

İSLÂMÎ HİSSE SENEDİ ENDEKSLERİNDE STANDART SORUNU

Özcan KUZULU¹

Öz

Her bir İslâmî endeks, kendi İslâmî danışma kurulu tarafından onaylanan kurallara ve düzenlemelere tabidir. İslâmî hisse senedi endekslerini hazırlayan kurum ve kuruluşlar, Şeriat kurullarından uygunluk onayı alan firmaları tespit etmekte ve belirli periyotlarla (genellikle 3 ay) firmaları tekrar gözden geçirmektedirler. Endeks kapsamına dâhil edilecek firmaların seçiminde uygulanan nitel ve nicel kriterler, kurum ve kuruluşlara danışmanlık yapan bağımsız şeriat kurulları tarafından belirlenmektedir. Dünya’da faaliyet gösteren endeks sağlayıcıların genel itibariyle; geleneksel finans hizmetleri (bankacılık, sigortacılık), alkol, domuz ve ürünleri, tütün, silah ve savunma, gazino ve kumar, otel işletmeciliği, sinema, pornografi vb. içerikli faaliyetler gerçekleştiren firmaları endeks dışında tuttuğu görülmektedir. Bununla birlikte, faaliyetler ve rasyolar konusunda farklı kriterler ve oranların belirlenmesinde uygulamada standart bir yaklaşım bulunmamaktadır. Bu çalışmada, hisse senedi endekslerinde uygulanan tarama ve filtreleme kriterleri detayları ile ortaya konmaktadır. Bu kriterlerde başlıca iki metodolojik ayırım yapılarak farklılıkları detaylandırılmıştır. İslam’da tevhidî paradigmaya uygun olarak geniş katımlı üst bir danışma kurulunun oluşturulması ve konvansiyonel sistem içinde kendine alan açarak güç kazanması İslami finans dünyasının önemli beklentilerindedir.

Anahtar Kelimeler: İslami Endeks, Hisse Senedi, Tarama, Standart, AAOIFI

Abstract

Each Islamic index is subject to rules and regulations approved by its own Islamic advisory board. Institutions and organizations that prepare Islamic stock indices identify companies that have received approval from Sharia boards and review the companies periodically (usually 3 months). The qualitative and quantitative criteria applied in the selection of the companies to be included in the index are determined by the independent Sharia boards that advise institutions and organizations. In general, index providers operating in the world; traditional financial services (banking, insurance), alcohol, pork and its products, tobacco, weapons and defense, casino and gambling, hotel management, cinema, pornography, etc. It is seen that companies that carry out activities with content are excluded from the index. However, there is no standard approach in practice in determining different criteria and ratios regarding activities and ratios. In this study, the screening and filtering criteria applied in stock indices are presented in detail. In these criteria, two main methodological distinctions are made and their differences are detailed. Establishment of an upper advisory board with broad participation in accordance with the tawhid paradigm in Islam and gaining strength by opening up space for itself within the conventional system are among the important expectations of the Islamic finance world.

Keywords: Islamic Index, Stock, Screening, Standard, AAOIFI

¹ Dr., ozcan@ozcankuzulu.com, Orcid: 0000-0001-8557-9354

GİRİŞ

İslâmî hisse senedi endeksleri, İslâmî prensiplere uygun faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerinden oluşturulan endeks türüdür ve İslâmî sermaye piyasası araçlarından biridir. İslâmî endeksler borsa kotunda yer alan şirketler, niteliksel ve niceliksel filtreleme aşamasını geçenler arasından seçilmektedir. İslâmî endekslerin oluşturulmasının amacı Müslüman yatırımcıların hisse senedi piyasalarına yatırım yapabilmelerini sağlamaktır (Yıldız, 2015, s. 3). Ayrıca, İslâmî finansal ürünler alternatif yatırım araçlarıdır ve gayrimüslimlerde söz konusu enstrümanlara ilgi göstermektedir. Bu bağlamda bu enstrümanlara yatırım yapan yatırımcılar da geleneksel yatırımlarda olduğu gibi minimum riske katlanarak maksimum getiri elde etmeyi amaçlamaktadır (Kamışlı, Kamışlı ve Temizel, 2017, s. 575).

LİTERATÜR TARAMASI

İslami endekslere dahil edilecek şirketlerin gerek faaliyetleri gerekse finansal rasyolarının belli periyotlarla değerlendirmeye tabi tutulması, bu değerlendirmelerin performansları, etik düzlemde değerlendirilmeleri, uygulamada farklı yaklaşımları üzerine literatürde araştırmacılar tarafından yapılmış çalışmalar bulunmaktadır. Aşağıda Tablo 1’de İslâmî endekslerde tarama ve filtreleme üzerine yapılan çalışmalar sıralanmıştır.

Tablo 1.

İslami Endekslerde Tarama ve Filtreleme Üzerine Yapılan Çalışmalar

SIRA	YAZAR	ÇALIŞMA
1	U Derigs ve Marzban, 2008	Alternatif Şer'i tarama yöntemlerinin, tarama süreci sonucunda ortaya çıkan helal varlık evreni üzerindeki etkisi analiz edilmiş ve halihazırda uygulamada kullanılan Şeriat tarama prosedürlerinin helal ve haram arasında ayırım yapma konusunda tutarsız olduğu gösterilmiştir.
2	Hussein, 2004	FTSE Küresel İslami Endeks hisselerinden satın alan yatırımcıların kazandıkları getirilerin, endeks muadillerinden (FTSE Tüm Dünya Endeksi) önemli ölçüde farklı olup olmadığı ampirik olarak test edilmiştir. Genel olarak, etik tarama uygulamasının FTSE Küresel İslami Endeks performansı üzerinde olumsuz bir etkisinin olmadığı gösterilmiştir.
3	Rahman, Yahya ve Nasir, 2010	Makalenin amacı, İslami Endeksler arasında, özellikle Kuala Lumpur Menkul Kıymetler Borsası Şeriat Endeksi (KLSESI) ile Dow Jones İslami Piyasa Endeksi (DJIM) arasında yatırım amaçlı izin verilen bir şirketin taranmasında kullanılan kriterleri karşılaştırmaktır. Sonuçlar, her iki kriterin aynı anda karşılaştırılması durumunda, KLSESI kapsamında listelenen 565 şirketten sadece 198'inin DJIM tarafından belirlenen kriterlere uyduğunu göstermektedir.

4	Lobe, Rößle ve Walkshäusl, 2012	35 gelişmiş ve gelişmekte olan piyasadan örnekler alınarak, İslami endekslerin geleneksel ölçütlerden farklı bir performans sergileyip sergilemediği analiz edilmiştir. Gelişmiş pazarlar bölgesi için önemli ölçüde pozitif ayrılmakla birlikte, bu performans, esas olarak ABD'den kaynaklanmaktadır ve büyük ölçüde, şeriat taramasından geçirilen portföylerdeki finansal hisse senetlerinin hariç tutulmasına bağlanmaktadır. Finansal durumlardaki kapsamlı gerileme, son finansal krizle ilgili olduğundan, bu performansın zaman içinde devam etmeyeceği öngörülmüştür.
5	Ashraf, 2016	İslami sermaye fonları, İslami hukuk ilkeleri (Şeriat) tarafından dayatılan hisse senedi seçimi tarama kriterlerine tabidir. Hisse senetlerinin İslami bir fona dahil olabilmesi için gelir kaynağı, ticari faaliyet ve finansal faktörler olmak üzere üç temel taramadan geçmesi gerekir. Bununla birlikte, tarama kriterleri, özellikle finansal faktörler için evrensel değildir. Hisse senetlerinin taranması için toplam varlıkların defter değerine veya özsermayenin piyasa değerine dayalı finansal oranlar kullanılabilir. Bu sadece farklı bir portföy kompozisyonu ile sonuçlanmakla kalmaz, aynı zamanda çeşitli yeniden dengeleme ve izleme maliyetlerini de beraberinde getirir.
6	A. Hassan, 2005	İslami etik yatırımcılar, seçilen menkul kıymetlerin değer sistemleri ve inançlarıyla tutarlı olmasını sağlamak için yatırımları değerlendirirken hem Şeriat hem de finansal kriterleri uygular. Bu makale, çeşitlendirilmiş bir İslami taramadan geçmiş hisse senedi portföyünün performans özelliklerini geleneksel kıyaslama portföyüyle karşılaştırarak bu kısıtlamaların yatırım performansı üzerindeki potansiyel etkisini incelemektedir. Beklentilerin aksine, bulgular, İslami etik tarama uygulanmasının yatırım performansı üzerinde mutlaka olumsuz bir etkiye sahip olmadığını göstermektedir.
7	Binmahfouz ve Kabir Hassan, 2013	Makalede, sürdürülebilirlik kriterlerinin geleneksel Şeriat tarama sürecine dahil edilmesinin etkisi araştırılmıştır. Bu nedenle çalışma, geleneksel Şeriat tarama sürecine sürdürülebilir sosyal sorumluluk kriterlerinin dahil edilip edilmemesinin İslami yatırım portföyünün yatırım özellikleri üzerinde önemli bir etkiye sahip olup olmadığına dair ampirik kanıtlar sunmayı amaçlamıştır. Makale ne Şeriat ne de sürdürülebilirlik tarama sürecinin, kısıtlamasız geleneksel muadillerine kıyasla yatırım portföylerinin performansı ve sistematik riski üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmadığını ortaya koyuyor. Bu nedenle hem Müslüman hem de sosyal açıdan sorumlu yatırımcılar, performanstan ödün vermeye veya daha yüksek sistematik riske maruz kalmaya zorlanmadan, değer sistemleri ve inançlarıyla tutarlı yatırımları seçebilirler.

İSLÂMÎ HİSSE SENEDİ ENDEKSLERİNDE STANDART SORUNU

8	Nainggolan, How ve Verhoeven, 2016	Etik taramanın portföy performansını etkileyip etkilemediği, literatürde henüz karara bağlanmamış önemli bir soru olduğundan hareketle, 1984'ten 2010'a kadar büyük bir küresel İslami sermaye fonu (IEF) örneğinin performansını inceleyerek bu soruya daha fazla ışık tutmak amaçlanmıştır. IEF'lerin geleneksel fonlardan ayda ortalama 40 baz puan daha düşük performans gösterdiğini görülmüştür. İslami fonların daha güvenli bir yatırım olduğu yönündeki popüler medya iddialarına paralel olarak, son bankacılık krizi sırasında IEF'ler konvansiyonel fonlardan daha iyi performans gösterdiği ancak, diğer krizler veya yüksek volatilité dönemleri için böyle bir performans görülmediği belirtilmiştir. Fon varlığına dayalı verilere dayanarak, fon performansı ile etik tarama yoğunluğu arasında negatif eğrisel bir ilişkinin kanıtı sunulmuştur.
9	Catherine S.F. Ho, 2015	Bu makale, endeks sağlayıcılar, Şer'i danışmanlar, İslami bankalar ve fon yöneticileri dahil olmak üzere önde gelen 34 küresel İslami finans kullanıcısının Şeriat yatırım tarama metodolojilerini incelemeyi amaçlamıştır. Farklı metodolojiler arasındaki benzerlikleri ve farklılıkları net bir şekilde incelemek için tarama ve filtreleme ayrı ayrı profillendirilmiştir. Bu uygulayıcılardan bazıları, Şeriat'a göre izin verilmeyen faaliyetleri listelemelerinde daha katı iken bazıları daha fazla işletmenin izin verilebilir olarak dahil edilmesine sıcak yaklaşmaktadır. İki aşamalı bir tarama yöntemi uygulayan bu kullanıcılar arasında, kantitatif taramada izin verilmeyen kriterlere ilişkin eşik oranları aralığı farklılık göstermektedir.
10	M. K. Hassan, Miglietta, Paltrinieri ve ..., 2018	2007-2014 döneminde 54 İslami endeksten oluşan bir örneğe dayanarak, tarama kriterleri aracılığıyla Şeriat kurulu üyelerinin eğitim geçmişlerinin İslami endekslerin risk ve getiri özellikleri üzerindeki etkisini araştırılmıştır. Kurullar arasında ortak üye sayısı ne kadar fazlaysa İslami endekslerin risk-getiri profilinin o kadar yüksek olduğunu gözlemlenmiştir. İkinci olarak, yönetim kurulu üyeleri arasındaki ortak noktalar, tarama kriterlerinin standardizasyonuna yol açmaktadır.
11	Lobe ve diğerleri, 2012	Bu makalede, tarama yöntemlerinin İslami endekslerin performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiş ve burada İslami taramalar ile performansları arasında önemli bir ilişki olmadığını göstermiştir.
12	Rizaldy ve Ahmed, 2019	Bu makale, İslami hisse senedi piyasalarında en uygun Şeriat tarama standartlarını belirlemek üzere İslami hukuk metodolojisi ilkelerini uygulamak için bir çerçeve sunmaktadır. Metodolojik çerçeve, Endonezya İslami Şeriat Hisse Senedi Endeksi'nin İslami hisse senedi tarama standartlarının ve dört küresel endeksin ekonomik etkilerinin değerlendirildiği Endonezya hisse senedi piyasasına uygulanmaktadır. Portföyler, Endonezya borsasında 5 yıl boyunca işlem gören 377 hisseye ait veriler kullanılarak her bir endeks için İslami hisse senedi tarama standartları uygulanarak oluşturulmuştur. Dow Jones İslami Endeks tarama kriterlerinin en iyi performansı gösterdiği ortaya koyulmuştur. Makale, Endonezya borsasında bu endeksin tarama standardının kullanılmasını tavsiye etmektedir. Bu makalede kullanılan yaklaşım İslami hisse senedi piyasalarına uygulanırken,

		metodolojik çerçeve İslami finansdaki diğer benzer durumlar için de kullanılabilir.
13	C. S. Ho, Rahman ve Hafızha, 2011	Bu makale, endeks sağlayıcılar, Şer'i hizmet sağlayıcılar ve fon yöneticileri olmak üzere dünya çapında önde gelen yirmi bir İslami finans kullanıcısının Şer'i yatırım tarama metodolojilerini incelemektedir. Şeriata uygun yöntem ve ilkelerin farklılıklarını ve benzerliklerini vurgulamak için karşılaştırmalı bir analiz yapılmıştır. Sonuçlar, farklı kullanıcıların uyguladıkları farklı tarama yöntemlerinin farklı amaçlara ve işlevlere sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Dünya çapındaki tarama yöntemlerinin daha fazla uyumlaştırılmasının, İslami yatırım sektörünün büyümesini daha da hızlandırmaya yardımcı olacağı ifade edilmektedir. Bu makale, ortak ve birleşik bir tarama standardına ulaşmak için bazı öneriler sunmaktadır.
14	Bousalam ve Hamzaoui, 2016	Makalede, Kazablanka Menkul Kıymetler Borsası'nda (CSE) işlem gören şirketlerin Şer'i tarama sürecinin, yatırım yapmak için daha riskli bir hisse senedi evrenine yol açıp açmadığını ve Şeriata uygun hisse senetlerinin geleneksel muadillerinden daha düşük performans gösterip göstermediğini doğrulamak amaçlanmaktadır. Bunun için önce dünyanın önde gelen hisse senedi endeksi sağlayıcılarından bazıları (Dow Jones İslami Piyasalar Dünya Endeksi; S&P Küresel BMI Şeriat Endeksi; MSCI ACWI İslami, FTSE Şeriat Tüm Dünya Endeksi) tarafından belirlenen dört Şeriat tarama metodolojisi Şeriata uygun stokları filtrelemek için CSE'de listelenen 74 şirkete uygulanmıştır.
15	Camgöz, 2018	Bu çalışmada, Dow Jones, Morgan Stanley Capital International, Financial Times Stock Exchange, Standard & Poor's, SAC Malezya ve Katılım Endekslerinin tarama ve filtreleme teknikleri analitik olarak incelenmiş, geliştirilen teknikler tanıtılmıştır.

İSLÂMÎ ENDEKSLERİN TARİHÇESİ

İslâmi finansın kurumsallaşmaya başladığı 1970'li yıllardan sonra ortaya çıkan İslâmi banka ve finansal kuruluşlar Müslüman yatırımcıların tasarruf ve fonlarını değerlendirebileceği kurumlar olarak gelişmeye başlamıştır. Yatırım yapılacak alanların oldukça sınırlı olması, yatırımcıları menkul kıymet piyasalarında işlem gören hisse senetlerine yönlendirmiştir. Hisse senetlerine yatırım yapmak 1990'ların sonlarına kadar İslâmi hassasiyetleri yüksek olan yatırımcılar için caiz bir yatırım alanı olarak görülmemesine rağmen daha sonra faaliyet alanı İslâm'a uygun olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılabileceği fikri gelişmeye başlamış ve endeksler oluşturulmuştur (Ülev ve Özdemir, 2015, s. 48).

İslâmî sermaye piyasalarının gelişimiyle ilgili en önemli kırılma noktası İslâmî Fıkıh Akademisininin 1992 yılında yayımlanmış olduğu fetvadır. 1992 yılında Cidde'de yapılan İslam

Fıkıh Akademisi'nin 7. Toplantısında hisse senetlerinin kâr ve zarara iştirak etmesi sebebiyle, kural olarak helal olduğu, fakat bunun, hisse senedi ihraç eden şirketin ticari işlem ve amaçlarının meşru oluşuyla yakından ilgili bulunduğu belirtilmiştir. Bu kararın ardından özellikle Ortadoğulu yatırımcıların İslam'a uygun faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine ve yatırım fonlarına ilgileri artmıştır. Bu ilgi ve eğilim, İslâmî hisse senetleri piyasaları ile ilgili ürün geliştirme faaliyetlerini hızlandırmış ve 1990'ların sonunda yatırımcılar İslâmî endekslerle tanışmışlardır (Yıldız, 2015, s. 2). 1990'lı yılların sonunda DJ, MSCI, FTSE Russel vb. gibi endeks sağlayıcılar belirli İslâmî kaidelere uygun İslâmî endeksleri yayımlamaya başlamışlardır (Camgöz, 2015, s. 133).

Aralık 1995'te bir alt küme endeks olarak, Dow Jones İslâmî Pazar Endeksi (DJIM), Dow Jones Küresel Endeksleri (DJGI) altında piyasaya sürülmüştür (Girard ve Hassan, 2010, s. 2). İlk ulusal İslâmî endeks ise Malezya'da Mayıs 1996'da RHB Unit Trust Management tarafından yayınlanmıştır.

Küresel anlamda ise ilk İslâmî endeks 1998 yılında Kuveyt ve FTSE Grubun iş birliğiyle Faisal Finans ve Votebel Bank tarafından, 150 halka açık küresel şirketin dahil edildiği DMI 150 Endeksi'dir. Daha sonra aynı yıl, 1980'li yıllarda görülmeye başlayan sosyal sorumluluk endekslerine paralel oluşturulan ve içinde 500 şirketi barındıran global bir endeks olan SAMI (Socially Aware Muslim Index- Toplumsal Açından Duyarlı Müslüman Endeksi) oluşturulmuştur (El Khamlichi, Sarkar, Arouri ve Teulon, 2014, s. 1138). DJ ve FTSE, dünya çapında 2000'den fazla şirketin kote olduğu İslâmî endeksler yayınlamış ve İslâmî kriterleri karşılayan endeksleri yayınlamak için gereken çeşitli tarama (screen) kriterlerinin oluşturulmasında öncü bir rol üstlenmişlerdir.

DJIM, 9 Şubat 1999'da 34 ülkeden İslâmî prensiplere uygun hisse senetlerini ilk küresel İslâmî hisse senedi ölçüt endeksi olarak yayınlamaya başlamıştır. Bu endeks faaliyetleri İslâm'a uygun olan ve faize dayalı borç/ sermaye oranı %33'ü geçmeyen şirketlerden oluşmaktaydı ve belirlenen kriterlere uymayan şirketler endeksten çıkarılmaktaydı (Ülev ve Özdemir, 2015, s. 48).

Bunları, 17 Nisan 1999'da Kuala Lumpur Stock Exchange bünyesinde hesaplanmaya başlanan Bursa Malaysia tarafından yayınlanan "Kuala Lumpur Shari'a Index" ve Ekim 1999'da FTSE Group tarafından yayınlanan ve 29 ülkeden hisse senetlerini barındıran "FTSE Global Islamic Index Series" takip etmiştir. Standard & Poors, 2006'dan bu yana "Şeriat Uyumlu Endeksler" başlığı altında "The S&P 500 İslâmî Hisse Senetleri Endeksi", "The S&P

Avrupa 350 İslâmi Hisse Senetleri Endeksi”, “The S&P Japonya 500 İslâmi Hisse Senetleri Endeksi”, “S&P/IFCI Large-MidCap İslâmi Hisse Senetleri Endeksi” şeklinde farklı kategorilerde endeksler yayınlamaktadır. Diğer bir grup ise “The MSCI Islamic Index Series”’tir (Çürük, 2013, s. 103). Şu an bu endeksler dışında MSCI Barra, BSE TASIS, Global GCC gibi kurumların yüzden fazla İslâmi endeksi bulunmaktadır (Ülev ve Özdemir, 2015, s. 48). 1999 yılında Asya, Avrupa ve ABD’nde oluşturulan İslâmi endeksler İslâmi finansın küresel ekonomiye entegrasyonunda önemli bir adım teşkil etmiştir. Aynı şekilde, güçlü talep uluslararası bankalarında yeni İslâmi endeksler oluşturmasına aracı olmuştur (Çürük, 2018, s. 57). Bunların yanında Aralık 2006’da başlayan ve içerisinde 70 ülkeden hisse senedi barındıran S&P İslâmi Hisse Senetleri Endeksi Serisi, yine benzer şekilde 70 ülkeden İslâmi prensiplere uygun hisse senetleri ile oluşturulan ve Mart 2007’de hesaplanmaya başlayan MSCI Global İslâmi Endeksi ve Avrupa bölgesindeki şirketlerin hisse senetlerinden oluşan Stoxx Europe İslâmi Hisse Senetleri Endeksi yer almaktadır (Catherine S F Ho, Afıqah, Rahman ve Hafızha, 2016, s. 175).

Aşağıdaki Tablo 1’te ülkeler bazında İslâmi endekslerin kuruluş tarihleri gösterilmektedir;

Tablo 1.

İslâmi Endekslerin Ülke Bazında Oluşturulma Yılları

Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI)	ABD	1999
Morgan Stanley Global Islamic Index (MSG1I]	ABD	2007
Standard & Poor Shari'ah Index (S&PSI)	ABD	2007
Russell Jadwa Shari'ah Global Index (RJSGI)	ABD	2009
FTSE Islamic Index (FTSEH)	İngiltere	2004
Royal Bank of Scotland Shari'ah Index (RUSH)	İngiltere	2008
DMI 150 Islamic Index (DM 11)	İsviçre	1999
Bombay Stocks Exchange Shari'ah 50 Index (BSES1)	Hindistan	2008
Jakarta Islamic Index (IJLLJ)	Endonezya	2003
Kuala Lumpur Shari'ah Index (KLS1)	Malezya	2000
Hong Kong Islamic Index (HKII)	Hong Kong	2007
Société Generale Wise Shari'ah Index (SGWSI)	Hong Kong	2008

Kaynak: (Catherine Soke Fun Ho, Abd Rahman, Yusuf ve Zamzamin, 2014), s. 112

Uluslararası endekslerin yanı sıra, Malezya, Hindistan, Pakistan, Suudi Arabistan, Tayvan, Bahreyn ve Türkiye gibi ülkeler ulusal düzeyde endeksler yayınlamıştır (Çürük, 2018, s. 57).

Türkiye’de ise ilk İslâmi endeks 2011 yılında Katılım30 adıyla kurulmuştur. Bu endeks Borsa İstanbul’da İşlem gören ve belli İslâmi prensiplere uygun faaliyet gösteren 30 şirketin

hisse senetlerinden oluşturulmuştur. 2014 yılında Katılım50 adıyla ikinci bir endeks daha yayınlanmaya başlanmıştır. Sonrasında Katılım Model Portföy Endeksi ve Ziraat Portföy Endeksi faaliyete geçmiştir.

İSLAMİ HİSSE SENETLERİNE YATIRIMDA AAOIFI KURALLARI

AAOIFI'nin kuruluşu, uluslararası düzeyde İslâmi ilkelerle uyumlu muhasebe standartları oluşturma vesilesiyle ilk defa 1991 yılında Bahreyn Manama'da başlamıştır. Uluslararası özerk bir kuruluş olan ve kâr amacı gütmeyen AAOIFI, İslâmi bankacılık ve finans sektörüne yönelik İslâmi standartların yanı sıra muhasebe, denetim, kurumsal yönetim ve etik konularında uluslararası düzeyde standartlar düzenlemekte ve geliştirmektedir. Bugün birçok ülkede gönüllülük esası ile Umman'da ise yasal zorunlulukla uygulanmaktadır. AAOIFI'nin yerine getirdiği temel işlevler; İslâmi finans kurumları ile ilgili muhasebe ve denetim uygulamaları hazırlamak, geliştirmek, yayınlamak ve bunları yorumlamak; geliştirdiği muhasebe ve denetim uygulamalarını eğitimler, seminerler, süreli yayınlar ile İslâmi finans kurumlarına iletmek; oluşturduğu standartları gözden geçirerek gerek görüldüğünde değişiklik yapmak şeklindedir (Ersoy, Çatıkkaş ve Yatmaz, 2018, s. 96).

AAOIFI'nin hisse alım satımına ilişkin standartlarında İslâmi uygunluğa sahip olmayan işlem ve meşru olmayan mallar ise konvansiyonel finansal hizmetler, alkollü içecekler, domuz eti ve haram gıda ürünleri, tütün, uyuşturucu, klonlama, sigorta, vadeli altın ve gümüş ticareti, faizli kira geliri, silah ve savunma sanayi, eğlence, kumar, oteller, restoran ve barlar, pornografi olarak sayılabilmektedir.

AAOIFI'nin hisse alım satımına ilişkin standartlarına göre, bir şirket İslâm'a aykırı faaliyetlerde bulunmuyor ise bu şirketlerin hisse senetlerinin ihracı uygundur. Mevcut hissedarların adil bir davranış sergilediği sürece sermaye artırımını için hisse senedi ihraç etmesi caizdir. İmtiyazlı hisse senetlerinin ihracı ise tasfiye ve kâr dağıtımında öncelik hakkı tanıdığı için caiz değildir. Temettü hisse senetlerinin ihracı ise uygun görülmemektedir. Bu hisse senetlerinde alınan tutar kâr üzerindeki haklarıdır ve itfa şekilseldir (AAOIFI, 2015, s. 564).

Uluslararası kabul görmüş AAOIFI standartları aşağıdaki gibidir (Sarı ve Nesimioğlu, 2011, s. 60):

- Şirketin kuruluş amacı, kuruluş gayesi ve faaliyetle alanları İslâmi prensiplerle çelişmiyorsa bu şirketin hisseleri alınıp satılabilir. Dolayısıyla ana sözleşmesinde yasaklı faaliyetlere dair mal veya hizmet ticareti gibi işlemlerde bulunacağını içeren bir madde yer almamalıdır.

- Şirketin aldığı vadesi ne olursa olsun faizli kredinin toplamı tüm hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin %30'unu aşmamalıdır. Esas itibariyle uygun olan faizli kredi almanın meşru olmadığıdır.
- Şirketin faiz geliri elde etmek için konvansiyonel bankalardaki vadeli hesaplara yatırdığı mevduat toplamı tüm hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin %30'unu aşmamalıdır.
- Şirketin fihhi olarak meşru olmayan işlemlerden elde ettiği gelir, toplam gelirinin %5'ini aşmamalıdır.
- Sınırları verilen oranların tespitinde şirketin en son bilançosuna bakılmakta veya uzman bir mali müşavirlik/muhasebe kurumuna müracaat edilmektedir.
- Şirketin yasaklı faaliyetlerden elde edilen gelirlerinden hisse senedi başına düşen kazancın, mahzurlu gelir oranı esas alınarak aşağıda açıklanan yöntemler doğrultusunda elden çıkarılması gerekir. Caiz olmayan faaliyet ve işlemlerden şirketin arınması gereklidir ama bu işlemi yaparken hileli durumlara bulaşılmaması önemlidir. AAOIFI, şirketin ana faaliyetleri İslâmi usullere uygun ama bazı konularda faaliyetlere caiz olmayan faaliyetlerden bir gelir söz konusu oluyorsa belli oranlar çerçevesinde arındırılmasını caiz olarak kabul etmektedir.

Yukarıda belirtildiği üzere şirket ana faaliyet konusu İslâmi uygunluğa sahip olsa da uygunsuz geliri olan şirketler için bazı istisnalar getirilmiştir. Bu istisnalar, bazı finansal oranlar için belirlenmiş eşik değerleri aşmayan şirketlerin de İslâmi uygunluğa sahip şirket kategorisinde değerlendirmelerini olanaklı kılmıştır. Dolayısıyla İslâmi uygunluğa sahip firmaların belirlenmesinde kabaca iki aşama olduğu anlaşılmaktadır. İlk aşama şirket ana faaliyet konusu ile ilgili olan sektörel tarama, diğer aşama ise şirketin finansal oranları ile ilgili olan finansal oran taramasıdır (Dede, 2017, s. 127).

İSLÂMÎ HİSSE SENETLERİNDE TARAMA / FİLTRELEME VE TEKNİKLERİ

İslâmi endeksler, İslam hukukunun kendine özgü niteliğine göre yapılandırılmıştır ve çok sayıda firmayı İslâmi gereklilikler açısından filtrelemektedir (Çürük, 2018, s. 51). Endeksler oluşturulurken, faaliyet alanları ve çeşitli finansal oranlara göre filtreleme işlemi uygulanmaktadır. Şirketin İslâm dini tarafından faaliyette bulunulması yasaklanmış alanlarda faaliyet göstermesi halinde İslâmi hisse senedi endeksi içerisinde yer alamamaktadır (Güçlü, 2019, s. 1067). Ayrıca İslâmi endeksler, büyük miktarlarda faiz ödeyen veya alan firmaları (nakit mevcudundan veya kaldıraçtan ötürü) hariç tutmaktadır. Kriterleri sağlayan şirketler listeye alındıktan sonra periyodik olarak filtremeler tekrarlanmaktadır (Çürük, 2018, s. 51). Üç veya altı aylık sürelerde gerçekleştirilecek olan denetim ve gözden geçirme süreçleri sayesinde,

endeks sağlayıcı kurum, şirketlerden herhangi birinin izleme kriterlerine uymadığı tespit ederse, bu şirketleri endeksten çıkarmaktadır (Çürük, 2018, s. 56).

Yatırım yapmadan önce bir hisse senedinin taranması ihtiyacı, Müslümanların yasaklanan faaliyet ve yatırıma asla katılmaması gerektiğini bildiren Şeriat ilkelerinden kaynaklanmaktadır. Hisse senedi yatırım dünyasında, Şeriata uygun yatırımlar, seçim yapılmadan önce hisse senetlerinin belirli niteliksel ve niceliksel kriterlere göre tarandığı sosyal açıdan sorumlu yatırımlar (SRI) veya etik yatırımlar doğrultusunda değerlendirilebilir (Shofawati, 2018, s. 1142). Bütün bu tarama ve tanımlamalar, Şeriat âlimleri tarafından çerçevesi çizilen bir dizi nitel ve nicel taramalar uygulanarak elde edilmektedir (Ulrich Derigs ve Marzban, 2008, s. 286). Hisse senetleri belirli bir strateji doğrultusunda filtrelenmekte ve sonrasında tüm hisse senetleri evreni belirli yatırım stratejisine uyan daha az sayıda hisse senedine indirgenmektedir (Camgöz, 2018, s. 50). Nihayetinde yatırımcıların ve İslâmî finansal kurumların yatırım yapabileceği hisse senetleri evreni belirlenmiş olmaktadır.

Dünya’da faaliyet gösteren endeks sağlayıcıları bazen kendi bünyelerinde oluşturdukları fetva kurullarına danışmakta, bazen de başka bir kurumdan danışmanlık hizmeti almaktadırlar. Dow Jones ve MSCI kendi bünyesi içinde fıkıh uzmanlarından oluşan bağımsız bir fetva kuruluna sahiptir. FTSE RUSSEL, S&P Global ve ZP ise fikhi danışmanlık hizmetleri için Yasaar Ltd., Ratings Intelligence Partners ve ISFA gibi kendi bünyeleri içinde fıkıh uzmanları bulunduran farklı kurumlardan hizmet almaktadır (Camgöz, 2018, s. 53).

A. Niteliksel Filtreleme (Sektörel Tarama)

Faaliyet alanına yönelik taramada, şirketlerin ana faaliyet alanlarının İslâmî uygunluğu incelenir. Şirketin ana faaliyet konusu uygunsuz kabul edilen ticari faaliyetlerden oluşuyorsa şirket dışlanır ve elenir. Ayrıca şirketin ana faaliyet konusu uygun bulunmayan faaliyetler dışında olsa bile, uygun olmayan gelir elde ediyorsa firma dışlanır (Buğan, 2019, s. 49). Şeriat, alkol ve domuz eti tüketimi gibi Müslümanlar için izin verilmeyen bazı hususları açıkça tanımlamaktadır ve bu nedenle, uyumlu şirketlerin bu tür faaliyetlerden kısmen de olsa kazanç elde etmeye katılmalarına izin verilmemektedir (Ulrich Derigs ve Marzban, 2008, s. 3). Tüm endeks metodolojilerinde özellikle belirtilen uygunsuz faaliyetler, alkol üretimi ve satışı, faiz tabanlı konvansiyonel finansal hizmetler, domuz yetiştiriciliği, tütün üretimi ve satışı, kumar, vadeli altın ve gümüş alım-satımı, müstehcen içerik barındıran reklamcılık ve yayıncılıktır. Şirketin bu alanların birinde faaliyet göstermemesine rağmen bağlı oldukları iş ortaklıkları ve iştirakleri uygun olmayan alanlardan birinde faaliyet gösteriyor ise şirket İslâmî hisse endeksi

içerisinde yer alamamaktadır (Buğan, 2019, s. 49). Bu şirketlerin faaliyetlerinden elde edilen gelirler de iştirak oranları dikkate alınmak suretiyle hesaplamalarda dikkate alınmaktadır. Eğer bir şirketin yasak faaliyetlerinin olduğu biliniyor ancak resmi veya doğrulanabilir kaynaklara göre gelir ayrıştırması yapılması mümkün olmuyor ise şirketten doğrudan alınan bilgiye dayanarak bir değer veya aralık bulunmaktadır. Eğer bu bulunan değer veya değer aralığı ile şirket gerekli finansal oranları sağlamıyorsa veya sağladığına dair yeterli bilgiye ulaşmak mümkün olmuyor ise şirket hisseleri alım-satıma konu edilememektedir (Dede, 2017, s. 131).

Sektörel izleme aşamasındaki en önemli işlemlerden birisi işletmelerin ana faaliyet alanlarının tespit edilmesidir. Bu alanların belirlenmesinde kabul edilmiş genel bir metodoloji bulunmamaktadır. Özellikle büyük endeks sağlayıcılar kendi geliştirdikleri metodolojiyi kullanmaktadırlar. Bu metodolojilerden en detaylı hazırlanmış olanı MSCI tarafından kullanılan GICS (The Global Industry Classification Standard) standardıdır. Bu standartta her bir şirket faaliyet alanına uygun düşen bir kod almaktadır. Bu kod şirketin elde ettiği kazançlar ve piyasada oluşturduğu algı dikkate alınarak belirlenmektedir. DJ ve S&P Global ise kendi geliştirmiş oldukları başka bir endüstriyel sınıflandırma sistemini kullanmaktadırlar. Türkiye’de BMD (Bizim Menkul Değerler) ve ZP (Ziraat Portföy) ise sektörel izleme aşamasında ele aldıkları şirketlerin faaliyet alanının tespit edilmesinde ilgili şirketin ana sözleşmesini dikkate almaktadır (Camgöz, 2018, s. 62).

Tablo 2’de Dünya’da faaliyet gösteren en büyük endeksler ve Türkiye’de Katılım Endeksi’nde faaliyet alanlarının uygunluğu gösterilmiştir.

Tablo 2.

Bazı Endekslerde Yasak Faaliyetlerin Durumu

Sektör veya Faaliyet Alanı	Dow Jones	FTSE Russel	MSCI	Standart & Poor’s Global	SAC Malezya	Katılım Endeksleri
Alkollü İçecekler	x	x	x	x	x	x
Tütün Mamulleri	x	x	x	x	x	x
Domuz Ürünleri	x	x	x	x	x	x
Konvansiyonel Finansal Hizmetler	x	x	x	x	x	x
Silah ve Savunma Sanayi	x	x	x	n/a	n/a	x
Kumarhâne, Gazino ve Şans Oyunları	x	x	x	x	x	x
Müzik	x	x	x	n/a	X’	X^
Otelcilik	x	x	x	n/a	n/a	X^
Sinema	x	x	x	n/a	X’	X^

Muzır Neşriyat	x	x	x	x	X'	X^
Reklamcılık ve Medya	n/a	n/a	n/a	X*	n/a	x
Klonlama	n/a	n/a	n/a	x	n/a	n/a
Vadeli Altın ve Gümüş Ticareti	n/a	n/a	n/a	x	n/a	x

*Gelirlerinin %65'inden fazlasını GCC ülkelerinden sağlayan şirketler, haber ve spor kanalları, gazeteler istisna

^Katılım endeksleri metodolojisinde turizm ve eğlence olarak belirtilmektedir

'Caiz olmayan eğlence

Kaynak: Camgöz M. (2018), s. 60

B. Niceliksel Filtreleme (Finansal Tarama)

Niteliksel ekranlar uygulanarak varlık evreni küçültüldükten sonra, ikinci adımda, bir dizi nicel veya finansal tarama uygulanmaktadır. Bu aşama, endeks sağlayıcılar tarafından kullanılan farklı finansal tarama yöntemleri arasında dikkate değer farklılıklar bulunduğu için en tartışmalı kısımdır (Ulrich Derigs ve Marzban, 2008, s. 3). Finansal veya niceliksel tarama aşamasında genelde faizli borçlar, ticari alacaklar ve faiz getirili menkul kıymetler gibi üç bilanço/gelir tablosu rasyosu üzerinde durulmaktadır.

Bu aşamada, elde kalan şirketlerin belirli bazı finansal oranları için belirlenmiş eşik değerleri aşp aşmadığı kontrol edilmektedir (Buğan, 2019, s. 49). Niteliksel taramanın yanı sıra nicel taramanın kullanılmasının nedeni, Şeriatın faiz karşılığı alım satım faaliyetlerine katılmayı yasaklaması ve bu nedenle şirketlerin bu tür uygulamalara ne kadar derinlemesine dâhil olduklarını analiz etmek gerektiğidir. Burada faize katılım, şirketin ne kadar faize dayalı gelir elde ettiği ve şirketin borcu için ne kadar faiz ödediği ile ölçülür. İslâm'da paranın kendisi para karşılığı alımıp satılabilecek bir varlık olmadığından, bir şirketin nakit ve nakit benzerlerinin seviyesi ölçülmeli ve izin verilen maksimum eşikle karşılaştırılmalıdır. Şeriat âlimleri bu tür durumları daha fazla çıkmaz haline getirmemek için farklı Şeriat kaynaklarını kullanmış, bu da İslâmî bir perspektiften kabul edilebilir faiz miktarını sınırlayan eşiklerin tanımlanmasına ve bu Şeriat dışı kazançlarla ne yapılacağına dair çözümler oluşturmaya yol açmıştır. Kur'an-ı Kerim ve hadis, finansal analiz için hangi eşğin kabul edilebilir olduğunu açıkça belirtmemektedir. Tanımlanan eşikler, doğrudan sermaye piyasalarıyla ilgili olmayan İctihat ve Şeriat yorumlarına dayandığından, bilim adamlarının nicel kriterlerini belirlemek için kullanabilecekleri bir dereceye kadar özgürlük alanları vardır (Ulrich Derigs ve Marzban, 2008, s. 287).

Şirketlerin faiz gibi uyumsuz faaliyetlere ne ölçüde dâhil olduklarını ölçmek için, ilgili şirketler tarafından yayınlanan mali tablolar kullanılarak kapsamlı bir mali analiz

yapılmaktadır. Çoğu ülkede şirketler yıllık, altı aylık veya en fazla üç aylık bazda finansal sonuçları yayınlamak zorunda olduklarından, tarama süreci ve uyum süresi tanımı büyük ölçüde yayınlanan raporların sıklığına bağlıdır. Nicel tarama ekranları izin verilen maksimum eşik seviyesiyle şirketin mali rasyolarını karşılaştırır. Bu oranlar, bir yatırımın likidite, faiz, borç ve izin verilmeyen gelir gibi farklı yönlerine odaklanır (Ulrich Derigs ve Marzban, 2008, s. 288).

1. Borç Düzeyi

İşletmeler, konvansiyonel finansal enstrümanlarla kısa ve uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak için borçlanmakta ve bu borçlar için ödedikleri faiz İslâmî prensipleri ihlal etmektedir. İslâm âlimleri, konvansiyonel borç seviyesinin sıfır olarak belirlenmesinin yatırım alternatiflerini oldukça azaltacağından, belirli bir eşiğin altında kalan faizli borcu olan şirketleri yatırım yapılabilir olarak kabul etmişlerdir. İslâmî kurullar tarafından yapılan fetvalarda ve bu doğrultuda geliştirilen çeşitli yaklaşımlara göre bir şirketin toplam varlıkları veya piyasa değerinin %25'inden %33'üne kadar olan faizli borçları uygun görülebilmektedir (Camgöz, 2018, s. 56). Sadece faiz almak değil, aynı zamanda faiz ödemesi de yasak olduğundan, borç için faiz ödemelerinin seviyesi de ölçülür ve bir eşik seviyesi ile sınırlandırılır. Katılım bankalarından kullanılan kredilerin bu hesaplama dahil edilmemesi için bilanço dipnotlarında belirtilmesi gereklidir. Ticari alacaklarda veya borçlarda faiz uygulanıp uygulanmadığının bilançolardan anlaşılmasının zor olması nedeniyle faizli tutarın hesaplanmasında dikkate alınmaz (Dede, 2017, s. 130).

Piyasa değeri yerine aktif toplamının (Toplam faizli krediler / Aktif toplam <%30) kullanıldığı faizli borçlar oranı hesaplaması bir AAOIFI kriteri olmamakla birlikte bazı endeks sağlayıcılar tarafından kullanılmaktadır. Bunun nedeni, işletmelerin aktif değerinin, piyasa değeri gibi çok sık ve yüksek oranlarda değişmemesi ve dolayısıyla bu oranın piyasa değeri oranına göre daha istikrarlı olduğu ifade edilmektedir. Bir diğer önemli husus “borçlar/piyasa değeri” oranı hisse senedi piyasası yükseldikçe veya düştükçe endekse girecek hisse senedi adedinin sürekli değişmesidir. Bu durum alım-satım işlemlerinde müşteriler ve firmalar açısından veya faizsiz finans sistemi için sorun teşkil edebilmektedir. Kriterlere uygun olup alım-satım konu olan şirketin, kısa bir süre sonra alım-satım konu olamaması, şirketin faaliyeti ile ilgili değil şirket hisse senedi fiyatının değişmesinden kaynaklı bir durumdur. İlâveten faizsiz finans ilkelerine uygun finansal kiralama (leasing) kredileri, faizli kredilerin toplamına dâhil edilmemektedir. Bunlar İslâmî danışma kurulları tarafından kira ödemesi olarak kabul edilmektedir (Dede, 2017, s. 130).

2. Likit Seviye Filtreleme

AAOIFI likidite seviyesine önem vermekte, maddi duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payının %30'un altında olmamasını uygun görmektedir (Camgöz, 2018, s. 57). İslâmi kurullar İslâmi finans ekosisteminde yatırımcıların katılımını artırıp kolaylaştırmak ve sermaye piyasalarına girişi kolaylaştırmak için nakdi varlıklar ve ticari alacaklar üzerinde birtakım eşik değerler geliştirmiştir. İslâmi danışma kurullarının görüşlerine bağlı olarak nakit ve benzeri varlıklar ile ticari alacakların toplam varlıklar içindeki payının %30-%50 oranını geçmemesi kabul edilir görüştür. İslâmi finans prensiplere göre varlıklarının çoğunluğu nakit ve benzeri varlıklardan meydana gelen bir şirketin hisse senetlerinin iskontolu veya primli alınıp satılması uygun değildir.

Hazır varlıklar dönen varlık unsurlarıdır ve nakit ve nakit benzerlerini, kısa vadeli yatırımları ve alacak hesaplarını içermektedir. Geleneksel analistler için, likidite oranının yüksek olması, şirketin kısa vadeli finansal yükümlülüklerini daha düşük oranlı bir şirketten daha kolay karşılayabildiğini gösteren genellikle olumlu bir sinyaldir. Ancak Şeriat perspektifinden getiri yalnızca nakit olmayan varlıklardan elde edilmesi gerektiğinden, İslâmi kaidelere uyumlu bir şirketin varlıkları büyük ölçüde nakit olmayan formda olmalıdır. Alacak hesapları, nakit ve kısa vadeli yatırımların toplamı, bir şirketin toplam varlıklarının yüzde 50'sinden fazlasını temsil etmemelidir (Ulrich Derigs ve Marzban, 2008, s. 288).

İşletmeler enflasyon oranının yüksek olması durumunda kasalarındaki nakitleri borç vermek ya da âtil vaziyette tutmak yerine bankalarda repo, fon gibi kısa vadeli sermaye piyasası yatırım araçlarında veya kısa vadeli mevduat olarak değerlendirmektedirler. Böyle bir ekonomik ortamda firmalar faiz geliri elde etmeye yönelmektedir. Bu durumda uygun firma sayısı çok düşük sayılarda kalabilmektedir (Dede, 2017, s. 129).

3. Faiz Geliri Düzeyi

Şirketler, nakit varlıklarından veya devlet tahvili, finansman bonusu, imtiyazlı hisse senedi gibi menkul kıymetlerden faiz geliri elde edebilmektedir. Yatırım evrenini daraltmamak adına İslâm âlimleri İslâmî yatırıma uygun bir şirketin elde ettiği faiz gelirlerinin toplam gelirlere oranının %5 eşiğini geçmemesi gerektiğine hükmetmişlerdir. Faizden elde edilen kazançlara izin verilmemesine rağmen tüm şirketler bankalarla iş birliği yaptığı ve bu ilişki faiz getirebileceği için, İslâm âlimleri faizin ne ölçüde izin verildiğini gösteren eşikler belirlemişlerdir. Faiz geliri, faiz geliri miktarının veya faiz geliri yaratabilecek likit varlıkların (nakit ve kısa vadeli yatırımlar) sınırlandırılmasıyla iki farklı şekilde yapılabilmektedir (Ulrich

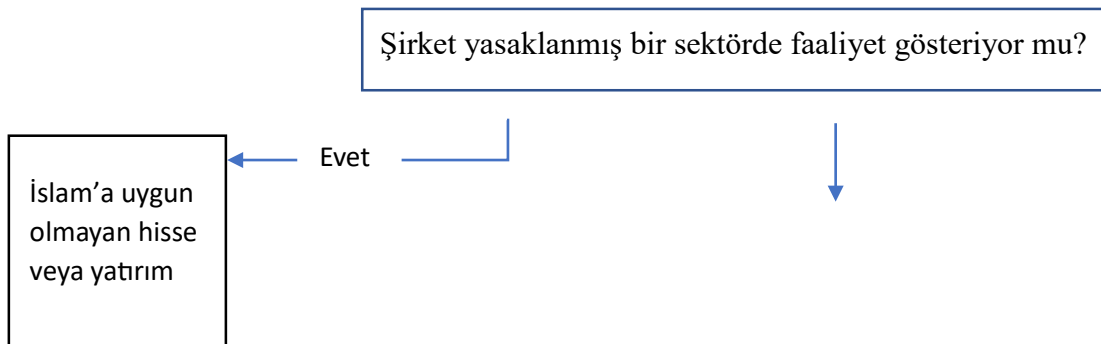
Derigs ve Marzban, 2008, s. 289). Bu oranlar tabii olarak faizsiz finans ilkelerine uygun şirketlerin mali açıdan da güçlü şirketler olması sonucunu doğurmaktadır (Dede, 2017, s. 130).

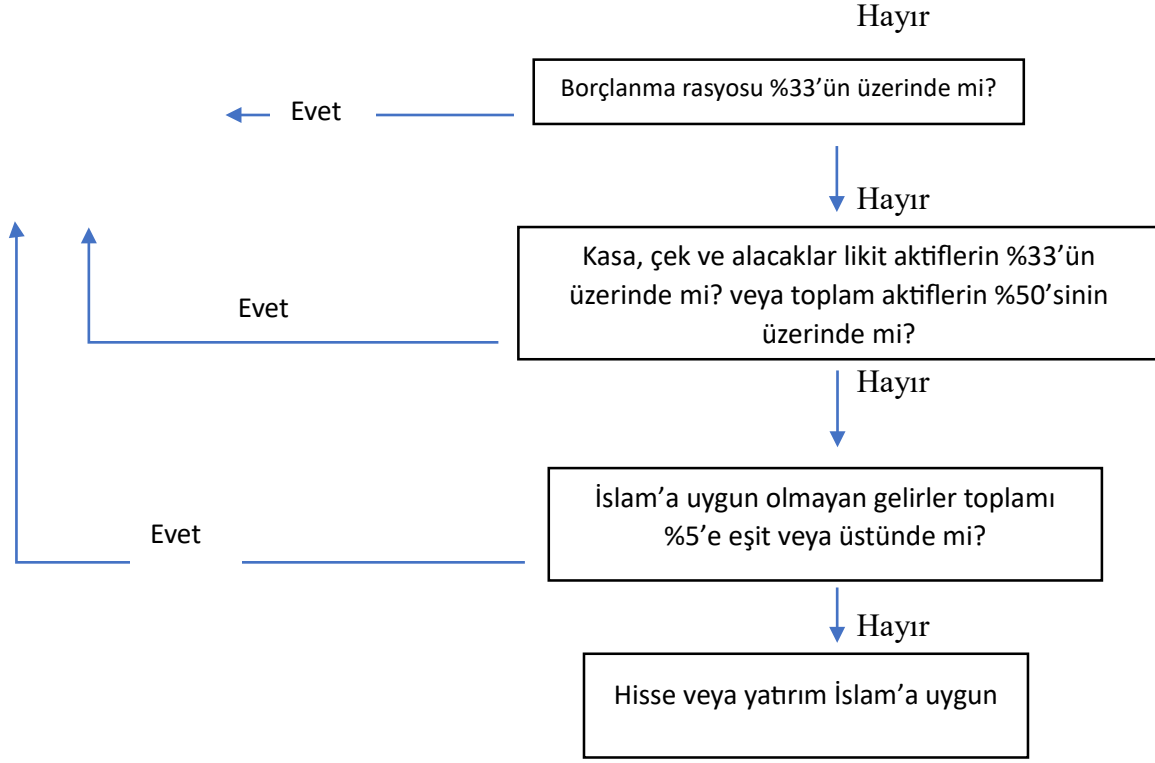
4. Caiz Olmayan Gelir Düzeyi

Daha önce belirtildiği gibi İslâmi açıdan caiz olmayan sektörlerde faaliyet gösteren şirketler, nitel tarama esnasında dışlanmakta ve elenmektedir. Ancak günümüz ticari hayatında işletmeler farklı üretim sahalarında faaliyet gösterebilmekte, hizmet alanlarını çeşitlendirmektedirler. Bu nedendir ki hisse senedi piyasalarında işlem gören şirketler İslâmi olarak kabul gören faaliyet alanlarının yanında caiz görülmeyen iş sahalarından da gelir elde edebilmektedir. Bu nedenle yatırım yapılabilir evreni çok daraltmamak adına, danışma kurulları İslâmi olarak kabul gören sektörlerle birlikte yasak kabul edilen iş sahalarından da gelir elde eden şirketleri caiz görülmeyen gelirleri toplam gelirlerinin %5'inin geçmediği sürece yatırım yapılabilir olarak kabul etmektedir (Camgöz, 2018, s. 57).

Toplam gelirler, şirketin satış gelirleri, faiz gelirleri, diğer faaliyet gelirleri ve esas faaliyet dışı finansal gelirlerini içermektedir. Caiz olmayan satış geliri de faiz geliri üzerine eklenip %5'i aşması halinde alım-satım listesinden çıkartılmaktadır. Bu kıstasları sağlamayan şirketler hisse senetleri alım-satıma konu edilememektedir (Ulrich Derigs ve Marzban, 2008, s. 289).

Aşağıda Şekil 1'de İslâmi hisse senetlerinin tarama ve filtreleme döngüsü yer almaktadır.





Şekil 1. İslâmi hisse senetleri tarama ve filtreleme döngüsü
Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 3'te Dünya'da faaliyet gösteren en büyük İslâmi endeks sağlayıcıların ve Katılım Endeksinin finansal tarama kriterleri bulunmaktadır.

Tablo 3.
Bazı Endekslerin Finansal Tarama Rasyoları

	DJIM	FTSE	S&P	MSCI	MEEZAN	SCA	KATILIM ENDEKSİ
LİKİDİTE RASYOLARI							
Alacaklar/ Aktif Piyasa Değeri	33%		49%				

Alacaklar + Nakit ve benzerleri / Toplam Aktifler		50%				33%	
Alacaklar / Toplam Aktifler				70%			
Alacaklar + Nakit ve benzerleri + Kısa Vadeli Yatırımlar / Toplam Aktifler					80%		
FAİZ RASYOLARI							
Toplam Faiz Gelir ve Harcamaları / Toplam Gelir		5%			5%	5%	
Nakit ve benzerleri + Kısa Vadeli Yatırımlar / Aktif Piyasa Değeri	33%		33%				30%
Nakit ve benzerleri + Kısa Vadeli Yatırımlar / Toplam Aktifler		33%		33,33%			
Kısa ve Uzun Vadeli Yatırımlar / Toplam Aktifler					33%		
Alacaklar + Nakit ve benzerleri + Kısa ve Uzun Vadeli Yatırımlar / Toplam Aktifler					30%		
Alacaklar + Nakit ve benzerleri + Kısa ve Uzun Vadeli Yatırımlar / Aktif Piyasa Değeri					30%		
BORÇ RASYOLARI							
Toplam Borçlar / Toplam Aktifler		33%		33,33%	40%	33%	30%
Toplam Borçlar /Aktif Piyasa Değeri	33%		33%				
YASAK FAALİYET GELİRİ							
Faiz Hariç Yasak Faaliyet Geliri / Toplam Gelir		5%	5%		5%		
Faiz Dahil Yasak Faaliyet Geliri / Toplam Gelir							5%

Kaynak: Çonkar, M. K., Canbaz, M. F. ve Öztürk, D. (2019)'den yararlanılarak Yazar tarafından oluşturulmuştur.

ARINDIRMA (PURIFICATION)

İslâm'da dini inançlara dayalı hisse senetlerine yatırım felsefesi, tüm yatırımların Şeriata uygun olması gerektiği ve kalan kirlenmiş (haram) unsurların saflaştırılması gerektiğini içerir. Arındırma, izin verilmeyen gelirlerden kurtulmaktır ve tarama ve yatırım sürecini tamamlar. Karma faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmak istisna hükmündedir ve caiz görülmeyen işlemlere izin verilmez. Kazanılan gelir, izin verilmeyen faaliyetlerden elde edilen gelirden arındırılmalıdır (Gamaleldin, 2015, s. 2). Bazı işletmeler belirli derecede İslâm tarafından uygun görülmeyen ürün ve hizmetlerden gelir elde etmeleri durumunda toplam gelirlerinin arındırılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Eğer söz konusu gelirler İslâmi danışma kurulları tarafından belirlenmiş eşik değerleri aşmıyorsa bu gelirler arındırılmalıdır. Başka bir deyişle arındırma işlemini gerektiren olgu hâlihazırda uygulanan izleme tekniklerinin belirli

derecede de olsa İslâm dinine göre haram sayılan gelir unsurlarını barındırıyor olmasıdır (Camgöz, 2018, s. 57).

Arındırma genellikle geleneksel sabit mevduatlar üzerindeki faiz gibi kabul edilemez gelir söz konusu olduğunda, sermayenin bir kısmının geleneksel finans kurumlarından alınan kredi ile karşılanması ve Şeriata uygun olmayan diğer faaliyetlerden gelir elde edildiğinde yapılır. Yasak faaliyetlerden elde edilen bu gelirler, hayır kurumlarına bağışlanarak toplam gelir veya kârdan ayrılmalıdır. Şeriat yatırım ilkeleri, arındırılacak kısmın hissedarlara ödenen temettüden düşülmesi ve hayır kurumlarına bağışlanması gerektiğini savunur.

Arındırma, kâr payı arındırması ve haram gelir arındırması olarak yapılır. Kâr payının arındırılmasında yasak faaliyetlerden elde edilen gelirlerin toplam gelirler içindeki payı hesaplanır ve kâr payı ile çarpılır. Böylece sadaka olarak verilecek miktar hesaplanır. Haram gelir arındırılması yaparken ise yasak faaliyetlerden elde edilen gelirler toplam hisse senedi sayısına bölünür. Bulunan oran hisse senedi sayısı ile çarpılarak arındırılacak tutar bulunmuş olur (Camgöz, 2018, s. 57).

Arındırılması gereken gelir miktarının hesaplanması oldukça zordur. Bu noktadaki temel problem elde edilen gelirin içeriğindeki haram unsurlardan kaynaklanan miktarın tespit edilmesidir (Camgöz, 2018, s. 58). Kâr payı arındırma işlemi veya temettü saflaştırma yöntemi AAOIFI standartlarına göre toplam saf olmayan gelir, şirketin toplam hisse adedine bölünmesi şeklinde hesaplanmaktadır. Fakat İslâmî kurullar sadece hesaplama da değil, neyin nasıl arındırılacağı konularında da farklı görüşler ileri sürmektedir. Bunlardan birincisi, faiz getiren kredilerden elde edilen gelirin, izin verilemez gelire dâhil edilmesi ve kredilerin sermaye yapısına katkısı ile orantılı olarak saflaştırılması gerektiğidir. Bu görüşün savunucuları, faiz getiren kredi sözleşmesinin geçersiz bir sözleşme olduğunu ve kredinin izin verilmeyeceğini ve dolayısıyla ondan kazanılan paranın da kabul edilemez olduğunu savunmaktadır. İkincisi, gelirin sermaye ve emekten elde edildiğini ve dolayısıyla faiz getiren kaynaklardan elde edilen gelirin yalnızca %50'sinin saflaştırılması gerektiğidir (emek faktörü tarafından üretilen gelir payının izin verilebilir olduğu düşünülür). Üçüncüsü, net kâr ile faiz oranı karşılaştırılıp, net kâr faizden fazla ise hissedarın net kâr getirisi ile borçlanma faiz oranı arasındaki farkı arındırması gerektiğini, aksi takdirde arınma gerekmediğini ileri sürülmektedir. İlâveten mevduattan veya diğer faize dayalı araçlardan kazanılan faiz tamamen elden çıkarılmalıdır. İzin verilmeyen gelirin saflaştırılması, elde edilen izin verilmeyen gelir miktarına göre şirket net kâr elde etmemiş olsa dahi gerçekleşmelidir. Temettü alındıktan sonra izin verilmeyen gelirin toplam gelir oranına göre hesaplanması ve alınan temettülerin elden çıkarılması gerekmektedir.

Dördüncüsü, hisse senetleri alım satım amaçlı tutulmuşsa, şirketin elde tutma süresinden kazandığı faizin hisse senedi fiyatının bir yüzdesi olarak elden çıkarılması gerekmektedir. Hisse senetleri satın alındıktan sonra aynı gün satılırsa, kimi bilim adamları arındırmanın gerek olmadığını, kimileri de mali yılın başlangıcından satış gününe kadar olan süre için arındırmanın gerekli olduğunu savunmaktadır (Manan, 2019, s. 11).

Bazı indeks sağlayıcıları arındırma yöntemini uygularken bir kısmı uygulamamaktadır (Saiti ve Ahmad, 2017, s. 134). Aşağıda Tablo 4'te Dünya'da faaliyet gösteren önemli indeks sağlayıcıların arındırma kriterleri ve AAOIFI standardı bulunmaktadır.

Tablo 4.
Bazı Endekslerin Kâr Payı ve Arındırma Normları

ENDEKS	KÂR PAYI VE GELİR ARINDIRMA NORMLARI
DJIM	Yok
MEEZAN	Yok
SAC	Yok
FTSE	Yatırımcının Tarafından %5 Kâr Payı Arındırması
S&P	Kâr Payı * (Yasak Faaliyetlerden Gelir / Toplam Gelir)
MSCI	Yasak Faaliyet Gelirinin Toplam Gelire Oranı Ölçüsünde Temettüden Arındırma
AAOIFI	Toplam Yasaklanmış Gelir Şirketin İhraç Edilen Hisse Sayısına Bölünür ve Yatırımcının Sahip Olduğu Hisse Sayısıyla Çarpılır. Hesaplanan Tutar Arındırılır.

Kaynak: Endeks sağlayıcıların metodolojilerinden yararlanarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

TARAMA KRİTERLERİNDE MALEZYA YAKLAŞIMI

Malezya, İslâmi finansın ve İslâmi finans mühendisliğinin en gelişmiş olduğu ülkedir. Konvansiyonel sistemden pay almak için şartların mümkün olduğu kadar zorlandığı, İslâmi finans kural ve kaidelerinin olabildiğince yumuşatıldığı bir İslâmi finans sistemine sahiptir. 2013 yılı öncesi daha yumuşak olan bazı düzenlemeler uluslararası yatırımcıların beklentileri ve İslâmî sermaye piyasalarının gelişmesi neticesinde SAC (Shariah Advisory Council) metodolojisinin revize edilmesine sebep olmuştur. Öncesinde faaliyet alanı ve ilgili diğer kriterleri sağlayan firmalar SAC tarafından İslâmî şirketler listesine dâhil edilmekte ve firmaların caiz olmayan faaliyet alanlarından elde ettiği gelirleri kabul edilmekteydi. Günümüz uygulamasında bu metodolojide nakit varlıklar ve kaldıraç oranıyla ilgili finansal kriterler kullanılmaya başlanmıştır (Camgöz, 2018, s. 64).

Hisse senetlerinin imtiyazlı hisse senedi olması halinde İslâmi yatırım aracı olarak görülmemesi genel kabul görmüş bir kural iken Malezya uygulamasında imtiyazlı hisse

senetleri İslâmî açıdan uygun görülen bir yatırım aracı olarak kabul edilmektedir (Camgöz, 2019, s. 12).

Diğer bir yumuşatma sektörel ve finansal filtrelemede görülür. Genel kabul görmüş izleme metodolojilerinde otel ve eğlence tesisleri filtrelemeden geçemediği halde SAC Malezya otelleri belirli eşik değerlere göre değerlendirerek İslâmî endekslere almaktadır. Ayrıca, Malezya yaklaşımında da faiz veren veya alan şirketler Şeriata uygun yatırımlara hak kazanmazlar. Nitekim bu ana kaidedir. Fakat finansal oran taramasının amacı, kabul edilebilir asgari kaldıraç, alacak ve faiz geliri düzeyine uymayan firmaları dışlamaktır. İşte bu kabul edilebilir asgari kaldıraç kriterleri zaman içinde değiştirilmiş ve geliştirilmiştir. Bir şirket, borç seviyesi, alacaklar veya saf olmayan faiz geliri açısından aşağıdaki kriterleri karşılıyorsa, Şeriata uygun yatırımlar için kabul edilebilir olacaktır (“Shariah Screening and Islamic Equity Indices”, 2020):

- Toplam borçlar (Şeriata uyumlu olmayan) öz sermayenin %33'ünden az olmalıdır;
- Alacak hesapları toplam varlıkların %49'undan az olmalıdır;
- Nakit ve faizli menkul kıymetlerden elde edilen faiz geliri toplam gelirin %5'inden fazla olmamalıdır.
- Caiz görülmeyen sektörlerden elde edilen gelirlerin değerlendirilmesi konusunda SAC Malezya %5 eşik değeri ile birlikte belirli durumlarda %20 eşik değerini kullanmaktadır.

Arındırma konusunda ise yapılan yumuşatmada temettü saflaştırma süreci tamamen yatırımcılara devredilmiştir. Yatırımcılar, yatırımlarının araçlarının durumunu bilmekten ve onu saflaştırmak için kendi inisiyatiflerini kullanmaktan sorumludurlar. Arındırma yöntemi de yatırımcının kendisine bağlıdır (Manan, 2019, s. 12).

Hisse senedi operasyonlarında yumuşatma ise marj hesaplarındadır. İslâmî finasta hisse senetleri işlemlerinde kullanılan marj hesaplarının esasa uygun olmadığı konusunda genel bir görüş birliği olsa da Malezya'da mudâraba akdi çerçevesinde düzenlenen marjlı işlemler görülmektedir (Camgöz, 2019, s. 9).

TARAMA KRİTERLERİNDE ORTADOĞU YAKLAŞIMI

İslâmî finans dünyasının bir bölümü ise daha katı kurallar çerçevesinde faaliyet göstermektedir. Burada referans alınan Şeriat Kurulu, İslâmî finans alanında lider olarak önemli bir öneme sahip olan Suudi merkezli bir İslâmî finans kuruluşu Al Rajhi Bank for Investment Co. 'dur ve en önde gelen İslâmî finans kurumlarından biri olarak kabul edilmektedir. Bu kurumun Şeriat kurulunun yayınladığı ve Ortadoğu merkezli İslâmî finans dünyasının referans

aldığı fetvalar İslâmi finans kurumlarının büyük kısmında ana kaideler olarak kabul edilmektedir.

- Birincisi, Şirketin amaçları yasaklanmış faaliyetlerle uğraşmayı kesinlikle içermemelidir. Bu faaliyetler AAOFI tarafından açık olarak sıralanmıştır.
- İzin verilmeyen faaliyetlerden kaçınarak mevcut faaliyetler ile hayatını sürdüren şirketlerin faaliyet çeşitlendirmesi nedeniyle karma şirketler kurulmasına izin verilmez. Karma şirketlerin mal varlığında bulunan müsaade edilmeyen kısımdan kurtulmalıdır. Hisse senedi sahibi, ilgili mali dönemlerde hisselerin yasak kısmını tasfiye etmelidir. Arınma, krediden elde edilen faydaları ve her ne şekilde olursa olsun, izin verilmeyen geliri içermelidir. Borçlanmadan elde edilen fayda, toplam varlıklar içindeki payına göre hesaplanabilir. Borç alınan kredinin toplam aktiflere oranı %20 ise, temettü dağıtılsın ya da dağıtılmasın net gelirin %10'undan kurtulunmalıdır. Net gelirin olmaması durumunda, arındırmaya gerek yoktur. İzin verilemez gelir elde edilmesi durumunda, net kâr veya net zarar gerçekleşmesine ve temettü dağıtılıp dağıtılmamasına bakılmaksızın izin verilmeyen tüm gelirler arındırılmalıdır. İzin verilmeyen gelirden hiçbir şekilde yararlanılmasına izin verilmemektedir. Hayır amaçlı faaliyetlere bağışlanmalıdır (vergi, sadaka, reklam gibi ödemelerde kullanılmamalıdır)
- Şirketin faiz getirili borçlanması piyasa değeri (defter değerinin altında olmadıkça) oranının %30'unu geçmemelidir (oran toplam aktiflerin %25'i iken revize edilerek %30 olarak değiştirilmiştir).
- Şirketin müsaade edilemeyen gelirlerinin (faiz veya diğerlerinden) toplam gelire oranı %5'i geçmemelidir.
- İzin verilmeyen gelir, hayır amaçlarına bağışlanarak arındırılacaktır.

Bu kurumun Şeriat Kurulu, 1990 yılında, karışık (izin verilen ve izin verilmeyen) operasyonları olan şirketlerin hisse senetlerinin alım-satımı için Şeriat yönergelerine ilişkin zaman içinde geliştirilen önemli bir fetva yayınlamıştır. Fetva, genel sıkıntıya, zorlukların ve halkın ihtiyaçlarının ortadan kaldırılmasına dayanan karma işlemlerde (tutarına bakılmaksızın faiz getiren borçlanmanın yasak olduğunu vurgulayarak) şirketlere alım satım izni vermektedir. Şeriat Kurulu, eşik oranının hukuksal bağlayıcı olduğunu ve gerektiğinde değiştirilebileceğini vurgulamıştır (Gamaleldin, 2015, s. 20)

TARAMA KRİTERLERİNDE STANDART SORUNU

İslâmi hisse senetleri endekslerinde coğrafi ve örfi farklılıklar ve sermaye piyasalarının yapısı nedeniyle farklı tarama yaklaşımlarının benimsendiği görülmektedir. İslâmi kurulların

farklı yaklaşımları, farklı İslâmî standartların oluşmasına ve pratikte ülkelere ve bölgelere göre farklı uygulamalara neden olmaktadır (Buğan, 2019, s. 2). İslâmî hisse senedi izleme kriterlerinde kullanılan gerek nicel gerekse nitel tarama unsurlarında İslâmî kurullar ve İslâm âlimleri bir görüş birliği içinde değildirler. Bu kriterlerin belirlenmesinde genelde İslâmî finans sektörüne sermaye çekmek için yapılan yumuşatıcı çabalar belirleyici rol oynamaktadır. Örneğin Türkiye hem Ortadoğu ekolünden hem de Malezya ekolünden uygulamaları kendi sistemine adapte ederek tek bir ekolü takip etmemektedir. İslâmî hisse senedi izleme metodolojileri uluslararası geçerliliği olan bir kurum veya kurul tarafından onaylanıp denetlenmemekte, farklı endeks sağlayıcıları ve İslâmî finans kurumları farklı fetvalar doğrultusunda kararlar alabilmektedir. Bu durum izleme kriterlerinin tutarlılığının sorgulanmasına neden olmaktadır. Bu farklılıklar aşağıda derlenmeye çalışılmıştır;

- Sektörel tarama konusunda metodolojiler arasında farklılıklar bulunmaktadır. Uygun görülmeyen, yasak olarak kabul edilen ticari faaliyetlere ilaveten silah üretimi, tütün mamullerinin üretilmesi, radyo ve televizyon yayıncılığı gibi medya faaliyetleri, kök hücre çalışmaları gibi konularda birtakım tartışmalar bulunmaktadır (Buğan, 2019, s. 3). MSCI ve FTSE RUSSEL metodolojisinde uygun olmayan faaliyet alanlarına otelcilik ve eğlence sektörü de eklenmektedir. SAC Malezya ise otelleri farklı kriterlerde değerlendirerek İslâmî endekslere almaktadır. S&P Global, BMD (Bizim Menkul Değerler) ve ZP (Ziraat Portföy) vadeli altın ve gümüş ticaretini sektörel taramaya tabi tutmaktadır.
- FTSE RUSSEL, Standart&Poors ve MSCI bünyesinde faaliyet gösteren kendi İslâmî kurullarının benimsediği kriterlere göre izleme yaparken, Nasdaq OMX, AAOIFI tarafından ortaya konan metodolojiyi uygulamaktadır.
- Dow Jones, daha önce bahsedildiği gibi sektörel sınıflandırma metodolojisi kullanmakta ve gayrimenkul, sigorta şirketleri ile bankaları bu sınıflandırma sistemine göre değerlendirmektedir. MSCI ve S&P Global ise bir şirketi İslâmî finans kurumu olarak kabul edebilmek için daha net kriterler belirlemiştir. Bununla birlikte MSCI sektörel izleme aşamasını geçen İslâmî finans kurumlarını finansal izlemeye almazken, S&P Global bu şirketlerin ilgili finansal rasyolarını da incelemektedir. Ziraat Portföy ise İslâmî finans kurumlarını finansal izlemeye tabi tutmakta ve ilgili finansal oranları dikkate almaktadır (Camgöz, 2018, s. 66).
- Finansal oran taramasında hem hesaplama hem de eşik değerler konusunda ciddi farklılıklar olduğu görülmektedir. Şirketlerin likidite, faiz, borç ve caiz görülmeyen faaliyet alanlarından sağladığı gelirlerin kabul edilebilir düzeyi ile ilgili İslâmî finans kurumları,

İslâmî fon ve endekslerin fetva kurulları birbirinden farklı eşik değerler kullanabilmektedir. Bu konuda belli bir standart yoktur. Metodolojiler arasında en sıkı olanlarının DJIM, Azzad ve BM Hijrah olduğu tespit edilmiştir (Catherine S F Ho ve diğerleri, 2016, s. 107).

- Faizin her türlü mutlak olarak yasak olduğu, belirli bir oranının altında veya üstünde olmasının bu gerçeği değiştirmeyeceği ifade edilmekte ise finansal tarama kriterlerinde kullanılan %30 veya %33 eşik değerlerine dayanak olarak miras ile ilgili bir hadisin alınması bazı âlimlere göre üçte bir ölçütü olarak yanlış yorumlanmaktadır (Camgöz, 2018, s. 64).
- Faaliyet alanına yönelik izleme kriterlerinde helal olmayan unsurlardan elde edilen gelir için kullanılan %5 eşik değerinin ise fıkıh kaynaklarında bir dayanağı bulunmamaktadır. Bu kriter fetva kurullarının görüşleri doğrultusunda ortaya çıkmıştır.
- Türkiye’de Katılım endekslerinin, S&P Global ve Dow Jones endekslerinin izleme ve tarama kriterlerinde faiz gelirlerine yönelik vurgu bulunmamaktadır. Metodolojilerinden anlaşıldığı kadarıyla faiz gelirleri uygun görülmeyen diğer gelir kalemleriyle birlikte değerlendirilmektedir.
- Finansal izleme aşamasında kullanılan önemli üç rasyo hesaplanırken payda değerinde piyasa değerinin mi yoksa toplam varlıkların mı kullanılacağı ile ilgili bir görüş ve uygulama birliği de bulunmamaktadır. Dow Jones piyasa değerini kullanırken, MSCI aktif değerini kullanmaktadır. Piyasa değeri hisse senedi fiyatında meydana gelen değişimlere bağlı olarak dalgalandığından sürekli %33 eşik değeri çevresinde oluşabilmekte, eşiği aştığında İslâmî endekslerden çıkartılması gerekebilmektedir. Bu anlamda toplam varlık değeri daha istikrarlı bir değer olsa da sadece bilanço bilgilerine dayandığı için firma ile ilgili bilgileri tam anlamıyla yansıtmamaktadır. Bu soruna çözüm bulmak amacıyla piyasa değeri 12, 24 ve 36 aylık ortalama olarak hesaplanmaktadır (Camgöz, 2018, s. 65).
- S&P Global ve Dow Jones, 2008 finansal krizi sonrasında bazı finansal rasyoların hesaplanmasında bölen değerinin 12 aylık ortalama 24-36 aylık ortalama çıkarmıştır. FTSE Russel, MSCI ve SAC Malezya finansal oranların payda değerinde aktif toplamını kullanırken, diğer tüm endeks sağlayıcılar ilgili şirketin yirmi dört veya otuz altı aylık piyasa değeri ortalamasını kullanmaktadır. Ayrıca Dow Jones yine bölen değerini toplam varlıklar yerine toplam piyasa değeri olarak değiştirmiş ve ticari alacaklar sınırını %45’ten %33’e düşürmüştür (Camgöz, 2018, s. 65).

- Mali tabloların yayımlanması ve benimsenen muhasebe politikaları konusunda da yeknesaklık bulunmamaktadır. Bu durum devamlılığının sağlanmasında önemli bir engel konumundadır.
- Türkiye ve Malezya’da endeks sağlayıcılar finansal izlemede ticari alacaklar kalemini dikkate almamaktadır. FTSE RUSSEL ve S&P Global’in ticari alacaklar ve nakit değerler için eşik değer %49-%50 iken Bizim Menkul Değerler’in borçlar ve faiz getirili menkul değerler için kullandığı eşik %30’dur (Camgöz, 2018, s. 63).
- Saf olmayan gelir bölümünü saflaştırmanın yolu tartışmalı ve öznelidir. İslâmi yatırım kurumları arasında Şeriat tarama kriterlerinde özellikle hoşgörü düzeyi açısından farklılıklar görülmektedir (Manan, 2019, s. 12).

SONUÇ

Bütün Dünya’da İslami hisse senedi piyasaları ve sermaye piyasaları evreni son elli yılda büyük gelişme göstermiştir. İslami finans mühendisleri birçok İslami finans ürününü hayata geçirmiştir. Hisse senetlerine yatırım, aynı zamanda bir ortaklık söz konusu olduğu için İslami kriterlere uygun bir yatırım türüdür. İslami endekslere dahil olacak olan şirketler ise hem faaliyet alanları (niteliksel) üzerinden hem de konvansiyonel finans sistemine bulaşma düzeylerini (niceliksel) ölçen bir takım finansal taramalardan geçmektedir. Bu tarama ve filtreleme metodolojileri endeks sağlayıcıları, ülkeler ve hatta bölgeler arasında farklılık göstermektedir. Malezya, Endonezya gibi Müslümanların yoğun yaşadığı ülkelerde bu metodolojilerde daha ılımlı yaklaşımlar görülmekte iken Ortadoğu ve Körfez ülkelerinde daha katı uygulamalar gözlenmektedir. Türkiye her ikisine de yakın görünmekte ise de bu durum İslami sermaye piyasalarının gelişiminin önünü açmış görünmemektedir. Uygulamada yaşanan bu farklılıklar Müslüman yatırımcıların davranışlarını inceleyen birçok çalışmaya konu edilmiştir.

İslâmi kural ve kaidelerin bire bir benimsendiği hisse senedi piyasalarında yatırım yapılabilir şirketlerin oldukça kısıtlandığı sıkça dile getirilen bir olgudur. Bunun yanında bu evreni genişletmek için özellikle Güney Doğu Asya Müslüman ülkelerinin metodolojileri de eleştiri konusu olmaktadır. İslami sermaye piyasalarında fıkhi ve ilmi görüş bildiren birçok danışma kurulunun varlığı da burada farklı yorum ve uygulamaların varlığını tetiklemektedir. Geniş katılımlı üst bir Danışma kurulunun oluşturulması İslami finans dünyasının önemli

beklentilerinden biridir. İslami finans dünyasının konvansiyonel sistem içinde kendine alan açarak güç kazanması sorunların çözümü için de gerekli bir süreç olarak görünmektedir.

KAYNAKÇA

- AAOIFI. (2015). *Faizsiz Finans Standartları. Faizsiz Finans Kuruluşları Muhasebe ve Denetleme Kurumu* (C. 1314).
- Ashraf, D. (2016). Does Shari'ah Screening Cause Abnormal Returns? Empirical Evidence from Islamic Equity Indices. *Journal of Business Ethics*, 134(2), 209-228. doi:10.1007/s10551-014-2422-2
- Binmahfouz, S. ve Kabir Hassan, M. (2013). Sustainable and socially responsible investing: Does Islamic investing make a difference? *Humanomics*, 29(3), 164-186. doi:10.1108/H-07-2013-0043
- Bousalam, I. ve Hamzaoui, M. (2016). Impact of ethical screening on risk and returns: The case of constructed Moroccan Islamic stock indices. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 24(3), 268-291. doi:10.1108/JFRC-01-2016-0002
- Buğan, M. F. (2019). *İslami Hisse Senedi Piyasası* (1.Edition.). Ankara: Nobel Bilimsel Eserler.
- Camgöz, M. (2015). İslami Endekslerin Çeşitlendirme Düzeyi Üzerine Bir İnceleme. *Efil Journal*, 1(2), 132-151.
- Camgöz, M. (2018). İslami Hisse Senedi İzleme Teknikleri: Tasviri Bir Yaklaşım. *Bilimevi İktisat Dergisi*, 1(1), 50-68.
- Camgöz, M. (2019). Sermaye Piyasasında İslami İlkeler: Seçilmiş Finansal Varlıklar ve Operasyonel İşlemler Üzerine Bir İnceleme. *Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(2), 1-11.
- Çürük, S. A. (2013). *İslami Finansın Türkiye'deki Gelişimi, Mevcut Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. Doktora Tezi, Selçuk Üniversitesi.
- Çürük, S. A. (2018). Sermaye Piyasalarında İslami Endekslerin Kullanımı; Borsa İstanbul Örneği. *Turkish Studies Economics, Finance and Politics*, 13(22). doi:10.7827/TurkishStudies.13769
- Dede, K. (2017). *Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları*. İstanbul: Türkiye Katılım Bankaları Birliği.
- Derigs, U ve Marzban, S. (2008). Review and analysis of current Shariah-compliant equity screening practices. *International Journal of Islamic and Middle* doi:10.1108/17538390810919600
- Derigs, Ulrich ve 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. doi:10.1108/17538390810919600
- El Khamlichi, A., Sarkar, K., Arouri, M. ve Teulon, F. (2014). Are Islamic equity indices more efficient than their conventional counterparts? Evidence from major global index families. *Journal of Applied Business Research*, 30(4), 1137-1150. doi:10.19030/jabr.v30i4.8660
- Ersoy, M., Çatıkkaş, Ö. ve Yatmaz, A. (2018). İslami Muhasebenin Geleneksel Muhasebe ile Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi. *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi*, 4(1), 96-110. doi:10.25272/j.2149-8407.2018.4.1.06

- Gamaleldin, F. (2015). *Shariah-Compliant Stocks Screening and Purification*. Doktora Tezi, University of Liverpool.
- Girard, E. ve Hassan, M. K. (2010). Faith-Based Ethical Investing : The Case of Dow Jones Islamic Indexes. *Islamic Economic Studies*, 17(2).
- Güçlü, F. (2019). Katılım30 Endeksinin Zamanla Değişen Betası. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 0-2. doi:10.18092/ulikidince.515150
- Hassan, A. (2005). Impact of ethical screening on investment performance: the case of the Dow Jones Islamic Index. *Islamic Economic Studies*.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3161392 adresinden erişildi.
- Hassan, M. K., Miglietta, F., Paltrinieri, A. ve ... (2018). The effects of Shariah board composition on Islamic equity indices' performance. *Business Ethics: A ...*. doi:10.1111/beer.12185
- Ho, C. S., Rahman, N. A. A. ve Hafizha, N. (2011). Comparison of quantitative Sharôñah-compliant screening methods. *International Journal of Islamic ...*
https://www.researchgate.net/profile/Catherine-Ho/publication/278390436_Comparison_of_Quantitative_Shariah-Compliant_Screening_Methods/links/5806d25c08ae5ad188166829/Comparison-of-Quantitative-Shariah-Compliant-Screening-Methods.pdf adresinden erişildi.
- Ho, Catherine S F, Afıqah, N., Rahman, A. ve Hafizha, N. (2016). Comparison of Quantitative Shariah-Compliant Screening Methods, (December 2011).
- Ho, Catherine 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. doi:10.1108/IMEFM-07-2014-0065
- Ho, Catherine Soke Fun, Abd Rahman, N. A., Yusuf, N. H. M. ve Zamzamin, Z. (2014). Performance of global Islamic versus conventional share indices: International evidence. *Pacific Basin Finance Journal*, 28(June), 110-121. doi:10.1016/j.pacfin.2013.09.002
- Hussein, K. A. (2004). Ethical Investment: Empirical Evidence From Ftse Islamic Index. *Islamic Economic Studies*, 12(1), 22-40.
- Kamışlı, M., Kamışlı, S. ve Temizel, F. (2017). Bölgesel İslami Hisse Senedi Endeksleri Arasındaki İlişkilerin Analizi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 574-587.
- Lobe, S., Röbble, F. ve Walkshäusl, C. (2012). The price of faith: Performance, bull and bear markets, and screening effects of Islamic investing around the globe. *The journal of Investing*.
<https://joi.pm-research.com/content/21/4/153.short> adresinden erişildi.
- Manan, F. N. A. (2019). Dividend Purification Process Adopted by Investors in Mixed Company. *International Journal of Muamalat ...*, 3(1), 10-13.
- Nainggolan, Y., How, J. ve Verhoeven, P. (2016). Ethical screening and financial performance: The case of Islamic equity funds. *Journal of Business Ethics*. doi:10.1007/s10551-014-2529-5
- Rahman, A. A., Yahya, M. A. ve Nasir, M. H. M. (2010). Islamic norms for stock screening: A comparison between the Kuala Lumpur stock exchange Islamic index and the dow jones Islamic market index. *International Journal of Islamic ...*. doi:10.1108/17538391011072426
- Rizaldy, M. R. ve Ahmed, H. (2019). Islamic legal methodologies and Shariah screening standards: Application in the Indonesian stock market. *Thunderbird International Business ...*. doi:10.1002/tie.22042

- Saiti, B. ve Ahmad, K. (2017). Fundamentals, Universe Creation And Appraisal Of Major Shari'ah-Compliant Stocks Screening Methodologies. *Journal of The International Institute of Islamic Thought and Civilization*, 105-139.
- Sarı, S. ve Nesimioğlu, Ş. Ö. (2011). İslami Finans Açısından Katılım Endeksi ve Hisse Senetleri. *ISEFE* içinde (ss. 56-68). İstanbul.
- Shariah Screening and Islamic Equity Indices. (2020). 12 Aralık 2020 tarihinde https://www.eurekahedge.com/Research/News/687/Shariah_Screening_and_Islamic_Equity_Indices adresinden erişildi.
- Shofawati, A. (2018). Islamic Screening Mechanism of Islamic Capital Market—A Comparison Between the Fatwa—DSN-MUI, The Kuala Lumpur Stock Exchange Islamic Index and the Dow Jones Islamic Market Index. *KnE Social Sciences*, 3(10), 1141-1151. doi:10.18502/kss.v3i10.3456
- Ülev, S. ve Özdemir, M. (2015). Katılım Endeksi ile Piyasa Faiz Oranları Arasındaki Nedensellik İlişkisi. *International Congress on Islamic Economics and Finance* içinde (ss. 47-54). Sakarya.
- Yıldız, S. B. (2015). Katılım30 Endeksi İle BİST100 Endeksi'nin Performanslarının Değerlendirilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 52(606), 41-53.