bir yol izlemek ekonomik şartların sebep olduğu genel zaruret halini tespit etmek anlamına gelmektedir. Halbuki şirketlerin özel durumları göz önünde bulundurulduğunda belirlenen genel zaruret sınırının altında ya da üstünde bir zaruret halinin gündeme gelmesi mümkündür. Şirketlerin bireysel durumları genel zaruretin üzerinde bir sınırı gösterdiği halde eşik değerin buna riayet edilmeden belirlenmesi karşılaşılan zaruretin tam olarak giderilmemesine yol açacakken, şirketin özel durumu gereği maruz kaldığı zaruret miktarının genel seviyenin altında çıkması halinde, belirlenen eşik değeri kullanmak zarureti aşan bir izin verilmesi anlamına gelecektir. Görüldüğü gibi her iki durum da zaruret ilkesiyle bağdaşmayan sonuçlar doğurmaktadır. Eşik değerlerin bu şekilde belirlenmesi, yukarıda verilen ölüm tehlikesi örneğine tatbik edildiğinde aynı zorlukla karşılaşılan tüm bireylerin aynı miktarı tüketmelerine izin verilmesini gerektirmektedir. Ancak hüküm bu şekilde verilmemektedir. Bu hususta zaruret ile amel etme ilkelerine daha uygun olan yöntem kanaatimizce şirketlerin münferit olarak değerlendirilerek bireysel zaruret miktarlarının tespit edilmesidir. Bununla birlikte zaruret tespitinde bu şekilde bir yol izlemek son derece meşakkatli ve sübjektif verilere dayalı bir süreci beraberinde getirecektir. Yüksek ihtimalle TESIS danışma kurulu tarafından bu durum göz önünde bulundurularak daha objektif bir standart belirlemek adına genel verilerden hareket edilmiştir. Ancak söz konusu çekinceleri belirli ölçüde bertaraf ederek eşik değer belirleme işlemini zaruretle amel ilkelerine bir derece daha yaklaştıracak başka bir yöntem uygulamak mümkündür.

Şirketlerin faaliyetlerini yürütürken gayrimeşru unsurlarla ilişki kurma sıklığı birçok iç ve dış faktöre göre farklılaşmaktadır. Bu ilişkilerin ne kadarının zaruret kapsamına girdiğinin tespit edilebilmesi için teorik olarak şirket bazında derinlemesine inceleme yapılması gerekmektedir. Bu kadar yakın projeksiyondan inceleme yapılmasının zorluğunu göz önünde bulundurarak şirketleri biraz daha geniş çerçeveden değerlendirmek daha pratik olacaktır. Burada tavsiye edeceğimiz yöntem, sektörel bazlı zaruretin tespit edilmesidir. Zira sektörlerin barındırmış olduğu yapısal farklılıklar ve iş yapış tarzlarındaki çeşitlilikler şirketlerin karşılaştığı zaruret seviyesi üzerinde etkili olmaktadır. Zaruretin bu şekilde tespit edilmesi, aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin aynı eşik değerlere tabi olmasını sağlayacaktır. Bu vesileyle zaruret, ülke bazlı genel veriler yerine şirketlere daha çok yaklaşan incelemeler sonucu tespit edilmiş olacaktır. Bu ise uygulamanın zaruret ile amel ilkelerine daha fazla yaklaşmasına olanak sağlayacaktır. Öneride bulunduğumuz bu yöntem, eşik değer tespiti konusunda zarureti temel belirleyici faktör olarak kabul etmesi bakımından TESIS danışma kurulu tarafından Hindistan özelinde uygulanan yöntemle benzerlik göstermektedir. Bu noktada önerimizin özgün yönünü temsil eden husus, zaruretin sektör seviyesinde değerlendiriliyor olmasıdır. *Sektörel zaruret merkezli yöntem* olarak isimlendirdiğimiz, eşik değerlerin bu şekilde tespit edilen zaruret miktarını gözeterek belirlenmesini sağlayan yöntemi, diğer iki uygulamaya alternatif olarak sunmak mümkündür.

## Sonuç

Hisse senedi yatırımlarının meşruiyeti hususunda belirleyici faktör şirketin niteliğidir. Ana faaliyet alanı gayrimeşru olan şirketlere yatırım yapılmasına izin verilmemesi yatırım tercihlerinin tamamen meşru yapıdaki şirketlere yönelmesine sebep olmuştur. Ancak hisse senedi işlem gören şirketlerin hepsinin tam olarak meşru bir yapıya sahip olmaması yatırım aşamasında seçici davranılmasını gerekli kılmaktadır. Söz konusu seçime yönelik olarak şirketlerin meşruluk durumlarının tespiti amacıyla şer'î izleme faaliyetleri yürütülmektedir. Bu kapsamda şirketlerin hem sektörel hem de finansal yapısı analiz edilerek gayrimeşru içeriklerle olan ilişki oranı tespit edilmeye çalışılmaktadır. Şirketlerin gayrimeşru faaliyet yürütmesine izin verilmesinin temelinde zaruret ilkesinin yer alması, söz konusu şer'î izleme sisteminin bir bütün olarak zaruret ilkesiyle amel etmenin gereklerine uygun olacak şekilde kurgulanmasını gerektirmektedir. Ancak mevcut uygulama ele alındığında bu ilkelere tam olarak riayet edilmediği ve buna bağlı olarak metodolojik hata oluştuğu görülmektedir.

Şirketin gerçekleştirebileceği gayrimeşru faaliyetlerin sınırını ifade eden gösterge niteliğindeki eşik değerlerin tespiti aşamasında izlenen yol, metodolojik hata barındırmaktadır. Bu bağlamda eşik değerlerin, zaruret sebebiyle izin verilen gayrimeşru faaliyetler için zaruret miktarından bağımsız olarak az-çok arası sınırı gösteren değerler şeklinde tanımlanması problemin ilk adımını teşkil etmektedir. Bu tanımlamaya bağlı olarak az-çok sınırını göstermesi adına değer tespiti yapılırken konudan bağımsız delillerin kullanılması söz konusu hatayı perçinlemektedir. Öte yandan aynı amaçla yürütülen analiz kalemleri için farklı eşik değerlerin benimsenmesi bu hususta takip edilen az-çok merkezli usulün sorunlu noktalarını oluşturmaktadır.

Eşik değerlerin belirlenmesi konusunda uygulanan ikinci yöntemi temsil eden zaruret merkezli yaklaşım, değerlerin zaruret miktarını gösterecek şekilde tespit edilmesini kabul etmesi bakımından izlemenin amacına uygun bir tavır sergilemektedir. Ancak kabul edilen değerlerin değişen ekonomik şartlara göre güncel zaruret halini yansıtmak yerine statik bir yapıda olması, zaruret ilkeleriyle bağdaşmayan bir durumu gündeme getirmektedir. Bunun yanı sıra söz konusu yöntemin eşik değerleri genel verilerden hareketle elde etmesinden kaynaklanan metodolojik problemler de bulunmaktadır. Şunu da belirtmek gerekir ki zaruret her ne kadar şer'î izleme aşamasındaki analizlere dair süreçlerin çoğu üzerinde belirleyici etkiye sahipse de bütün metodolojiyi zaruret temelli kurmak maksadı aşan sonuçlar alınmasına sebep olmaktadır. Nitekim gayrimeşru içeriklerin tespiti aşamasında yürütülen analizler için zarurete dayalı olarak hareket etmek isabetliken, hisse senedi mübadele işlemlerinin niteliğini tespit yönelik likidite analizinde aynı sürecin işletilmesi hatalıdır.

Şer'î izleme kapsamında kullanılacak olan eşik değerlerin belirlenmesi hususunda gündeme gelen sorunların giderilmesi adına, likidite analizi için az-çok arası sınırı gösteren bir eşik değer belirlenmesi, diğer analiz kalemleri için ise zaruret miktarının dikkate alınması gerekmektedir. Bu bağlamda zaruret miktarının tespiti aşamasında şirketlere daha yakın bir gözle bakmaya imkan sağlaması açısından sektörel verilerin göz önünde bulundurulması ve dinamik yapıya sahip eşik değer seti oluşturulması daha isabetli olacaktır.



## Kaynakça

- AAOIFI. (2018). *el-Meâyirü's-şer'iyye: En-nassü'l-kamil li'l-meayiri's-şer'iyye: (1-58)*. Riyad: Daru'l-meymân li'n-neşri ve't-tevzi'.
- Al Meezan. (t.y.). Shariah Methodology. Geliş tarihi 14 Mayıs 2020, gönderen Al Meezan Investment Management Limited website: <https://www.almeezangroup.com/investor-education/shariah-methodology/>
- Amana Mutual Funds. (t.y.). Halal Investing. Geliş tarihi 20 Haziran 2020, gönderen Saturna Capital website: <https://www.saturna.com/amana/halal-investing>
- Amanie Shariah Board. (t.y.). Geliş tarihi 12 Aralık 2019, gönderen [http://www.amaniescreening.com/shariah\\_board.php](http://www.amaniescreening.com/shariah_board.php)
- Ayedh, A., Shaharuddin, A., & Kamaruddin, M. (2019). Shariah Screening Methodology: Does It "Really" Shariah Compliance? *IQTISHADIA*, 12, 144-172.
- Azzad Funds. (t.y.). Screening and Filtering. Geliş tarihi 20 Haziran 2020, gönderen Philosophy and Process website: <https://www.azzadfunds.com/philosophy-process/>
- 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.
- el-Buhârî, E. A. b. İ. (1422). *El-Câmi 'u's-şahîh* (1. Baskı). Dâru Tavki'n-Necât.
- Elgari, M. A. (2017). Shari'ah Foundations of Islamic Equity Investment Criteria and Purification of Investments. İçinde *Islamic Capital Markets and Products: Managing Capital and Liquidity Requirements Under Basel III*. Wiley.
- el-Mecmû'atü's-şer'iyye bi-Masrifi'r-Râcihî. (2010). *Karârâtü'l-Hey'eti's-Şer'iyye bi-Masrifi'r-Râcihî*. Riyad: Dâru Künûzi İşbilyâ.
- FTSE. (t.y.). *FTSE Shariah Research-Targeting Lower Volatility Through Ethical and Quantitative Screening Minimum Volatility Shariah Index*. FTSE. Geliş tarihi gönderen [https://research.ftserussell.com/products/downloads/ftse\\_shariah\\_whitepaper.pdf](https://research.ftserussell.com/products/downloads/ftse_shariah_whitepaper.pdf)
- Guardian Investment House. (2011). *Islamic Securities Account (ISA) Guidebook*. Guardian Investment House.
- Habib, F., & Ahmad, A. U. F. (2017). Revisiting the AAOIFI Shariah standards' stock screening criteria. *International Journal of Business and Society*, 18, 151-166. Scopus. Geliş tarihi gönderen Scopus.
- Ho, C. S. F. (2015). International Comparison of Shari'ah Compliance Screening Standards. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(2), 222-245.
- Kâsâni. (2003). *Bedâi'u's-sanâi'* (2. Baskı). Beyrut: Daru'l-kütübî'l-ilmîyye.

- Lahsasna, A., & Hassan, M. K. (2011). The Shariah Process in Product Development and Approval in ICM. İçinde *Islamic Capital Markets: Products and Strategies* (1. Baskı, ss. 23-68). Chichester, West Sussex, U.K: Wiley.
- Mahfooz, S. B., & Ahmed, H. (2014). Shariah investment screening criteria: A critical review. *Journal of King Abdulaziz University, Islamic Economics*, 27(1), 3-38.
- Md. Hashim, A., Habib, F., Isaacs, Z., & Gadhoun, M. A. (2017). ISRA-Bloomberg Shari'ah stock screening and income cleansing methodologies: A conceptual paper. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 9(1), 27-42.
- MSCI. (2019). *MSCI Islamic Index Series Methodology*. MSCI. Geliş tarihi gönderen [https://www.msci.com/eqb/methodology/meth\\_docs/MSCI\\_Islamic\\_Indexes\\_Methodology\\_May2019.pdf](https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Islamic_Indexes_Methodology_May2019.pdf)
- Müslim. (1956). *El-Câmi 'u'ş-şahîh*. Beyrut: Dâru İhyai't-Türasi'l-Arabi.
- National Stock Exchange of India. (2020). *Methodology Document*. National Stock Exchange of India. Geliş tarihi gönderen [https://www1.nseindia.com/content/indices/Method\\_Nifty\\_Shariah\\_Indices.pdf](https://www1.nseindia.com/content/indices/Method_Nifty_Shariah_Indices.pdf)
- Parsoli Islamic Equity (PIE) Index. (t.y.). Geliş tarihi 23 Mayıs 2022, gönderen Parsoli Corporation Limited website: <https://www.parsoli.com/pie-index.html>
- Ratings Intelligence. (t.y.). Shariah compliant stocks screening | Islamic stocks screening. Geliş tarihi 14 Mayıs 2020, gönderen <https://www.ratingsintelligence.com/shariah-screening.html>
- SECP. *Shariah Governance Regulations*. , (2018).
- Securities Commission. (2006). *Resolution of the Securitit Commission Shariah Advisory Council*. Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti.
- Securities Commission. (2019). *Resolutions of the Shariah Advisory Council of the Securities Commission Malaysia*. Kuala Lumpur: Suruhanjaya Sekuriti.
- TASIS. (t.y.). *Handbook on Investments in Shariah Tolerant Stocks*. TASIS. Geliş tarihi gönderen <https://www.tasis.in/userfiles/files/Handbook%20on%20Investments%20in%20Shariah%20Tolerant%20Stocks.pdf>
- Tirmizi. (1998). *Sünenü't-Tirmizi*. Beyrut: Dârü'l-Garbi'l-İslâmî.
- TKBB. (2020). *Katılım Finansı Standartları No:1 Pay Senedi İhracı ve Alım-Satımı*. Geliş tarihi gönderen <https://tkbbdanismakurulu.org.tr/uploads/kararlar/198fbbd4c038e1e6aa2f2cca01e54ca7.pdf>
- Usmani, M. I. A. (2002). *Meezan Bank's Guide to Islamic Banking*. Darul Ishaat.

Usmani, M. I. A. (2015). *Islamic Finance: Revised & Updated Edition of Meezan Bank's Guide to Islamic Banking*. Karachi-Pakistan: Maktaba Ma'ariful Quran.

Usmani, M. T. (2002). *An Introduction to Islamic Finance*. BRILL.

YASAAR. (2019). *The FTSE Shariah Global Equity Index Series Fatwa*. FTSE. Geliş tarihi gönderen [https://research.ftserussell.com/products/downloads/ftse\\_shariah\\_global\\_equity\\_index\\_series\\_fatwa.pdf](https://research.ftserussell.com/products/downloads/ftse_shariah_global_equity_index_series_fatwa.pdf)

Zuhayli, M. M. (2006). *El-Kavaidü'l-fikhiyye ve tatbikatuha fi'l-mezahibi'l-erbaa*. Dımaşk : Darü'l-Fikr.

## Extended Abstract

The most important factor affecting the legitimacy (shariah compliance) of stock investments is the nature of the company. Investments in companies whose core business is not legitimate are prohibited, so only fully shariah compliant companies can be invested in. However, not all companies have a fully legitimate structure, so it is necessary to be selective in the investment phase. For this reason, Shariah screening activities are carried out to determine the legitimacy of companies. In this context, both the sectoral and financial structure of companies are analyzed. To be allowed to invest in stocks, the result of this analysis should not exceed certain limits. These limits, which companies should not violate, are called *thresholds*. There are different practices for determining these thresholds, which play an important role in the acceptance of companies as Shariah compliant. This study aims to evaluate the threshold determination processes by addressing the reasons for these differences.

Two factors need to be considered together to understand why the thresholds differ. The first consideration in this context is the purpose of the analysis. As a matter of fact, when the practice is examined, it is seen that the same thresholds are used for analyzes carried out for the same purpose. However, different thresholds can also be used for analyzes performed for the same purpose. This situation reveals that the purpose factor alone is not decisive. Another influential aspect in this regard is the function of the threshold. There are two different approaches to the function of the threshold. Some advisory committees consider thresholds as indicators of minority or majority, while others consider them as indicators of the amount of necessity (*zarurah*). Depending on this difference in definition, different thresholds may be preferred for the same analyses.

Advisory committees that adopt a minority or majority approach to setting thresholds require the amount of non-compliant activity to be minor. It is accepted that if Shariah compliant activities constitute the majority, non-compliant activities will be subordinated to Shariah compliant activities and will become a disregarded element in evaluations. Considering this situation, it becomes clear that the meaning of the threshold is the limit between minority and majority. Thus, the non-compliant content below the threshold can be considered as minority and ignored, while the portion above the threshold will be considered as majority and will cause the company to be evaluated as non-compliant.

The second approach adopted in determining the thresholds is the necessity-based approach. This approach recognizes that companies are permitted to engage in illegitimate activities only in cases of necessity. The fact that the basis of this fatwa is necessity requires that the permission be limited to the amount of necessity. For this reason, the Shariah non-compliant transactions that companies may engage in due to necessity should be limited to the amount of necessity. This suggests that thresholds are an indicator of necessity. Under this approach, the determination of thresholds is based on the general necessity conditions of the national economy. This is because determining the specific necessity of each company would lead to subjective results. Although each company is exposed to different challenges in its own

particular case, determining its own thresholds according to the individual situation will lead to confusion. To avoid this confusion, an objective process is followed by making determinations based on empirical data on the country's economy.

Both ways of determining the thresholds contain methodological problems. In this context, the definition of threshold as values indicating the minority or majority limit represents the basis of the problem. Considering that non-compliant activities are permitted due to necessity, it would be wrong to set a thresholds by ignoring necessity. In this context, the use of irrelevant evidence in determining the thresholds indicating the minority or majority limit is also problematic. On the other hand, the use of different thresholds for analyses conducted for the same purpose shows that this approach is inconsistent.

The second method of determining thresholds, the necessity-centered approach, is in accordance with the purpose of Shariah screening. However, the static nature of the thresholds instead of reflecting the current state of necessity according to changing economic conditions is incompatible with the principles of necessity. There are also methodological problems arising from the fact that this approach derives thresholds from general data. Another problem arises because the same process is used in liquidity analysis. Because the purpose of liquidity analysis is not to determine the legitimacy of the company. The purpose of this analysis is to ensure that stock exchange transactions are carried out in accordance with the rules of *sarf*.

To overcome the problems in determining the threshold values, the following recommendations are made within the scope of the study; for liquidity analysis, a threshold indicating the limit between minority or majority should be set. For other analyses, the amount of necessity should be considered. In this context, unlike the current practice, sectoral data should be kept in mind and a dynamic set of thresholds should be established in the determination of the amount of necessity.