

sermaye piyasasında

GüNDeM

SAYI 69 MAYIS 2008

ISSN 1304-8155

Mısır Sermaye Piyasası (Sayfa 8)

İslami Finans Sistemi (sayfa 19)

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 104 aracı kurum ve 41 banka olmak üzere toplam 145 üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

E. Nevzat Öztangut
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkrıkoca
Müdür Yardımcısı/Araştırma ve İstatistik

Yayın Türü: Yaygın, süreli

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza Kat:4
1. Levent 34394 İstanbul
Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89
www.tspakb.org.tr
tspakb@tspakb.org.tr

Basım

Graphis Matbaa
Yüzyıl Mah. Matbacılar Sitesi
2. Cadde No: 202/A
Bağcılar 34560 İstanbul
Tel:212-629 06 07

Bu rapora www.tspakb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.



Değerli GüNDeM okurları,

Geçen yıl Mayıs ayında göreve gelen Yönetim Kurulu olarak, üyelerimizden aldığımız destekle, daha güçlü, şeffaf ve düşük maliyetlerle çalışan bir sermaye piyasası yapısına ulaşmak amacıyla çalışmalarımızı sürdürüyoruz.

Bu amaç doğrultusunda, ürün ve hizmet çeşitliliğinin genişletilmesi konusuna özel önem veriyoruz. Bu kapsamda, araştırmalarımızla, uluslararası piyasalarda kullanılan ürünleri tanıtmayı, böylelikle yeni sermaye piyasası araçlarının hayata geçişine zemin oluşturmayı amaçlıyoruz. Örneğin, bu sayımızda sizlere İslami finansal ürünler ve Mısır sermaye piyasası hakkındaki çalışmalarımızı sunuyoruz.

İslami finans ürünlerinin dünyada hızla geliştiğini izliyoruz. Özellikle Körfez ülkeleri kaynaklı yatırım arayışlarına cevap vermek için, bu ürünler artık gelişmiş ülkelerde tasarlanıp yatırımcılara sunuluyor. Ülkemizde de bu ürünlerin yabancı sermayenin çekilmesi anlamında önemli katkıları olabileceğini düşünüyoruz.

Öte yandan, daha güçlü bir sermaye piyasasına ulaşmak üzere, sermaye piyasamızın altyapısını geliştirmemiz gerektiğini biliyoruz. Nitekim, son dönemde Sermaye Piyasası Kurulu ardı ardına çıkardığı yeni düzenlemelerle Avrupa Birliği mevzuatına yakınsama konusunda önemli adımlar atıyor.

Birliğimiz de, tıpkı sermaye piyasamız gibi altyapısını geliştirmek üzere yoğun çalışmalar yürütüyor. Bil-

gi işlem altyapımızı geliştirerek, Birliğimizi sektörün bilgi merkezi haline getirmeyi hedefliyoruz. Bu hedefimiz doğrultusunda hazırladığımız Birlik Otomasyon Sistemi projemiz çeşitli aşamalardan oluşuyor. Birliğimizdeki tüm iş akış süreçlerinin dijital ortama taşınmasından oluşan ilk aşamayı tamamlamış bulunuyoruz. Projemizin tamamlanan bu etabı Mayıs ayından itibaren üyelerimizin hizmetinde. Böylece, SPK'nın Mayıs ayı başından itibaren yürürlüğe giren yeni düzenlemesi uyarınca üyelerimizin bundan sonra Birliğimize yapması gereken bazı bildirimleri, yeni uygulamamız kullanılarak elektronik ortamda gerçekleştirilebilecek. Üyelerimizin Birliğimizle olan tüm işlemlerinde bilgi işlem teknolojilerinin tüm kolaylıklarından yararlanılmasının ciddi maliyet ve zaman tasarrufu sağlayacağını düşünüyoruz. Birliğimiz nezdindeki tüm süreçlerde kağıt kullanımını azaltarak tüm bilgi ve belgeleri dijital ortamda saklamaya doğru giden bu çalışmalarımızın faydasının kısa sürede görüleceğinden eminiz.

Projemizin sonraki aşamalarında ise gerek aracı kuruluşlar, gerekse sektör çalışanlarının bilgilerinin tutulduğu sistemlerimizi geliştirmeyi ve bu sistemleri entegre bir yapıya ulaştırmayı hedefliyoruz. Projemizin tüm aşamaları tamamlandıktan sonra, farklı kurumlara farklı şekillerde gönderilmesi gereken bilgiler tek bir merkezde, elektronik ortamda her türlü analize uygun bir şekilde tutulacak ve ilgililerin paylaşımına açılacaktır. Bu da hiç kuşkusuz başta üyelerimiz olmak üzere, tüm ilgililerin bilgiye ulaşım hızını artıracak, operasyonel maliyetleri son derece düşürecek ve piyasamızın gelişimine ciddi katkı sağlayacaktır.

Değerli üyelerimiz,

15 Mayıs'ta Birlik merkezinde yapılacak olan Olağan Genel Kurul toplantımıza tüm üye temsilcilerinin katılımlarını bekliyoruz. Birliğimizle ilgili her türlü öneri ve eleştiriniz, çalışmalarımıza önemli katkılarda bulunuyor, bizlere destek oluyor.

Saygılarımla,

E. Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

VIII. Olağan Genel Kurulumuz 15 Mayıs'ta

Birliğimizin 8. Olağan Genel Kurul Toplantısı 15 Mayıs 2008 Perşembe günü, saat 14:30'da Birlik Merkezinde yapılacaktır.

Birliğimizin 2007 yılı faaliyetlerinin görüşüleceği ve sektördeki gelişmelerin değerlendirileceği genel kurul toplantısına tüm üye temsilcilerimizin katılımını bekliyoruz.

Üyelerimizce Birliğimize Yapılacak Bildirimler

SPK'nın Seri:V, No:46 Sayılı "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"de yapılan değişiklikle aracı kurum ve bankaların Kurul'a yaptıkları bir kısım bildirimlerin Birliğimize yapılması düzenlenmiştir.

Söz konusu tebliğ değişikliği ile 1 Mayıs 2008 tarihinden itibaren Birliğimize yapılacak bildirimlere ilişkin usul ve esaslar, Birliğimizin 7 No'lu Genelgesi ile 18 Nisan 2008 tarihinde üyelerimize duyurulmuştur.

Aracı kurumlar ve bankalarca yapılacak bildirimlere ilişkin olarak, Birliğimizce standart bildirim formları hazırlanmıştır.

Bildirimlerde, Birliğimizce hazırlanan ve internet sitemiz üzerinden doldurulmak suretiyle yazıcı çıktıları alınabilecek bildirim formları kullanılacaktır.

Hazırlanan bildirim formları, Birliğimizin internet sitesinde Üyeler/Üye Girişi/Bildirimlere İlişkin Belgeler sayfasında yayınlanmaktadır.

Üyelerimizce yapılacak bildirimlere ilişkin hazırlanan bildirim formları, form kodu ve bildirimi yapacak kurum tiplerine göre aşağıda belirtilmektedir.

Form Kodu	Kurum Tipi	Form Adı	
1	1001	AK	Bağımsız Denetim Sözleşmesi Bildirimi
2	1002	AK	Acentelik Faaliyetine Başlangıç Bildirimi (*)
3	1003	AK	Acentelik Faaliyetinin Sona Erme Bildirimi (*)
4	1004	B	Bankalar Alt Birim Bildirimi
5	1005	AK	Ek Hizmet Binası Bildirimi
6	1006	AK	Elektronik Ortamda Emir Kabul Bildirimi
7	1007	AK/B	Hukuki Durum Bildirimi
8	1008	AK	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/Şube, İrtibat Bürosu, Acente Faaliyetlerinin Geçici Durdurulması (*)
9	1009	AK	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/Şube, İrtibat Bürosu, Acente Faaliyetlerinin Sürekli Durdurulması (*)
10	1010	AK	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/Şube, İrtibat Bürosu, Acente İzni (*)
11	1011	AK	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/Faaliyetlerin Geçici Durdurulması (*)
12	1012	AK	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/İşletme Adı Kullanım İzni
13	1013	AK	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/İzin Belgesi Tescili
14	1014	AK	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/İzin Belgesi İptalinin Ticaret Sicilinden Terkini
15	1015	AK/B	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/Yetki Belgesi İptalinin Ticaret Sicilinden Terkini ve İlanı
16	1016	AK/B	İlan Yükümlülüğü Bildirimi/Yetki Belgesi Tescil ve İlanı
17	1017	AK	İmza Sirküleri Bildirimi
18	1018	AK	İştirak Bildirimi
19	1019	AK	Organizasyon, Mekan, Belge ve Kayıt Bildirimi
20	2001	AK	Murahhas Üye Bildirimi
21	2002	AK/B	Personel Görev/Görev Yeri/Ünvan Değişikliği Bildirimi (*)
22	2003	AK/B	Personel İşe Başlama Bildirimi (*)
23	2004	AK/B	Personel İşten Ayrılma Bildirimi (*)
24	2005	AK/B	Personelde Aranılan Genel Şartlarda Değişiklik Bildirimi (*)

AK : Aracı Kurum, B: Banka

(*) : Birliğimizin Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi (LSTS) üzerinden veri girişi yapılmak suretiyle oluşturulabilecek belgelerdir.

Belge Kayıt Düzeni Çalışma Grubu Raporu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:V, No:6 sayılı "Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliği"nin "Müşteri Emirlerinin Alınması ve İzlenmesi" başlıklı 9. maddesinde; müşterilerden alınan tüm emirleri alınış zamanına göre sıralayabilecek bir sistem için gerekli altyapının oluşturulması düzenlenmektedir.

İlgili maddenin uygulanması için öngörülen geçiş süresi SPK tarafından 31.12.2008 tarihine kadar uzatılmış ve Birliğimiz geçiş sürecinde aracı kurumların bilgilendirilmesi ve sürecin etkin bir şekilde yönlendirilmesi konusunda görevlendirilmiştir.

Konuyla ilgili çalışmalarda bulunmak üzere Birliğimiz nezdinde "Müşteri Emirlerinin Alınması ve İzlenmesinde Geçerli Olacak Belge Kayıt Düzeni Çalışma Grubu" kurulmuştur.

Birliğimiz temsilcileri, üye temsilcileri, SPK ve İMKB yetkililerinin katılımıyla gerçekleştirilen toplantılar sonucunda kurumlar bazında yürütülmesi gereken

çalışmalara ilişkin tespitleri içeren bir rapor hazırlanmıştır.

Çalışma grubu raporunda, müşteri emirlerinin alınması ve izlenmesinde geçerli olacak yeni belge kayıt düzeninin ve emirlerin tek bir kaynaktan İMKB'ye iletilebilmesi için;

- **İMKB'nin;** Ex-API sisteminin emir iletim kapasitesinin artırımı, İMKB'ye yedek erişim ve yedek merkez imkânının sağlanması ve Ex-API sisteminin geliştirilmesi yönünde çalışmalarını tamamlaması,
- **Aracı Kurumların;** İMKB'nin altyapı ve sistem geliştirme çalışmalarının tamamlanmasına paralel olarak sistem altyapı çalışmalarını tamamlaması, insan kaynakları eğitim, bilgilendirme ve tanıtım faaliyetlerini yerine getirmesi,
- **SPK'nın;** İMKB ve aracı kurumlarca yürütülmesi öngörülen çalışmaların başlangıç ve bitiş sürelerini belirlemesi ve taraflara bildirmesi, geçiş süreci içerisinde yürütülecek teknik çalışmaların tamamlanamaması halinde, Ex-API sistemi ile iletilen emirlerdeki sürekli artış da dikkate alınmak suretiyle yeni bir geçiş süreci saptaması,

ile ilgili tespitlere ulaşılmıştır. Hazırlanan rapor, SPK ve İMKB'ye sunulmuştur.

Tebliğ Taslakları Hakkındaki Görüşlerimiz

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan ve sektörümüzün görüşüne açılan;

- Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Taslağı,
- Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı,
- İhraç Ettiği Sermaye Piyasası Araçları Bir Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıkların Özel Durumlarının Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğ Taslağı,

Birliğimizce incelenmiş, üyelerimizden gelen görüşler de dikkate alınarak oluşturulan önerilerimiz SPK'ya iletilmiştir.



Mayıs 2008 Lisanslama Eğitim Programı

Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
3-4 Mayıs	Genel Ekonomi	Temel Düzey	2 gün
7-9 Mayıs	Temel Finans Matematiği, Muhasebe ve Mali Analiz	Temel Düzey	3 gün
7-8 Mayıs	Analiz Yöntemleri	İleri Düzey	2 gün
9-11 Mayıs	Kredi Derecelendirme-Finans	Kredi Derecelendirme	3 gün
10-11 Mayıs	Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi	Türev Araçlar	3 gün
12 Mayıs	İlgili Vergi Mevzuatı	İleri Düzey	1 gün
13 Mayıs	Hisse Senedi Piyasaları	Temel Düzey	1 gün
14 Mayıs	Muhasebe, Takas ve Operasyon İşlemleri	Türev Araçlar	1 gün
13-14 Mayıs	Kredi Derecelendirme	Kredi Derecelendirme	2 gün
15-16 Mayıs	Gayrimenkul Değerleme Esasları	Gayrimenkul Değerleme	2 gün
15-16 Mayıs	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	İleri Düzey	2 gün

Lisans Yenileme Eğitimleri

Nisan ayında, Temel ve İleri Düzey Lisans Yenileme eğitimleri ikiser kez, Gayrimenkul Değerleme ile Takas ve Operasyon İşlemleri Lisans Yenileme eğitimleri birer kez düzenlenmiştir. Eğitimlere toplam 230 kişi katılmıştır.

Lisans yenileme eğitimleri aylık olarak; her ayın ilk iş gününde Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemine tanımlan-

makta, ayrıca Birliğin internet adresinde Eğitim bölümünde yayınlanmaktadır.

Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

24-25 Mayıs 2008 tarihlerinde düzenlenecek lisanslama sınavlarına yönelik olarak Birliğimiz Temel Düzey, İleri Düzey, Türev Araçlar, Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı, Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Uzmanlığı eğitimleri planlanmıştır.

Nisan ayında, Türev Araçlar, İleri Düzey, Temel Düzey ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı sınavlarının çeşitli modüllerini kapsayan 10 ayrı eğitim düzenlenmiştir. Eğitimlere toplam 186 kişi katılmıştır.

Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı lisanslama sınavının "Kurumsal Yönetim" modülüne yönelik eğitim Birliğimizce ilk kez düzenlenmiştir. Eğitimin içeriği, eğitmen ve eğitim notları konusunda Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ile işbirliği yapılmıştır.

Sınava kadar yapılacak eğitimlere katılmak isteyenler, eğitimlerden 3 gün öncesine kadar başvuruda bulunabilirler. Eğitimlerle ilgili tüm detaylara internet sitemizde Eğitim bölümünden de ulaşılmaktadır.

Mesleki Gelişim Eğitimleri

İç Denetçiler İçin Finansal Denetim eğitimi, 29 Nisan 2008 tarihinde yapılmış, eğitime 14 kişi katılmıştır. Mayıs ayında da farklı konularda kişisel ve mesleki gelişim eğitimleri planlanarak üyelerimize duyurulacaktır.

Lisans Başvurularında Son Durum

Lisanslama ve Sicil Tutma Sisteminde kayıtlı kişi sayısı 30 Nisan 2008 tarihi itibarıyla 26.819'a

Lisans Türü	Lisans Başvuruları		
	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	7,903	7,004	87
İleri Düzey	3,252	3,035	93
Türev Araçlar	936	799	85
Değerleme Uzmanlığı	767	705	91
Takas ve Operasyon	363	342	94
Kredi Derecelendirme	239	204	85
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	199	165	82
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	90	72	80
Konut Değerleme	4	1	25
Toplam	13,753	12,327	89

ulaşmış olup bu kişilerin 9.631'i herhangi bir sermaye piyasası kurumunda çalışmamaktadır.

Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 13.753'ünün lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış olup başvuruların 12.327 adedi sonuçlandırılmıştır.

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

Borsa dışında işlem gören özel sektör tahvilleri içerisinde Creditwest Faktoring Hizmetleri A.Ş. tahvilinde, Nisan ayı boyunca 75 adet sözleşme ile toplam 7.579.727 YTL işlem hacmi gerçekleşmiştir.

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş. Genel Kurul Toplantısı Yapıldı

Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.'nin (GİP) III. Olağan Genel Kurul Toplantısı 11 Nisan 2008 Cuma günü saat 14:30'da, sermayenin %87,95'lik oranının katılımıyla, Birlik merkezinde yapıldı. Toplantıda, Birlik ve GİP Yönetim Kurulu Başkanı Nevzat ÖZTANGUT, dünyadaki benzer organizasyonları ve GİP'in etkin işleyen bir piyasa olabilmesine yönelik önerileri içeren kapsamlı bir sunum yaptı.

Toplantıda, gündem gereği yönetim ve denetleme kurulu seçimleri yapıldı. Seçimler sonucu, GİP Yöne-

tim Kurulu asil üyeliklerine;

A grubu ortakları temsilen;

- 1- Ender AYBULUS (İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.),
- 2- Sudi AYDEMİR (Güney Menkul Değerler A.Ş.),
- 3- Bülent ALTINEL (Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.),
- 4- Birol ÖZÇARIKÇI (T.C. Ziraat Bankası A.Ş.),
- 5- Hüseyin Sami ÇELİK (Deniz Yatırım A.Ş.),
- 6- Yusuf SERBEST (Nurol Menkul Kıymetler A.Ş.),

B grubu ortağı temsilen;

İlhan PARSEKER (TOBB),

C grubu ortağı temsilen;

- 1- Nevzat ÖZTANGUT (TSPAKB),
- 2- Selim ÜNVER (TSPAKB),

D grubu ortağı temsilen;

Mehmet ÖMERBEYOĞLU (KOSGEB), seçilmiştir.

Denetleme Kurulu asil üyeliklerine ise,

- 1- Okan Hasan GÖR (T. Halk Bankası A.Ş.),
 - 2- İbrahim HASELÇİN,
- seçilmiştir.





MISIR SERMAYE PİYASASI

7.000 yıllık tarihi geçmişi ile Osmanlı, Roma ve Arap medeniyetlerine ev sahipliği yapmış Kuzey Afrika ülkesi Mısır, 1.001.450 km²'lik yüzölçümüne sahiptir. 1882-1922 yılları arasında İngiliz kolonisi olan ülke, 1952 yılına kadar monarşi ile yönetilmiştir.

1953 yılında cumhuriyet ile yönetilmeye başlanmış, 1954'te askeri darbeyle yönetime gelen Cemal Abdül Nasır kamulaştırma içeren merkezi planlamacı bir ekonomik program uygulamıştır. 1970'lerde çok partili sisteme geçilmekle beraber, 1981 yılından bu yana devlet başkanlığı görevini Hüsnü Mübarek yürütmektedir. Mısır'da liberalleşme 80'li yıllarda Mübarek ile başlamıştır. 2004 yılında yapılan seçimlerin ardından başbakanlık görevini ise Ahmed Nazif yürütmektedir.

Bu raporumuzda, MSCI gelişmekte olan ülkeler endeksinde yer alan ve Türkiye ile benzer kategoride değerlendirilen Mısır sermaye piyasası incelenmektedir. Çalışmamızda, Mısır sermaye piyasasının gelişim sürecine yer verdikten sonra, ülkede bulunan tek menkul kıymet borsası, Kahire ve İskenderiye Borsası analiz edilmektedir.

I. EKONOMİ

1980 öncesinde kamu sektörü Mısır ekonomisinde etkin bir rol oynamaktaydı. GSYH'nın %37'si, imalat sanayinin %55'i, ithalat/ihracatın %80'i ve bankacılık ve sigortacılık sektörünün %90'ı kamu kesimi tarafından oluşturulmaktaydı.

1990-1991 yılları arasında Körfez savaşının etkisiyle bütçe açığı GSYH'nın %20'sine, dış borç ise %151'ine kadar yükselmiştir. Enflasyon %21'e kadar çıkmıştır. Savaşın sona ermesinin ardından, ülkenin Körfez savaşına katılımı dolayısıyla ABD'nin kısmen dış borcunu silmesi ve IMF destekli programlar sayesinde makro ekonomik koşullar önemli bir iyileş-

me yaşamıştır.

1991 yılında IMF ile birlikte oluşturulan ekonomik reform ve yapısal uyum programının amacı devletin ekonomideki yöneten rolünün dolaylı bir yapıya dönüştürülmesi ve ekonomideki liberalleşme hareketlerinin başlamasıdır. Programın ilk aşamasını sıkı mali ve para politikaları ile fiyatların serbestleşmesi oluşturmuştur. İkinci aşama ise finans sektörü ve ticaretin liberalleşmesi, özelleştirme ve özel sektörün desteklenmesiyle devam etmiştir.

1991 yılında 104 milyar Mısır Lirası (Egyptian Pound-LE) varlığı ve 1,08 milyon çalışanı ile 27 holdinge bağlı 314 şirket, özelleştirme programına dahil edilmiştir. Ancak, 85 kamu kurumu ilk aşamadaki özelleştirme programına dahil edilmemiştir. Dahil edilmeyen kurumlar, ülkenin en büyük bankalarının ve kazanç getiren varlıklarının halen devlet kontrolünde olması sonucunu doğurmaktaydı. 2002 yılına gelindiğinde Özelleştirme Programı dahilindeki 314 şirketten 190'ı özelleştirilebilmişti. Özelleştirme sürecinin yavaşlamasının en önemli nedeni bu kapsama giren şirketlerin değerlendirilme problemlerinden ve özelleştirme öncesi şirketlerin yeniden yapılandırılmaya çalışılmasından kaynaklanmaktaydı. 2004 yılında yeni kabine ile birlikte bu program tekrar canlanmaya başlamıştır. 2005 yılında özelleştirilen kamu kurumlarından 947 milyon \$'lık gelir elde edilmiştir. Bu süreçte Mısır Telekomun %20'si de özelleştirilmiştir.

2001 yılında kur çapası rejimi gevşetilerek (fili olarak devalüasyon) bir bant belirlenmiş, ülke 2003 Ocak ayında dalgalı kur rejimine geçmiştir. Bu gelişme ile birlikte Mısır Lirası dolar karşısında %25 değer kaybetmiştir. 2007 yılı sonunda 1 \$, 5,51 Mısır Lirasına denk gelmektedir. 2003 yılında yaşanan devalüasyon ihracatı artırmış, ancak aynı yıl %4 olan enflasyon oranı bir sonraki yıl %12'ye çıkmıştır.

Bankacılık alanındaki reform süreci 2003 yılına dayanmaktadır. 2003 yılında Merkez Bankasına bağim-

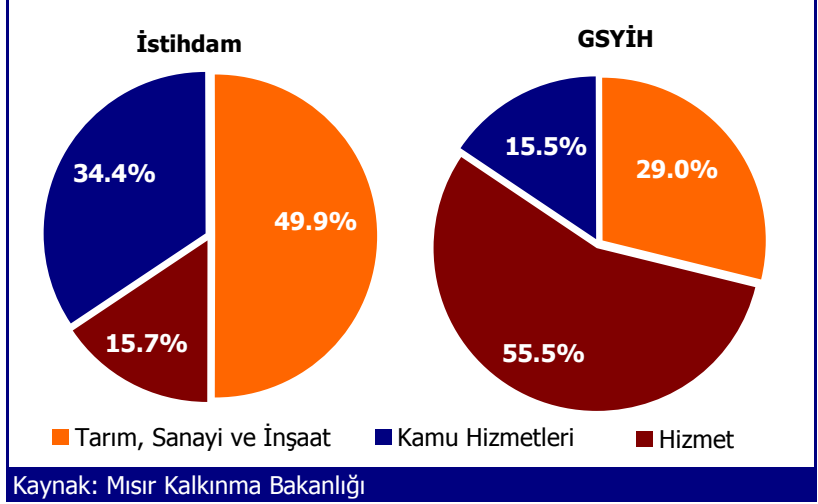
sızlık sağlanmış ve bankalar üzerindeki denetim yetkisi artırılmıştır. 2004 yılında 4 kamu bankasından birinin satılması, 38 bankanın özelleştirilmesi ve ülkedeki zayıf bankaların daha güçlü kuruluşlar tarafından alınmasına ilişkin çalışmalar başlamıştır. Öte yandan yerel bankalardan sermayelerini 5 kat arttırarak en az 87 milyon \$'a, yabancı bankalardan ise 15 milyon \$'dan en az 50 milyon \$'a çıkartmaları istenmiştir. Bankacılıkla ilgili hazırlanan bu düzenlemelere bağlı olarak, belirlenen kıstasları sağlayamayan yerel ve yabancı bankaların kapanması ile 2004 yılında 62 olan banka sayısı 2007 yılında 41'e gerilemiştir.

Mısır ekonomisiyle ilgili veriler incelenirken, ülkenin mali yılının Haziran ayında başladığı göz önüne alınmalıdır. Tabloda 2002 yılının istatistiklerinin verildiği dönem Temmuz 2001-Haziran 2002 dönemini içermektedir. Bununla birlikte, GSYH ve enflasyon verilerinin de IMF'nin yıl sonu tahmini alınmıştır.

74 milyona yaklaşan nüfusun büyük bir bölümü Nil nehri çevresindeki 40.000 km²'lik ekilebilir toprakların olduğu bölgede yaşamaktadır. 2007 yılı itibariyle nüfusun yaklaşık %30'u işgücüne dahildir. İşgücünün yalnızca %16'sı hizmet sektöründe çalışırken, %34'ü kamu hizmetlerinde istihdam edilmekte, kalan yarısını ise tarım, sanayi ve inşaat sektöründe çalışanlar oluşturmaktadır.

Gayri safi yurtiçi hasıla 2001-2005 yılları arasında %3-4 arasında reel büyüme sergilemiştir. 2006 yılında 107 milyar \$'a ulaşan GSYH'nın 2007 yılı sonunda, IMF'nin tahminlerine göre, 129 milyar \$'a çıkması beklenmektedir. 2006 yılında işgücünün %50'sini oluşturan tarım, sanayi ve inşaat sektörü, GSYH'nın yalnızca %30'unu üretebilmiştir. GSYH'nın yarısından

Sektörel Dağılımlar (2006)



fazlasını ise işgücünün %15'inin istihdam edildiği hizmet sektörü oluşturmaktadır.

Toplam dış borç 2003 yılından bu yana 25-30 milyar \$ civarında seyretmektedir. 2004 yılında GSYH'nın %34'ünü oluşturan dış borcun 2007 yılı sonunda GSYH'nın %23'üne denk gelmesi beklenmektedir.

Temmuz 2004'te kabinenin değişmesi ve Ahmed Nazif'in başbakan olmasının ardından, bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma sürecine girilmiştir. Finansal kiralama yasası, ipotek yasası, kara para aklamaya ilişkin yasa, iş kanunu, bankacılık kanunu ve yatırım kanunu yeni hükümet tarafından hayata geçirilmiştir. Piyasaya kazandırılan bu yeni reformlar hem GSYH'nın reel olarak %7 büyümesine hem de yabancıların Mısır sermaye piyasasına olan talebinin artmasına katkıda bulunmuştur.

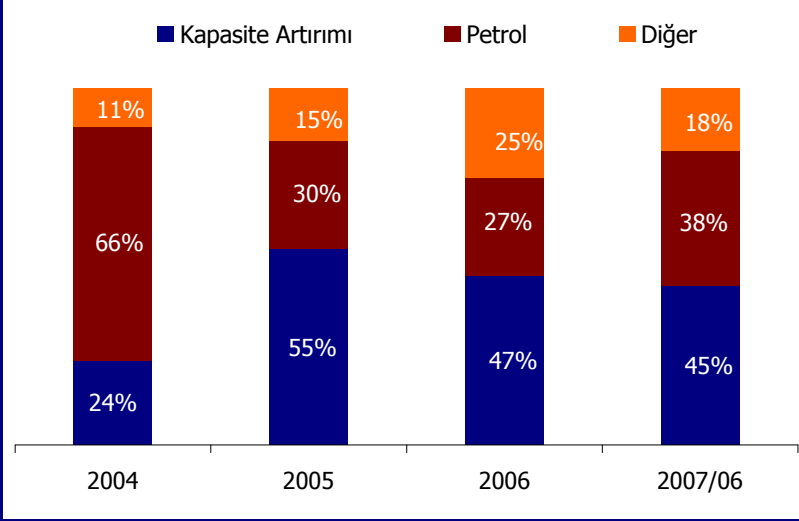
Mısır Ekonomisi

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nüfus (milyon)	66.6	68.0	69.3	70.7	72.1	73.6
İşgücü (milyon)	18.1	18.7	19.3	19.7	20.1	22.5
GSYİH (milyar \$)*	87.5	81.4	78.8	89.8	107.4	129.1
GSYİH (% reel)*	3.2%	3.1%	4.2%	4.5%	6.8%	7.1%
Enflasyon (% yıllık)	2.7%	4.0%	11.7%	4.7%	7.2%	8.5%
Bütçe Açığı/GSYİH (%)*	-9.1%	-9.1%	-9.4%	-9.3%	-8.6%	-7.7%
Toplam Dış Borç (milyar \$)*	17.5	25.9	26.8	28.9	29.6	29.9
Doğrudan Yabancı Yatırım (milyar \$)	0.7	2.1	3.9	6.1	11.1	A.D.

Kaynak: IMF, Mısır Yatırım Bakanlığı, Merkez Bankası

*2007 yılı için tahmini değerler alınmıştır. A.D.:Anlamı değil.

Doğrudan Yabancı Yatırımcı Dağılımı



Kaynak: Mısır Yatırım Bakanlığı

Doğrudan yabancı yatırımlar 2004 yılında 4 milyar \$'dan, 2006 yılında 11 milyar \$'a çıkmış, 2007 yılının ilk yarısında ise 5 milyar \$ olmuştur. Grafikte verilen dağılımda da görüleceği üzere, petrol sektörüne yapılan yatırımların payı düşerken, yeni yatırımların payı artmaktadır. Yabancı yatırımcıların kapasite artırımları 2004 yılında sadece %24 paya sahipken, 2006 yılında payını %47'ye çıkarmıştır.

II. SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

Mısır sermaye piyasasında 2 denetim otoritesi yer almaktadır. Merkez Bankası bankaları denetleme ve düzenleme yetkisine sahipken, sermaye piyasasında

faaliyet gösteren kurumlar Yatırım Bakanlığına bağlı olarak Sermaye Piyasası Kurulunun yetki alanındadır.

1. Düzenleyici Kurumlar

Mısır sermaye piyasası ile ilgili düzenleme ve denetleme yetkisine sahip otorite, 1979 yılında kurulan Sermaye Piyasası Kuruludur (Capital Market Authority-CMA).

CMA'nın başlıca görevleri;

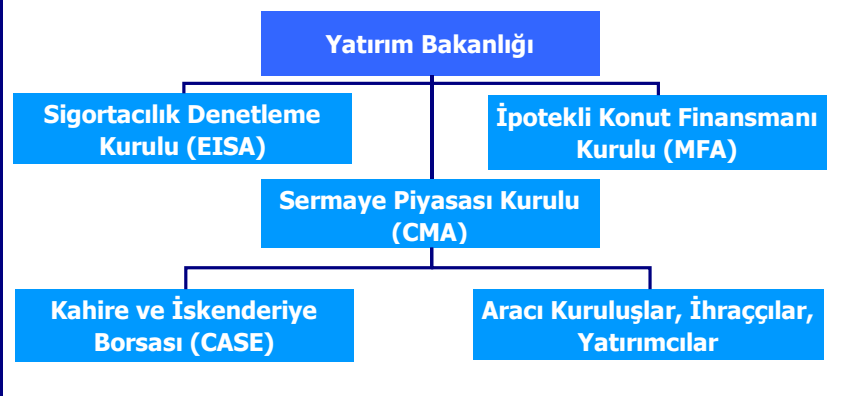
- Sermaye piyasası kanununu yürürlüğe koymak, saklama ve takas kanununu düzenlemek, borsa yönetmeliğini oluşturmak ve borsaya kotasyon koşullarını belirlemek,
- Menkul kıymet ihracına ilişkin düzenlemeler yapmak,
- Şirketlerin halka açılmasıyla ilgili izin vermek,
- Menkul kıymetlerin toptan satışıyla ilgili düzenlemeleri yapmak,
- Pay sahiplerinin haklarını korumak,
- Mali raporların Mısır Muhasebe Standartlarına uygunluğunu denetlemek,
- Sermaye piyasası çalışanlarının becerilerinin geliştirilmesi, yeni yatırım araçlarının tanıtılması, yatırımcıların bilinçlendirilmesi gibi konularla sermaye piyasasının gelişmesine destek vermek,
- Borsaya kote olmuş şirketlerden mali durumlarına ilişkin raporları toplamak, menkul kıymet işlemlerinin takibi ve aracı kurumların denetlenmesi ile piyasa gözetimini sağlamaktır.

Kahire ve İskenderiye Borsasının denetim ve düzenlemesinden sorumlu kurum Sermaye Piyasası Kuruludur. Borsa, Yatırım Bakanlığına bağlı kurumlar arasında yer almaktadır.

Sigortacılık Denetleme Kurulu (Egyptian Insurance Supervisory Authority-EISA) 1981 yılında alınan bir karar ile bağımsız bir yapı olarak kurulmuştur.

İpotekli Konut Finansmanı Kurulu (Mortgage Finance Authority-MFA) 2001 yılında yapılan bir düzenle-

Mısır Sermaye Piyasası Düzenleme Yapısı



Kaynak: Mısır Yatırım Bakanlığı

meyle birlikte ipotekli konut piyasasının düzenleyici kurulu olmuştur. Piyasanın geliştirilmesi, yatırımcı haklarının korunması, piyasa katılımcılarının ve çalışanlarının eğitimi ve lisansları ile ilgili çalışmalar sürdürmektedir.

2. Meslek Örgütleri

Mısır'da, Sermaye Piyasası Birliği (Egyptian Capital Market Association-ECMA) ve Portföy Yönetim Şirketleri Birliği (Egyptian Investment Management Association-EIMA) olmak üzere iki meslek örgütü bulunmaktadır. Bu kurumlar, Sermaye Piyasası Kurulunun denetim ve gözetimindedir. Meslek örgütlerine üyelik zorunlu değildir.

1996 yılında kurulan Mısır Sermaye Piyasası Birliği, sermaye piyasasında kurulan ilk kâr amacı gütmeyen kuruluştur. Birlik üyeleri arasında sermaye piyasasında faaliyette bulunan kurumların yanı sıra, brokerlar, yatırım fonu yöneticileri, risk sermayesi uzmanları, bankacılar, muhasebeciler, hukuk müşavirleri ve finansal medya hizmeti sağlayıcıları da yer almaktadır. ECMA kurumsal yapısını, broker ve dealerların özdüzenleyici kurumu olabilmesi doğrultusunda geliştirmeye devam etmektedir.

Birliğin öncelikli kuruluş amacı, sermaye piyasası katılımcılarını, yüksek mesleki standartların oluşturulması, etik ticari faaliyetlerin yürütülmesi ve adil uygulamaların sağlanması için ortak bir platformda buluşturmaktır.

Mısır sermaye piyasasına profesyonel bir yapı kazandırmak amacıyla ECMA, 1997 yılında yürürlükte bulunan hukuki altyapı ve denetim kuralları çerçevesinde üyelerine ilişkin etik kurallar ve prosedürler oluşturmuştur.

ECMA mesleki eğitim seminerleri düzenlemekte, aynı zamanda Sermaye Piyasası Kurulundan aldığı yetki ile belirli aralıklarla yapılan lisanslama sınavlarına ilişkin standartları belirlemektedir. Birliğin şu anda, 168 kurumsal ve 63 bireysel üyesi vardır.

2000 yılında kurulan Portföy Yönetim Şirketleri Birliği, varlık yönetimi şirketlerini temsil eden özdüzenleyici birliktir. Birlik, varlık yönetimi şirketleri ile ilgili standartların belirlenmesi, oluşturulması ve uygulanmasından sorumludur. 2000 yılında kurulan bir ko-

mite, Portföy Yönetim Şirketleri ve Araştırma Birliği (The Association for Investment Management and Research-AIMR) tarafından belirlenen Uluslararası Yatırım Performans Standartları (Global Investment Performance Standards-GIPS) üzerine çalışmalar yapmıştır. Komite, bu standartlar çerçevesinde Mısır sermaye piyasasının ihtiyaçları dikkate alınarak şekillendirilen Mısır Yatırım Performansı Standartlarını (The Egyptian Investment Performance Standards-Egypt-IPS) oluşturmuştur. Ayrıca, Birlik portföy yöneticileri için lisanslama eğitimleri düzenlemektedir.

III. KAHİRE VE İSKENDERİYE BORSASI

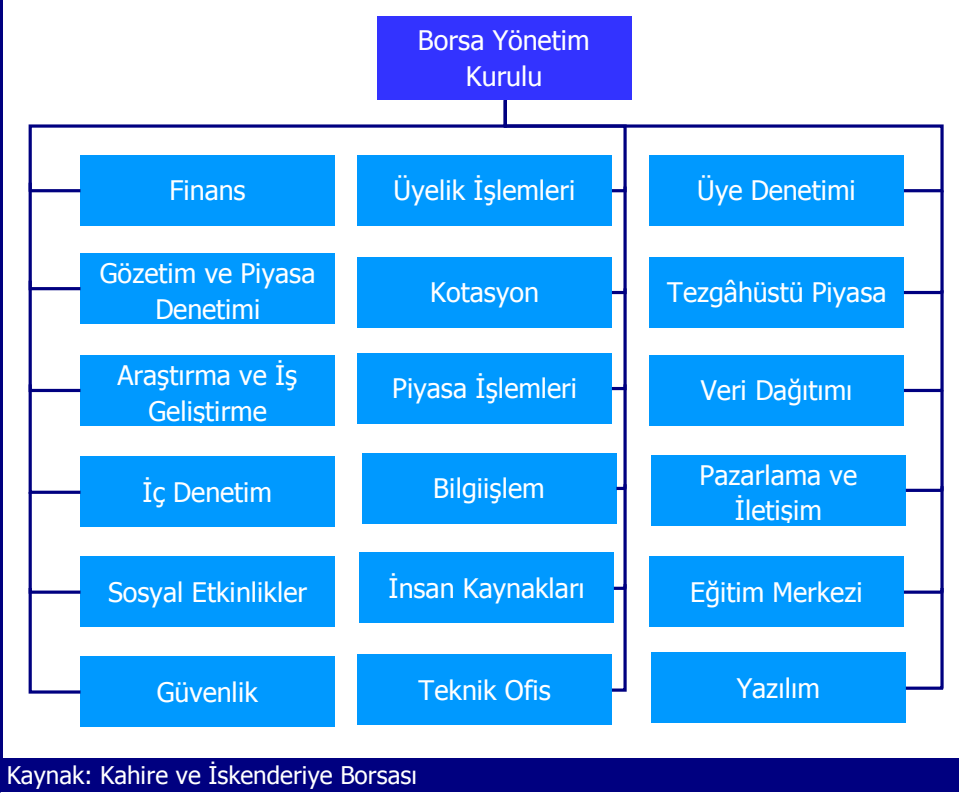
1888 yılında kurulan İskenderiye Borsası ve 1903 yılında kurulan Kahire Borsası bir araya gelerek Kahire ve İskenderiye Menkul Kıymetler Borsasını (Cairo & Alexandria Stock Exchanges-CASE) oluşturmuşlardır. 1950'lerde ekonomiye hakim olan merkezi planlamacı döneme girilmesinin ardından 1961 yılında faaliyetleri durdurulmuştur. Yaklaşık 30 yıllık bir aradan sonra, 1992 yılında, tekrar faaliyetlerine başlamıştır. CASE devlet kuruluşu konumundadır. Kahire ve İskenderiye'de ofisleri bulunmaktadır. İşlem salonu Kahire'de yer almaktadır. İskenderiye ise uzaktan erişimin sağlandığı merkezdir.

Borsa başkanı üç yılda bir başbakan tarafından atanmaktadır. Başkan ve başkan yardımcısı dahil 15 kişiden oluşan yönetim kurulunun 9 üyesi aracı kurum yöneticileridir. Diğer üyeler ise Sermaye Piyasası Kurulu, Merkez Bankası ve banka temsilcileridir. Borsa yönetim kuruluna bağlı olarak çalışan 18 departman bulunmaktadır.

Borsada işlem gören ürünler, hisse senedi, devlet tahvili, özel şirket tahvili, yatırım fonlarıdır. Tezgâhüstü piyasa ise emir piyasası (order market) ve toptan satışlar piyasası (deals market) olmak üzere iki piyasadan oluşmaktadır.

Borsa Veri Dağıtım Şirketinin (Egypt for Information Dissemination-EGID) tamamı, MISR Mutabakat, Saklama ve Kayıt Merkezi'nin (MISR for Central Clearing, Depository and Registry) ise %5'i Borsaya aittir.

Kahire ve İskenderiye Borsası Organizasyon Şeması



Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

3. Hisse Senetleri Piyasası

A. ANA PAZAR

Hisse senetleri borsa kotunda ve tezgâhüstü piyasada işlem görmektedir. Borsa yatırım fonları ile ilgili düzenlemeler yapılmakla birlikte, henüz 2008'in ikinci yarısında işlem görmeye başlaması beklenmektedir.

Kotasyon Koşulları

Kotasyon koşulları Ağustos 2002'de gözden geçirilmiştir. 1 yıl içinde gerekli şartlara uymayan şirketlerin kotasyondan çıkartılacağına dair düzenleme getirilmiştir.

Borsaya kote olmak isteyen şirketlerin yaptıkları başvurular ilk aşamada Kotasyon Departmanı tarafından incelenmeden geçirmektedir.

Daha sonra Kotasyon Komitesi, şirketle ilgili son değerlendirmeyi yapmaktadır.

Borsa başkanının başkanlık yaptığı komite üyeleri arasında, 2 borsa çalışanı, Sermaye Piyasası Kurulundan bir temsilci, borsanın yönetim kurulunda yer alan şirket temsilcilerinden bir kişi, Mısır Muhasebeci ve Denetimciler Birliğinden bir temsilci ve borsa kotunda yer alan en büyük 10 şirketten bir temsilcisi yer almaktadır. Komite üyeleri 2 yılda bir değişmektedir.

Borsa kotuna girmiş şirketler yıllık kotasyon ücreti, idari ücret ve finansal tablolarının yayınlanması ile ilgili ödemeler yapmakla yükümlüdür. Bu harçlar şirketlerin büyüklüklerine göre değişiklik göstermektedir.

CASE'de şirketler iki şekilde işlem görebilmektedir:

- Kotasyon
- Kot Dışı

CASE 1999 yılında borsa ile ilgili haberlerin ve verilerin yayınlanması için Mısır Borsa Veri Dağıtım Şirketini kurmuştur. EGID sisteminde CASE'e kote olan şirketlerin yanında, bölgede yer alan bazı şirketlerin bilgilerine de ulaşabilmektedir. Bu sistem üzerinden şirketlerle ilgili genel bilgilere, bilançolarına, ortaklık yapılarına, şirketlerin ihraç ettiği tahvil bilgilerine ve bunun yanında, yatırımcı bazında işlem hacimlerine ve CASE'in yayınladığı bültenlere ulaşabilmektedir.

MISR Mutabakat, Saklama ve Kayıt Merkezi, 1994 yılında çıkartılan bir kanun ile kurulmuş, 1996 yılında faaliyete girmiştir. Ortakları arasında Kahire ve İskenderiye Borsası, bankalar ve aracı kurumlar vardır.

Kahire ve İskenderiye Borsası İştirakleri



Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

Kotasyon Koşulları

	Kotasyon I	Kotasyon II	Kot Dışı I	Kot Dışı II
Sermaye	20 milyon LE	20 milyon LE	10 milyon LE	5 milyon LE
Hissedar Sayısı (minimum)	150	--	50	--
Kârlılık (sermayenin)	%5	%5	%5	%1
Halka Açıklık Oranı	%30	--	%10	--

Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

Kotasyon koşulları şirketlerin hukuki ve finansal şartlarına bağlı olarak farklılık göstermekte ve kendi aralarında da I ve II olarak ayrılmaktadırlar. Bu koşulların detaylarına tabloda yer verilmiştir.

Borsa kotuna girmek isteyen yabancı şirketler, Kot Dışı kurallarına tabidirler ve yerel şirketlerden farklı olarak yerine getirmekle yükümlü oldukları ilave bazı şartlar bulunmaktadır. Örneğin, bir borsada kote olmuş yabancı menkul kıymet, gerekli şartları sağladığı takdirde CASE’de kote olabilir. Bunun yanında yabancı şirket, merkezinin bulunduğu ülkenin yetkili kuruluşunca onaylanmış ve uluslararası standartlara uygun olarak hazırlanmış finansal raporlarını ilgili mali yılın bitiminden bir ay sonra, yaygın olarak kullanılan bir günlük gazetede ilan etmek zorundadır.

Seans Saatleri

Borsada işlem gören bütün menkul kıymetler için geçerli seans saatleri tabloda yer verilmiştir.

Açılış seansı bulunmamaktadır. Menkul kıymetlerin açılış fiyatları bir önceki gün kapanış fiyatlarıdır. Eğer bir hisse, seans süresi boyunca, 100 hisse senedinden fazla işlem görmüşse, ağırlıklı ortalama fiyatı belirlenir ve bu fiyat kapanış fiyatı olur. Aksi takdirde, bir önceki günün kapanış fiyatı o günün kapanış fiyatı olarak kabul edilir.

Seans Saatleri

	Açılış	Kapanış
Kote Şirketler Piyasası	10:30	14:30
Tezgâhüstü Piyasa		
Emir Piyasası	9:45	11:15
Toptan Satışlar Piyasası	14:45	15:15
Tahvil Piyasasındaki Piyasa Yapıcılar	10:30	14:30

Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

B. NİL MENKUL KIYMETLER BORSASI

Nil Menkul Kıymetler Borsası (NILEX) CASE’in küçük

ve orta ölçekli şirketler için kurduğu bir pazar niteliğindedir. NILEX’e kote olmak isteyen şirketlerin en fazla 25 milyon LE (4,5 milyon \$) sermayeleri olması gerekmektedir.

Bu pazarda halka açılmak isteyen şirketler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş “atanmış danışmanlar” ile birlikte bu çalışmalarını sürdürmek zorundadırlar. Atanmış danışmanlar KOBİ’lerin halka arzı süresince kuruluşlara asistanlık yapmaktadır. Danışmanlık süreci halka arzı takip eden 2 yıl boyunca devam eder. Bununla birlikte danışmanlar, şirketin kotasyon koşullarına uygunluğunu denetlemek, kamuyu aydınlatmaya ilişkin esaslar ile ilgili bilgilendirmek ve denetlemekle yükümlüdür. Halihazırda bu yetkiye sahip 7 kuruluş bulunmaktadır. Bunlardan birisi aracı kurum, bir diğeri yatırım bankası, diğer kurumlar ise mali danışmanlık firmalarıdır.

NILEX’in yapısı Londra Borsasının alt bir pazarı olan AIM’i (Alternative Investment Market) model almaktadır.

NILEX’te işlemler 12:00-13:00 arasında gerçekleşmektedir. Seansın son 10 dakikası içinde gerçekleşen en yüksek hacimli işlem kapanış fiyatı olarak belirlenir. Takas, T+2’de yapılır.

C. TEZGÂHÜSTÜ PİYASA

CASE, 2002 yılında tezgâhüstü piyasayı emir piyasası ve toptan satışlar piyasası olmak üzere ikiye ayırmıştır.

Emir piyasasında likiditeleri yüksek şirketler ile borsanın kotasyon koşullarını karşılamayan şirketlerin hisseleri işlem görmektedir. Emirler, aracı kurumlar tarafından borsanın işletim sistemi, CTS’ye (Case Trading System) iletilir.

Toptan satışlar piyasasında ise aracı kurumlar arasında önceden anlaşma sağlanan işlemler yapılır. Emirler, CTS’ye borsa çalışanları tarafından iletilir. İşlemler gerçekleştikten sonra borsa işlem detaylarını duyurur.

D. CASE İŞLETİM SİSTEMİ (CASE TRADING SYSTEM-CTS)

CTS, borsada yer alan bütün menkul kıymet işlemlerinin yapıldığı işlem platformudur. Hem borsa kotunda yer alan, hem de tezgâhüstü piyasada işlem gören menkul kıymet işlemleri ile ilgili emirler CTS üzerinde verilmektedir.

Hali hazırda hisse senetlerinin işlem gördüğü piyasalar şunlardır:

- Likit Piyasa: En aktif işlem gören 50 hisse senedi
- Likit Olmayan Piyasa: İlk 50 dışında kalan hisse senetleri ve kaydileştirilmiş yatırım ortaklıkları
- Sertifika Piyasası: Kaydileştirilmemiş hisse senetleri ve yatırım ortaklıkları
- Toptan Satışlar Pazarı: Büyük emirler gerçekleşir.

Hisse senetlerinin bir önceki gün kapanış fiyatı üzerinden %5 tavan ve taban fiyat sınırlaması getirilmiştir. Ancak 2002 yılında yapılan bir düzenlemeyle birlikte, en aktif hisse senetleri için %5 tavan fiyat limiti kaldırılmıştır. Şu anda 44 hisse senedinde tavan fiyat kısıtlaması uygulanmamaktadır. Ancak taban fiyat limiti devam etmektedir. Bu şirketler için belirlenen ölçütler bir yılda en az 220 gün işlem görmesi, hisse senedinin kaydileştirilmiş olması, günlük ortalama en az 20 işlem gerçekleştirilmesi, piyasa değeri en düşük 200 milyon LE ve halka açıklık oranının en az %15 olmasıdır.

İşlemlerin adilliği ve yatırımcıların korunması için borsa bir kontrol aralığı belirlemiştir. Eğer 44 hisseden herhangi birinin ağırlıklı ortalama fiyatı, açılış fiyatının %10 üstündeyse, ilgili hissenin işlemleri yarım saatliğine durdurulur. Eğer bu değişim %20'nin üzerine çıkarsa, hisse senedinin işlemleri seans sonuna kadar durdurulur.

Yatırım ortaklıkları, likit olmayan piyasa veya sertifika piyasasında işlem görmektedir. Hisse senetleri ile aynı ku-

rallara dahil olmakla birlikte, fiyat limitleri uygulanmamaktadır.

Toptan Satış Pazarında ise büyük emirler gerçekleşmektedir. Eğer yatırımcılar borsaya kote olmuş bir şirketin büyük bir miktar hissesini almak istiyorlarsa, alıcı ve satıcı arasında belirlenmiş bir fiyat ve öngörülen bir süre içinde, Sermaye Piyasası Kurulunun iznini alarak, bu piyasada işlem yapabilirler.

E. VERİLER

2007 sonunda borsaya kote olan 435 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin toplam piyasa değeri 139 milyar \$, yıllık işlem hacmi ise 58 milyar \$'i geçmektedir. Borsa kotunda yer alan şirket sayısı azalmış olsa da piyasa değerinin ve işlem hacminin artması yeniden yapılandırılan piyasanın bir başarısı olarak kabul edilebilir. Ancak, aktif olarak borsada işlem gören şirket sayısının 337 olduğu da gözden kaçmamalıdır.

Yatırımcı bazında işlem hacimleri, borsanın faaliyet raporlarından alınmaktadır. CASE ile ilgili analizimiz hazırlanırken 2007 yılı faaliyet raporu yayınlanmadığından, yıl sonu verilerine ulaşamadık.

2006'da yaratılan işlem hacminin %70'i yerli yatırımcılar tarafından oluşturulmuştur. 2001 yılında yalnızca %3 paya sahip olan Arap yatırımcıların payı ise %14'e çıkmıştır.

Hisse Senedi Piyasası

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kote Olan Şirket Sayısı	1,100	1,151	978	795	744	595	435
İşlem Gören Şirket Sayısı	643	671	540	503	441	407	337
Piyasa Değeri (myr. \$)	25.9	23.8	27.9	38.5	79.5	93.5	139.3
İşlem Hacmi (myr. \$)	5.7	5.0	3.7	5.9	26.3	47.5	58.3

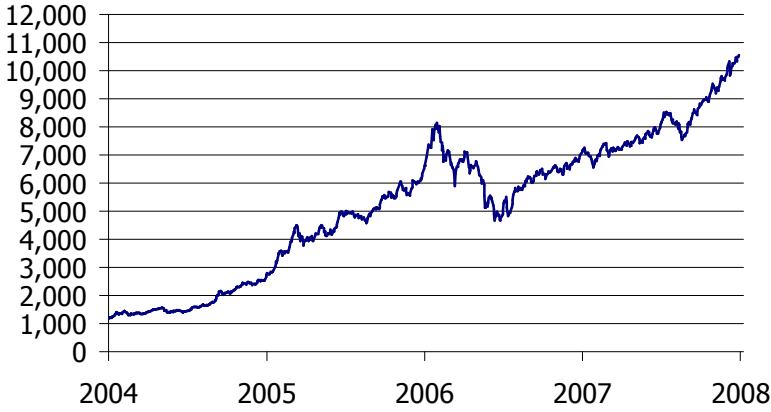
Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

Hisse Senedi Piyasası İşlem Hacmi Dağılımı

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
İşlem Hacmi (myr. \$)	7.3	6.7	4.5	7.0	28.0	50.3	65.8
Kote Olan Hisse Senetleri	5.7	5.0	3.7	5.9	26.3	47.5	58.3
Kote Olmayan Hisse Senetleri	1.6	1.6	0.8	1.0	1.7	2.8	7.5
Yatırımcı Bazında İşlem Hacmi Payları							
Yerli	84%	81%	80%	73%	70%	70%	--
Yabancı	13%	17%	13%	21%	16%	17%	--
Arap	3%	2%	8%	7%	14%	14%	--

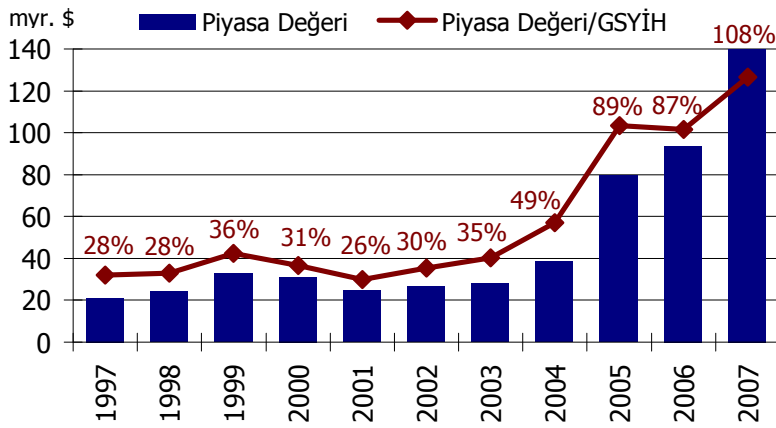
Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

CASE-30 Endeksi



Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

CASE Piyasa Değeri



Kaynak: IMF, WFE

Borsanın ana endeksi CASE-30'dur. 1998 yılından bu yana hesaplanan endekste, likiditesi ve piyasa değeri en yüksek 30 şirketin hisse senetleri yer almaktadır.

En yüksek piyasa değerine sahip şirketlerin arasında halka açıklık oranı %15'in üzerinde olanlar CASE-30 endeksine dahil edilir. 3 yıl ardı ardına zarar eden şirketler, endeks hesaplamasından çıkartılmaktadır. 2007 yılında CASE-30, Mısır Lirası bazında %48, dolar bazında ise %57 değer kazanmıştır. Böylece, WFE'ye üye ülkeler arasında dolar bazında en yüksek getiriye sağlayan 9. borsa olmuştur.

Borsa, 2007 yılından itibaren sektör endeksleri yayınlamaya başlamıştır. Halihazırda bankalar, banka dışı finansal hizmetler, telekomünikasyon ve gayri-

menkul gibi birçok sektörün bulunduğu 12 endeks bulunmaktadır.

Daha önceden de belirtildiği gibi, Mısır sermaye piyasasının altyapısı 1990'lı yıllarda kurulmaya başlanmış, ancak 2004 yılına gelene kadar reformlar istenildiği ölçüde gerçekleştirilmemiş, bu nedenle yatırımcıların ilgisi sermaye piyasasına yönlendirilememiştir. CASE'in piyasa değerinin verildiği grafikte, 2001 yılında GSYİH'nin sadece %26'sına denk gelen piyasa değerinin, 2007 sonunda %108'ine denk gelmesi, 2004 yılından bu yana yaşanan gelişmelerin bir sonucudur.

4. Tahvil Piyasası

Tahvil piyasasında kamu ve özel şirket tahvilleri işlem görmektedir. Ancak işlem değerlerine ve hacimlere bakıldığı zaman, piyasa yapımcıların gerçekleştirdiği devlet tahvili işlemlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir.

Tahvil piyasasında yer alan piyasa yapıcılığı sistemine (Primary Dealers System) üye kuruluşlar bankalardır. 2007 yılında piyasa yapıcısı olan 7 banka bulunmakla birlikte tahvil alım-satımına aracılık etmeye yetkili 2 de aracı kurum vardır. Bir başka deyişle, tahvil piyasasında 9 aracı kuruluş işlem yapmaktadır.

Piyasanın işlem hacmine borsanın yıllık faaliyet raporundan ulaşılmaktadır. Çalışmamız hazırlanırken 2007 yılı faaliyet raporu yayınlanmadığından, yıl sonu verilerine ulaşılamamıştır.

2006 yılında, piyasa yapıcısı bankalar toplam işlem hacminin %82'sini gerçekleştirmiştir. Özel şirket

Tahvil Piyasası İşlem Hacmi (milyon \$)	2005	2006
Kamu Tahvilleri	1,394	1,781
Konut Tahvilleri	0.7	0.7
Hazine Tahvilleri	28	22
Hazine Tahvilleri (Piyasa Yapıcılar)	1,365	1,758
Özel Şirket Tahvilleri	200	374
Toplam	1,594	2,155

Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

tahvillerinin işlem hacmi 2005-2006 yılları arasında %86 artmıştır. Bu tahviller 2006 yılı sonunda işlem hacminin %18'ini kaydetmekle birlikte, halen daha küçük boyuttadır.

Daha önce belirtildiği gibi, piyasa yapıcısı kurumlar ve diğer piyasa katılımcıları işlemlerini 10:30-14:30 arasında yürütmektedir.

5. Mutabakat ve Takas

MISR Mutabakat, Saklama ve Kayıt Merkezi 1994 yılında çıkartılan bir kanun ile kurulmuş, 1996 yılında faaliyete geçmiştir. Ortakları arasında Kahire ve İskenderiye Borsası ile banka ve aracı kurumlar bulunmaktadır.

Kuruluş aşamasında, gelişmiş piyasalardaki uygulamalar çerçevesinde yapılandırılan şirket, 2000 yılında Merkezi Saklama ve Kayıt Kanununun yürürlüğe girmesiyle Mısır sermaye piyasasının ihtiyaçları ve beklentileri çerçevesinde yeniden organize edilmiştir.

Takas işlemleri teslim karşılığı ödeme prensibine göre çalışmaktadır. Takas, aşağıda belirtilen işlemler için T+0, T+1 ve T+2 arasında değişiklik göstermektedir.

- T+0: Gün içinde işletim sistemi üzerinde işlem gören menkul kıymetler
- T+1: Piyasa yapıcıları sistemi üzerinde işlem gören devlet tahvilleri
- T+2: Diğer menkul kıymetler

T+0, likiditesi yüksek hisse senetleri için aynı gün takas işlemi sağlayan bir sistemdir. 2005 yılında yürürlüğe giren sisteme, halihazırda 43 hisse senedi dahildir. Sermaye Piyasası Kurulundan sistemi kullanmaya yetki almış 15 aracı kurum bulunmaktadır.

IV. ARACI KURULUŞLAR

2007 sonu itibarıyla borsada 138 aracı kurum ve 7 banka işlemlere aracılık etmektedir. 138 aracı kurumdan 39'u internet üzerinden işlem yapma imkanı sunmaktadır.

Aracılık Yetki Belgeleri

Faaliyet Alanı	2007
1 Hisse Senedi Alım-Satım Aracılığı	111
2 Yatırım	61
3 Portföy Kurma ve Yönetimi	29
4 Yatırım Fonu Kurma	29
5 Halka Arz	27
6 Yatırım Fonu Yönetimi	19
7 Saklama	15
8 Risk Sermayesi	14
9 Piyasa Yapıcılığı	7
10 Veri Dağıtımı	3
11 Menkul Kıymet Değerleme ve İnceleme	2
12 Tahvil Alım-Satım Aracılığı	2
13 Mutabakat ve Takas	1
14 Menkul Kıymet Değerleme, Sınıflandırma ve Derecelendirme	1
15 Yatırım Ortaklığı	1
16 Menkul Kıymetleştirme	0

Kaynak: Mısır Sermaye Piyasası Kurulu

Sermaye Piyasası Kanununda aracılık faaliyetleri 16 başlık altında sınıflandırılmıştır. Bu sınıflandırmaya bağlı olarak, 2007 yılı sonunda aracı kuruluşların sahip olduğu yetki belgelerine tabloda yer verilmiştir.

Hisse senedi alım-satımına aracılık yetki belgesi, borsa üyeleri arasında en yaygın olanıdır. 2007 yılında 111 aracı kurum bu belgeye sahiptir. Bankalar hisse senedi alım-satımına ilişkin aracılık faaliyeti yürütememektedir.

Yatırım yetki belgesi ise ikinci sırada yer almaktadır. Bu yetki belgesini, menkul kıymet ihraç eden bir şirkete ortak olan şirketler almakla yükümlüdürler. Ayrıca, halka açık bir şirkete ortak olmak veya yatırım yapmak isteyen şirket veya holdingler bu yetki belgesini alırlar.

2007 yılında halka arza aracılık yapmakla yetkili 27 kurum bulunmaktadır. Bu kurumlar arasında aracı kurum ve bankaların yanı sıra, danışmanlık ve denetim şirketleri de bulunmaktadır.

Yatırım fonu kurmaya yetkili 29 kurum bulunurken, yatırım fonları yönetimine yetkili 19 kurum vardır.

Piyasa yapıcısı aracı kuruluşlar, Sermaye Piyasası Kurulundan tahvil piyasasında faaliyet göstermek için yetkilendirilmiş bankalardır. Daha önce değinildiği üzere, tahvil alım-satım aracılığı lisansına sahip 2

Aracı Kurumların Hisse Senedi İşlem Hacmi Sıralaması (2007)			
İşlem Hacmi	Kümülatif		Pay
	Payı	Pay	
1-5	33%	33%	
6-10	14%	47%	
11-20	16%	62%	
21-50	23%	85%	
51-100	13%	97%	
101-138	3%	100%	

Kaynak: Kahire ve İskenderiye Borsası

Kayıt Merkezi. Saklama kuruluşu olarak 12 banka ve 3 aracı kurum faaliyet göstermektedir.

Kahire ve İskenderiye Borsasına üye aracı kurum sayısı 2007 yılı sonunda 138'dir. İlk 5 kurum 2007 yılında kaydedilen toplam hisse senedi işlem hacminin %33'ünü oluşturmuştur. İlk 20 kurumda bu pay %62'ye yükselmektedir.

V. GENEL DEĞERLENDİRME

Mısır, birçok medeniyete ev sahipliği yapmış, 40 yıl İngiliz himayesinde kalmış ve 1923'te bağımsızlığına kavuşmuştur.

1991 yılında IMF ile birlikte, ekonomik faaliyetlerde devlet egemenliğini azaltma yönünde bir ekonomik program başlatılmıştır. 2004 yılında, Ahmed Nazif'in başkanlığında hızlanan liberalleşme programı, sermaye piyasasının günümüzdeki yapısının temellerini atmıştır. Serbest piyasa altyapısının oluşturulduğu ve makro ekonomik istikrarın sağlandığı son dönemde hem yabancı hem de yerli yatırımcılar açısından piyasaya olan güven pekişmiştir.

Sermaye piyasasını düzenleme ve denetleme yetkisi Sermaye Piyasası Kuruluna aittir. Bankalar ise Merkez Bankasının denetimindedir. Bu kurumların yanında, Sermaye Piyasası Birliği ve Varlık Yönetimi Birliği olmak üzere iki meslek örgütü bulunmaktadır.

Ülkenin tek menkul kıymet borsası Kahire ve İskenderiye Borsasıdır. Borsada hisse senetleri, tahviller ve yatırım fonları işlem görmektedir.

2007 sonunda borsa kotunda 435 şirket bulunmaktadır. Bu şirketlerin toplam piyasa değeri 139 milyar

aracı kurum da bulunmaktadır.

Mutabakat ve takas işlemlerini yürüten tek kurum vardır: MISR Mutabakat, Saklama ve

\$'a ulaşmıştır. Yıllık 58 milyar \$'lık işlem hacminin %70'i yerli yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir. Borsa yatırım fonları ile ilgili düzenlemeler 2007 yılında yapılmıştır. 2008 yılının ikinci yarısında bu ürünün de piyasada işlem görmesi beklenmektedir. Türev ürünleri ise bulunmamaktadır.

2007 yılında borsa, kendi bünyesinde Nil Menkul Kıymetler Borsası adında küçük ve orta ölçekli şirketlerin işlem görebileceği bir pazar açmıştır. Şu anda sadece 1 saat işlem yapılan pazarın ilerleyen yıllarda daha etkin bir rol oynaması beklenmektedir. Bu pazar, Londra Borsası'nın AIM (Alternative Investment Market) piyasası ile benzerlik göstermektedir.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren 138 aracı kurum, 7 banka bulunmaktadır. Türkiye'deki gibi bankalar hisse senedi işlemi yapamamakla birlikte, tahvil piyasasında aktiftirler. Tahvil ihracındaki ağırlık kamu sektöründe yoğunlaşmaktadır.

KAYNAKÇA

- Dünya Bankası: www.worldbank.org
- İktisadi Araştırmalar Merkezi: www.eces.org
- İktisadi Kalkınma Bakanlığı: www.mop.gov.eg
- İpotekli Konut Finansmanı Kurulu: www.mf.gov.eg
- Kahire ve İskenderiye Menkul Kıymetler Borsası: www.egyptse.com
- Mısır Bilgilendirme Merkezi: www.sis.gov.eg
- Mısır Borsa Veri Dağıtımı: www.egidegypt.com
- Mısır Merkez Bankası: www.cbe.org.eg
- Mısır Sermaye Piyasası Birliği: www.ecma.org.eg
- Mısır Sermaye Piyasası Kurulu: www.cma.gov.eg
- MISR Mutabakat, Saklama ve Kayıt Merkezi: www.mcsd.com.eg
- Nil Menkul Kıymetler Borsası: <http://nilex.egyptse.com>
- Portföy Yönetim Şirketleri Birliği: www.eima.org.eg
- Sigortacılık Denetleme Kurulu: www.eisa.com.eg
- Ticaret ve Sanayi Bakanlığı: www.tpegypt.gov.eg
- Uluslararası Para Fonu: www.imf.org
- Yatırım Bakanlığı: www.investment.gov.eg
- Yatırım ve Serbest Bölgeler Kurulu: www.gafinet.org



İSLAMİ FİNANS SİSTEMİ

Küresel finans endüstrisinde küçük ama büyüyen bir paya sahip olan İslami finans sistemi, son dönemlerde İslam ülkelerinin yanı sıra gelişmiş piyasalarda da alternatif bir model olarak yaygınlaşmaktadır. Sistem, özellikle yükselen petrol fiyatlarıyla zenginleşen İslam ülkelerindeki yatırımcıların talepleri doğrultusunda, İslami kurallara uygun yatırım enstrümanları sunmaktadır. Ayrıca, genişleyen ürün yelpazesiyle, yeni yatırım araçları olarak Müslüman olmayan yatırımcıların da ilgisini çekmektedir.

Bu çalışmada, hızla gelişmekte olan İslami finans sistemi hakkında bilgi verilmesi amaçlanmaktadır. İslami finansın tarihi ve genel prensiplerine değinildikten sonra, bu prensiplere uygun oluşturulmuş İslami ürünler ele alınacaktır.

I. TARİHSEL SÜREÇ

İlk İslami finans uygulamalarına ortaçağda ticaretin

gelişmesi için Müslüman tüccarların verdikleri faizsiz krediler gösterilebilir. Günümüzdeki İslami finans sisteminin temelleri ise 1960'lı yıllarda atılmıştır.

İslami bankalar, ilk modern İslami finans kurumlarıdır. Mısır'da 1963 yılında kurulan kâr paylaşımı esasına dayalı Mit Gharm ilk İslami bankadır. 1971 yılında Kahire'de kurulan Nasır Sosyal Bankası ise faizsiz yatırım bankası niteliğinde olup, günümüzdeki İslami yatırım bankacılığının ilk örneklerindedir. İslami finans sektöründeki ilk uluslararası girişim olarak, 1975'te Suudi Arabistan'da İslami Kalkınma Bankası'nın (Islamic Development Bank-IDB) kurulması gösterilmektedir. İleride değinilecek olan IDB'nin ardından, aynı yıl Dubai İslami Bankası kurulmuş, kısa bir süre sonra İslami bankacılık Mısır, Kuveyt, Ürdün, Bahreyn, Sudan ve diğer ülkelere de yayılmıştır.

1970'li yıllarda, artan petrol fiyatlarıyla zenginleşen Arap dünyası, yeni olgunlaşan İslami bankacılığa

İslami Finans Sisteminin Gelişimi					
	1960-1970	1970-1980	1980-1990	1990-2000	2000-
Kurumlar	-Tasarruf Bankaları	-Ticari Bankalar	-Ticari Bankalar -Sigorta Şirketleri -Yatırım Kurumları	-Ticari Bankalar -Sigorta Şirketleri -Yatırım Kurumları -Portföy Yönetim Şirketleri -Aracı Kurumlar	-Ticari ve Yatırım Bankaları -Sigorta Şirketleri -Yatırım Kurumları -Portföy Yönetim Şirketleri -Aracı Kurumlar -E-Ticaret
Ürünler	-Tasarruf Bankaları Ürünleri: Quard Hasan, Mudaraba, Muşaraka	-Ticari Banka Ürünleri: Quard Hasan, Mudaraba, Muşaraka, Murabaha, Salam	-Ticari Banka Ürünleri -İslami Sigortacılık Ürünleri Genel ve Aile Takafül	-Ticari Banka Ürünleri -İslami Sigortacılık Ürünleri -Yatırım Fonları -İslami Bonolar -Hisse Senetleri	-Ticari Banka Ürünleri -İslami Sigortacılık Ürünleri -Yatırım Fonları -Bonolar -Hisse Senetleri -Yapılandırılmış Ürünler
Bölge	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu -Asya-Pasifik	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu -Asya-Pasifik	-Körfez Arap Ülkeleri -Orta Doğu -Asya-Pasifik -Avrupa-Amerika

Kaynak: IDB, IFSB

güçlü bir kaynak yaratmıştır. Gelişen İslami bankalar diğer finansal faaliyetleri beraberinde getirmiş, İslami sigortacılık da piyasada yerini almıştır. 1979 yılında ilk İslami sigorta şirketi Sudan'da kurulmuştur.

Bankacılık ve sigortacılığın gelişmesinin ardından İslami sermaye piyasasının da oluşması gecikmemiş, şeriat kuralları doğrultusunda kısa ve uzun vadeli borçlanma araçları ihraç edilmeye başlanmıştır. 1983 yılında Malezya hükümeti tarafından çıkarılan İslami bonolar, bu nitelikteki ilk sermaye piyasası araçlarıdır. İleride de değinileceği üzere İslami hisse senetleri ve İslami fonlar da gelişmeye başlamıştır.

İslami finansın gelişim evreleri tabloda özetlenmiştir. Tablo, ileride bahsedilecek uluslararası İslami finans kurumlarından İslami Kalkınma Bankası (Islamic Development Bank-IDB) ve İslami Finansal Hizmetler Kurulu'nun (Islamic Financial Services Board-IFSB) ortaklaşa yaptığı bir çalışmadan derlenmiştir. 1960'lı yıllarda Körfez Arap Ülkeleri İşbirliği Konseyi (Gulf Cooperation Council-GCC; Birleşik Arap Emirlikleri, Bahreyn, Kuveyt, Katar, Suudi Arabistan ve Umman) ülkeleri ve Orta Doğu'da başlayan İslami finansın uygulandığı bölgelere, 2000'li yıllarda Avrupa ve Amerika da katılmıştır. 1960'lı yıllardan itibaren ürün çeşitliliği artmış, İslami bono ve fonların yanı sıra, yapılandırılmış araçlar da sistemde yerini almıştır.

II. GENEL YÖNTEMLER

Modern İslami finansal ürün ve hizmetler, mevcut finansal araçların İslami esaslara göre değiştirilmesi veya bu prensiplere uygun yeni araçların geliştirilmesi ile oluşturulmuştur. Bu nedenle, öncelikle temel İslami prensiplerden kısaca bahsetmek yararlı olacaktır. Bu esaslara göre faiz (riba), belirsizlik (gharar), kumar (maisir) ve haram kavramları, kısıtlanan veya yasaklanan ana unsurlardır.

Riba, diğer bir ifadeyle faiz, ticarete yasaklanan temel öğedir. Kredi anlaşmalarında sabit ve belirlenmiş bir komisyon sağlayan getiriler yasaklanmıştır. İslam'da borçlanma, anaparanın belirli bir oranında ek ödeme olmadığı müddetçe yapılabilir. Borç veren taraf geri ödemeyi garanti etmek için teminat alabilir ya da borcun üzerine bir miktar (nominal) kâr payı koyabilir. Burada önemli olan, ek ödemenin anapa-

ranın önceden belirlenmiş bir oranı olmaması gerekliliğidir. Temel olarak, faiz yasaklanırken, kâr etmek teşvik edilmiştir.

Gharar, kelime olarak ticarete fiyatların belirsiz olması anlamına gelmektedir. Sigortacılık, genel anlamda ileride meydana gelmesi muhtemel tehlikeye karşı yapılacak, belirli olmayan zararın giderilmesinin, önceden yapılan prim ödemeleri karşılığında taahhüt edilmesidir. Bu nedenle, İslami yorumlara göre günümüzdeki sigortacılığın temelinde belirsizlik unsuru bulunmaktadır. Ancak, ileride açıklanacağı üzere, belirsizliğin ortadan kaldırıldığı prensipler çerçevesinde İslami sigortacılık gelişmiştir.

Sadece diğer tarafın kaybetmesi ile kazanç elde etmek de İslami kurallara aykırı bulunmaktadır. Kumar, bahis veya spekülasyon bu duruma örnek verilebilir. Ayrıca, İslamiyet'te haram olan faaliyetlerle ilgili endüstrilere yatırım yapılması da yasaklanmıştır.

Bu prensipler çerçevesinde, İslami finansta hisse senedi, borçlanma ve menkul kıymetleştirilmiş ürünlerin yanı sıra yapılandırılmış ürünler oluşturulmuştur. Geliştirilen bu ürünlerde uygulanan temel yöntemler aşağıda belirtilmiştir. Bu uygulamalardan mudaraba ve müşarakada ortaklık esasken, icarada kiralama esas olup quard hasan, murabaha, salam ve istisna işlemleri borçlanma mahiyetindedir. Ortaklığın aksine, kiralama veya borçlanmanın temel olduğu uygulamalarda, varlığın geçici olarak borç verenin mülkiyetinde kalması söz konusudur.

1. Mudaraba (Kâr Paylaşımı)

Mudaraba, hisse senedi çıkararak finansman sağlanan yaygın yöntemlerden biridir. Mudaraba tasarruf sahiplerine belirli projelere yatırım yapma imkanı sunar. Bu uygulamada bir taraf proje için gerekli sermayeyi verirken (rabb al-mal) diğer taraf (mudarib) proje yönetiminden sorumlu olur. Sermayedarın proje yönetimindeki yetkileri sınırlıdır.

Mudarabanın en önemli özelliği, sermaye sahibinin kesin bir kâr talep edememesidir. Kâr paylaşımı önceden belirlenen oranlarda yapılırken, mudaribin ihmali dışındaki diğer zararlar tamamen sermayedara aittir. Proje yöneticisinin zararı ise proje için harcadığı emek olarak düşünülmüştür. Mudarib, proje için ortaya konulan sermayeden daha fazla sermaye

kullanamaz. Mudaraba iki taraftan birinin geçerli bir neden göstermesiyle sonlanabilir.

Bu yöntemin bankacılıkta uygulanmasına ise, bankanın kendisi veya mudisi adına fon sağlayan taraf (rabb al-mal), belirli bir proje için kredi kullanacak müşterisinin de mudarib olduğu durum gösterilebilir. Banka, proje sonunda kendi komisyon ücretini kesip, bütün kârı mudisine vermektedir. Banka, isterse proje yöneticisi de olabilmektedir. Proje yönetimine katılmayan sermayedar, yatırım yaptığı projenin tipine karar verebileceği gibi (kısıtlı mudaraba), proje tipi tamamen mudaribin kararında da olabilir.

Mudaraba yöntemiyle hisse senedi ihracında ise, proje yöneticisi (mudarib), eşit değerde pay sahipliğini temsil eden hisseleri sermayedarlara dağıtmaktadır. İhraç genellikle bir banka aracılığı ile olur. Proje sonunda proje kârı (temettü) sahip olunan hisselerle dağıtılır.

2. Muşaraka (Kâr-Zarar Paylaşımı)

Hisse senedi çıkararak finansman sağlanan yöntemlerden bir diğeri olan muşaraka, esasında ortak girişimle eş anlamlıdır. Mudarabadan farklı olarak, hem girişimci hem de yatırımcı projeye ortak bir sermaye sağlar. Her iki taraf da kâra ortak olduğu gibi, risk ve zararlara da ortaktır.

Kâr paylaşımı önceden belirlenen oranlarda yapılır ancak herhangi bir tarafa sabit bir getiri belirlenmez. Kâr paylaşımı karşılıklı anlaşmaya bağlı olsa da, zarar paylaşımı sermaye oranında yapılır. Örneğin proje sahibi 100 \$, banka da 100 \$ yatırarak bir muşaraka anlaşması yapabilirler. Projenin kârlı olması halinde kârın %40'ını proje sahibi, %60'ını banka alabilir. Ancak proje zararlı sonuçlanırsa zarar sermayeleri oranında paylaşılmalıdır. Örnekte bu oran %50'ye %50'dir.

Örneğin belli bir miktar sermayeye sahip girişimci, proje için gerekli finansmanın kalanını bankadan sağlayabilir. Banka, finansmanı yine kendisi ya da mudileri adına sağlar. Kâr dağıtımını da, mudarabada olduğu gibi, belirli bir komisyon keserek yapar.

Hisse senedi ihracında da süreç aynıdır. Girişimci kendi koyduğu sermayesinin yanı sıra, proje finans-

manını sağlamak için hisse senedi ihraç eder. Proje sonunda temettü dağıtımı yapılır. Ancak, hisse senedi ihraçlarında mudaraba usulü daha yaygın olarak kullanılmaktadır.

Ayrıca, son yıllarda "azalan muşaraka" uygulaması geliştirilmiştir. Bu yöntemde taraflardan biri (genellikle sermayedar) proje dâhilindeki getirinin yanı sıra, zaman içerisinde sözleşmedeki payını da satarak ödeme almaktadır. Sözleşme, finansörün payı bitene kadar devam etmektedir. Bu yöntem mudaraba uygulamasında da kullanılmaya başlanmıştır. Azalan muşarakada olduğu gibi, böyle sözleşmelerde sermayedar kârın yanı sıra, zaman içerisinde projedeki payını mudaribe satarak da kazanç sağlayabilmektedir.

3. Quard Hasan (Faizsiz Borç)

Modern anlamdaki İslami finansman önce yaygın olarak kullanılan bu uygulamada, borç veren finansal sıkıntıda olan borçlusuna herhangi bir getiri talep etmeden, diğer bir deyişle faizsiz olarak borç vermektedir. Taraflar arasında yapılan sözleşmelerde geri ödeme, verilen borç miktarına eşit olmaktadır. Ancak, borçlu isterse daha fazla ödeme yapabilir fakat bu ödemenin sözleşmede yer almaması gerekmektedir. Zira bu uygulamada, kârdan ziyade sıkıntıda olan birine yardım etme, hayırseverlik esastır.

Quard hasanın İslami finansman uygulaması ise biraz daha farklı şekillenmiştir. Banka bireysel veya kurumsal müşterisi ile yaptığı quard hasan sözleşmesinde, belirli bir teminat altında kredi vermektedir. Banka ayrıca, bu tür kredilerde, kredi miktarından bağımsız olarak (ek ödemenin faiz niteliği taşımasından kaçınmak için) bir miktar ücret alır.

4. Murabaha (Maliyet ve Kâr Paylı Satış)

Murabaha bir çeşit satış sözleşmesidir. Bu yöntemde, satıcı bir malın maliyetinin ne kadar olduğunu açıklayıp, üzerine belirli bir kâr oranı koyarak satış fiyatını belirler.

Murabahanın finansal piyasalarda uygulanması ise, İslami bankanın müşterisi için bir ürünü satıcıdan

alıp müşterisine belirli bir kâr payı (komisyon) koyarak satması şeklinde olmaktadır. Geri ödeme, taksitli veya peşin olarak yapılabilmektedir. Taksitli ödemede, ödeme tamamlanana kadar malın mülkiyeti banka üzerindedir. Bu durumda banka, hem satıcı hem de müşterisi ile iki ayrı sözleşme imzalamaktadır. Sözleşme imzalanırken, satılan ürün fiyatının, teslim ve ödeme planının belirlenmesi gerekmektedir.

Bankanın aldığı komisyonun faiz niteliği taşıyabileceği hususu bazı İslam âlimlerince eleştirilmektedir. Eleştirilere karşı olarak, bankanın müşterisi için istenilen ürünü araştırıp en düşük fiyata bulunduğu için, aslında emeğinin karşılığı olarak kâr aldığı savunulmaktadır. Ayrıca bankanın kazancı, faizin tersine, müşterinin ödemeyi geciktirmesi durumunda değişmemektedir. Buna ek olarak, bankanın aldığı komisyonun, müşterisi için satın aldığı malın, müşterisi tarafından alınmaması riskine karşı aldığı da savunulmaktadır.

Banka, belirlenen ürünü alırken kendi ya da mudilerinin kaynaklarından yararlanır. İkinci durum söz konusu ise, banka acente konumunda olup, satın alınan ürün mudisinin mülkiyetindedir.

İslami borçlanmada yaygın olarak kullanılan bir diğer uygulama, Bai bithaman ajil'dir. Murabaha ile aynı şekilde uygulanan bu yöntemde finansör, müşterisine satmak üzere kâr payı koyarak bir varlık satın alır. Murabahadan genellikle daha uzun vadeli yapılan bu sözleşmelerde murabahadan farklı olarak, finansör kâr payını açıklamak zorunda değildir.

5. İcara (Finansal Kiralama)

İcara, bir malın belirli bir dönem için kullanma hakkının satılması olup, finansal kiralamaya çok benzetilmektedir. İcara başlangıçta ticaretle kullanılırken, İslami finansta da uygulanmaya başlanmıştır.

Bir çeşit kira kontratı olan icara sözleşmesinde, kiracıya (mustacir) belirlenmiş fiyatlarla makine, uçak, gemi veya tren gibi varlıkların intifa (kullanma) hakkı sunulur. Sözleşmede mal sahibi (mucir) varlıkların mülkiyetine sahip olup, varlığın bütün risk, sorumluluk ve bakımını üstlenir. Bu sözleşmeler, malın bütün ömrü boyunca değil, kısa dönemler (bir ay, üç ay

veya bir yıl gibi) için yapılır.

Daha uzun vadeli icara uygulamasında ise kiralama, mal sahibinin maliyetini amorti edip kâr sağlayana kadar sürebilir. Sözleşme sonunda, kiralaayan tarafın malı piyasa fiyatından satın alma imkânı vardır. Sözleşme, kiracının sorumluluklarını yerine getirmediği durumlarda veya her iki tarafın da rızasıyla feshedilebilir.

İcara uygulamasında, İslami banka müşterisi için varlık satın alır, üzerine kâr payı koyarak müşterisine varlığı kiralar. Murabahada banka (mal sahibi) herhangi bir sorumluluk almazken, icarada risk ve sorumluluk bankanın üzerindedir. Murabahada banka müşterisine malı satarken, icarada kiralamaktadır.

6. Salam (Ön Ödemeli Satış)

Salam, teslimi ilerde yapılacak olan ön ödemeli satış sözleşmesidir. Genellikle tarımsal ürünlerin finansmanında bu yöntem uygulanır. Salam diğer yöntemlere göre daha kısa vadeli finansmanlarda kullanılır. Kontrat sırasında ön ödeme yapılır. Ancak, kalitesi veya miktarı belirlenemeyen mallarda bu yöntem uygulanamaz. Sözleşmede teslim tarihi belirtilir.

İslami bankalar iki farklı salam sözleşmesi ile birinde mal satın alan konumundayken, diğer salam sözleşmesinde komisyon koyarak malı tekrar müşterisine satabilir. Ayrıca, banka isterse malı salam sözleşmesi ile alıp, murabaha (veya başka yöntem) sözleşmesi ile taksitli olarak da satabilir.

7. Wakala (Vekalet)

Wakala bir çeşit acentelik sözleşmesidir. Wakala sözleşmesinde bir proje veya iş için diğer tarafa (acente) vekalet verilir. Yapılan sözleşmede, vekalet veren taraf, işin başarılı sonuçlanıp sonuçlanmamasından bağımsız olarak, sabit bir ücret öder.

İslami finansta wakala sözleşmeleri ağırlıklı olarak yatırım hizmetlerinde kullanılır. Kişi veya kurum, yatırımlarını yönlendirmesi için bankaya vekâlet verir. Bunun için bir yönetim ücreti öder. Kâr veya zarar doğrudan yatırımcıya aktarılır. Bu yöntem genellikle İslami yatırım fonlarında kullanılır.

8. İstisna (Alış Emri)

İstisna, genelde inşaat sektöründe gerçekleştirilecek projelerde iki taraf arasında yapılan iş sözleşmesidir. İstisnada bir taraf proje için gerekli ürünleri alırken, diğer taraf üretimi yapar. İslami bankalar büyük alt-yapı projelerini finanse etmek için son dönemlerde bu yönteme başvurmuşlardır.

Salamda olduğu gibi, istisnada da finansöre tarafın söz konusu mala sahip olması gerekir. Alımı yapılacak ürünler istisnaya konu olan projede kullanılır. Salamda sözleşme sırasında ön ödeme yapılırken istisnada ödeme ertelenebilir. Aynı şekilde salamda teslim tarihi kesin olarak belirlenirken, istisnada bu gerekli değildir.

İslami bankalar salam yönteminde olduğu gibi, projelerde iki farklı istisna sözleşmesiyle tarafları birleştirebilir. İlk sözleşmede banka, ürünleri satın alan tarafla ödeme koşullarını belirten bir anlaşma yapar. İkincisinde ise banka, ürünlerin tedarikçisiyle sözleşme yapar. Banka genellikle ürünleri peşin öder, üzerine kâr payı koyarak ürünü alan tarafa taksitle satar.

9. Sukuk (Varlığa Dayalı İslami Menkul Kıymetler)

Sukuk yönteminde, belirli bir havuzda toplanan finansal araçlar menkul kıymetleştirilerek ikincil piyasada işlem görürler. İslami bankalar, menkul kıymetleştirmeyi gerçekleştiren özel amaçlı kurum (special purpose vehicle) rolündedir. Havuzda toplanan araçlar; hisse senetleri, emtia, intifa hakkı veya borçlan-

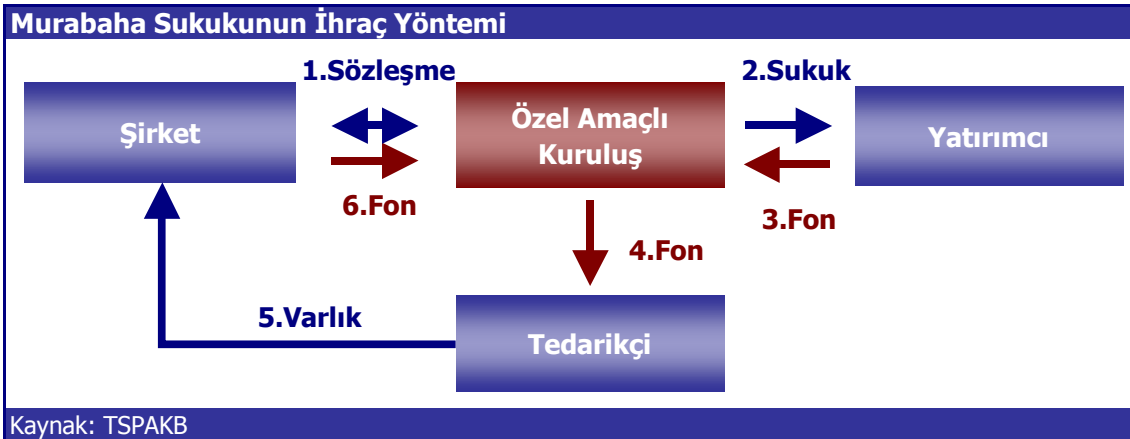
ma araçları olabilir. Varlıkların veya intifa hakkının paraya çevrilebilir nitelikte olması gerekir.

İslami finans mühendisleri, son yıllarda daha önceki bölümlerde bahsedilen yöntemlere göre mudaraba, icara, murabaha, salam gibi yöntemler kullanarak çeşitli İslami bonolar üretmişlerdir. Murabaha veya muşaraka yöntemiyle menkul kıymetleştirilen sukuk çeşitlerinde anapara ile getiri yatırımcılara garanti edilmez ve kâr payı önceden belirlenen oranlarda paylaşılır. Yatırımcılar bu araçlar üzerinde bütün haklara sahipken, bütün sorumlulukları da taşırlar. Borçlanma araçlarını baz alan sukuklardaki dayanak varlık yine İslami prensiplere uygun olmalıdır.

Örneğin murabaha sukukunda şirket 100 \$ değerindeki ihtiyacı olan varlığı almak için İslami bankayla (özel amaçlı kurum) sözleşme yapar. Banka 10 \$ değerinde 10 tane sukuk ihraç eder. Yatırımcılardan topladığı 100 \$ fonla malı satın alır. Ardından, aldığı malı, üzerine önceden belirlenen 20 \$ kâr payını koyarak 120 \$ karşılığında şirkete 12 aylık vadeyle satar. Bu sukuk ihracında başlangıçta 100 \$ sermaye koyan yatırımcılar 12 ayda 120 \$ geri ödeme almış olur.

Şekilde murabaha sukukunun işleyişi genel itibarıyla özetlenmiştir. Şirket, tedarikçiden aldığı malın finansmanını özel amaçlı kurum (ÖAK) aracılığı ile sağlar. ÖAK ya da İslami banka, murabaha sukukunu yatırımcılara ihraç ederek tedarikçiye ödemesini yapar. Sukukun geri ödemesi, şirketin yaptığı taksitli ödemelerle sağlanır.

Temel olarak yukarıdaki prosedür diğer sukuk ihraçlarında da benzerdir. Örneğin icara sukukunda da banka, şirketten aldığı kirayı yatırımcılara periyodik olarak geri öder.



Bahreyn hükümetinin 2000 yılında çıkardığı sukuk ihracı sa-

lam sözleşmesi şeklinde olmuştur. Salam sukukunun dayanak varlığı alüminyum olarak belirlenmiştir. Sözleşmede, alıcıya peşin ödeme yapması karşılığında, belirlenmiş ileri bir tarihte alüminyum satılacağı taahhüt edilmiştir. Bu işlemde Bahreyn İslam Bankası (BIB) salam sözleşmesine katılmak isteyen diğer bankaları temsil etmek üzere görevlendirilmiştir. Aynı zamanda malın dağıtım kanalları ile pazarlaması için Bahreyn Hükümeti acente olarak görevlendirilmiştir. Bahreyn Hükümeti, BIB'ın salam sahiplerine diğer geleneksel kısa vadeli para piyasası enstrümanlarının getirisine eşit kazanç sağlayacak bir fiyattan alüminyum satmasına olanak sağlamıştır.

Sukuk ihracında kullanılacak yöntemler icara, salam, istisna olabileceği gibi, bunların karışımı da olabilir. Örneğin icara, istisna ve murabahadan oluşan sukukun uygulaması olarak İslami Kalkınma Bankasının ihraç ettiği hibrid sukuk gösterilebilir. Bu ürün, içeriği %67 icara sukuk, %30 murabaha ve %3 istisna sukuk şeklinde yatırımcılara sunulmuştur.

III. İSLAMİ FİNANS ENDÜSTRİSİ

İleride değinilecek uluslararası bir kurum olan İslami Finansal Hizmetler Kurulunun (IFSB) tahminlerine göre, İslami finans piyasası yaklaşık 700 milyar \$ büyüklüğe ulaşmıştır. İslami finans sadece İslami ülkelerde değil, diğer ülkelerde de görülmektedir. IFSB'ye göre, son üç yılda yıllık ortalama %15 civarında büyüme kaydedilen İslami finans endüstrisinde İslami bankacılık büyük bir paya sahipken, sigortacılık ve sermaye piyasası araçları da hızla gelişmektedir. Bu bölümde İslami bankacılık ve sigortacılık hakkında genel bir bilgi verilip, İslami sermaye piyasası araçları daha detaylı şekilde ele alınacaktır.

İslami finans sisteminin işleyişi ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Daha katı şeriat kurallarına göre yönetilen Sudan ve İran gibi ülkelerde sektör tümüyle İslam kuralları dâhilindeyken; Malezya, Pakistan, Birleşik Arap Birlikleri ve Endonezya gibi ülkelerde İslami ve İslami olmayan finansal sistemler iç içe girmiştir. Yine bazı ülkelerde İslami finans hizmetleri sadece bu sistem için kurulan bankalar tarafından yapılmaktayken, bazı ülkelerde mevcut bankaların

İslami finans bölümlerinde yapılmaktadır.

1. İslami Bankacılık

İslami bankacılıkta temel olarak faiz kullanılmayıp kâr-zarar ortaklığı esas alınır. İşlemlerde faizin yanı sıra, daha önce de değinilen kumar, belirsizlik ve haramdan kaçınılır.

İslami bankacılık, Şeriat Düzenleme Kurullarının oluşmasını zorunlu kılmıştır. Ulusal düzeyde oluşturulan düzenleyicilerin yanı sıra, Uluslararası Şeriat Otoriteleri de kurulmuştur. İlerleyen bölümlerde uluslararası İslami kurullara yer verilecektir.

İslami bankalarda fon temininde kullanılan hesaplar; cari, mevduat ve yatırım hesaplarıdır. Cari hesaplar, normal bankacılıktaki uygulamaya benzerdir. Mevduat ve yatırım hesaplarında, İslami kurallara uygun, mudaraba, murabaha, muşaraka ve icara gibi genel yöntemler kullanılmaktadır. Bankanın yaptığı yatırımlardan elde edilen kâr, tasarruf sahiplerine paylaşılır. Bankalar yine şeriat prensipleri dâhilinde kısa, orta veya uzun vadeli finansman sağlayabilmektedir.

İran ve Sudan gibi bazı ülkelerde yalnızca İslami finansal kurumlar faaliyet göstermektedir. Malezya, Mısır, Suudi Arabistan gibi diğer ülkelerde ise geleneksel bankaların içinde İslami bankacılık hizmeti verilebildiği gibi, doğrudan İslami bankalar da hizmet verebilmektedir.

2. İslami Sigortacılık (Takaful)

Kelime anlamı "müşterek garanti" olan takafulda her bir katılımcının aidatı ortak bir havuzda toplanır ve fonlar ihtiyaç durumunda kullanılır. Böylelikle, kişilerin tek başına karşılayamayacakları zararları bir organizasyon aracılığıyla aralarında paylaşılır. Havuzda toplanan fonlarla yine İslami prensipler dahilinde yatırım yapılır.

Takaful, geleneksel sigortacılıktan farklı olarak, ortak sigortacılığı (mutual insurance) baz aldığı için İslami kurallar dahilinde yapılabilmektedir. Genellikle takaful sözleşmelerinde mudaraba veya wakala (vakalet) usulleri uygulanır. Her iki şekilde de katılım-

çılar ve şirketin kâr paylaşımı esas alınmıştır. Ancak süreçlerde farklılık görülmektedir. Mudaraba usulü sigortacılıkta, şirket de grup üyesi olup, yönetim ücreti alamazken; vekalet usulünde şirket sisteme katılmayıp, yönetim ücreti almaktadır.

Genel itibarıyla üç tip Takaful ürünü vardır:

- **Genel Takaful** (İslami Genel Sigorta)
Şirket veya katılımcıların genel risklere karşı yaptıkları sigortalardır. Taşit, yangın, iş kazası, nakliyat ve kaza sigortaları örnekler arasındadır.
- **Aile Takaful** (İslami Hayat Sigortası)
Aile takaful, daha uzun vadeli olup hayat sigortası niteliğindedir. Sağlık, eğitim, kaza, sigortaları bu tür sigortalara örnek verilebilir.
- **Retakaful** (İslami Reasürans)
Sigortacılığın başlaması reasürans şirketlerini de beraberinde getirmiştir. Sigorta edilmiş riskin bir kısmını ya da tamamını tekrar sigorta eden İslami reasürans şirketleri, sigorta şirketleri kadar yaygınlaşmamıştır. Suudi Arabistan, Sudan ve Malezya'da örnekleri vardır.

Moody's'in yayınladığı bir rapora göre, 2002 yılında 1,4 milyar \$ olan toplam İslami sigortacılık primlerinin 2007 yılında 2,5 milyar \$'a ulaştığı tahmin edilmektedir. Toplam primlerin büyük bir bölümünü genel takaful primleri oluştururken, aile takafulları da gelişmeye başlamıştır.

İslami sigortacılık işlemlerinin %90'ı Malezya'da yapılmaktadır. Malezya'nın ardından Sudan ve Körfez Arap ülkeleri İslami sigortacılık piyasasının gelişmekte olduğu yerlerdir.

3. İslami Sermaye Piyasası

İslami bankacılık ve sigortacılıktaki gelişmelere paralel olarak, sermaye piyasası da oluşmuştur. Malezya, Kuveyt, Sudan ve İran gibi ülkelerdeki bankalar, likidite yönetimi için İslami sermaye piyasası araçlarını kullanmaktadırlar.

İlk İslami bono, Malezya hükümeti tarafından 1983 yılında ihraç edilmiştir. İslami bankaların varlık yönetimini kolaylaştırmak için oluşturulan bu bono-

lar, quard hasan (faizsiz borç) usulüne göre ihraç edilmiştir. Ancak bu bonoların ikincil piyasada işlem görmesine izin verilmemiştir. Malezya'nın ardından Kuveyt Merkez Bankası, mudaraba usulünde bono ihraç etmiştir.

Yine 1983'te Malezya'da, şeriat kurallarıyla uyumlu hisse senetleri belirlenmiştir. 1996 yılında ilk İslami hisse senedi endeksi Malezya'da bir şirket tarafından oluşturulmuş, üç yıl sonra da Dow Jones ve FTSE, İslami endeksler yayınlamaya başlamıştır.

İslami fonlar da gelişen sermaye piyasasında yerini almıştır. İlk İslami fon, Hindistan'da 1984 yılında kurulan Amana yatırım fonudur.

Günümüzde şeriat prensipleri dahilinde İslami finans hizmetleri ve araçları çeşitlenmiştir. Yapılandırılmış ürünler, proje finansmanı, girişim sermayesi ve varlık yönetimi, hızla gelişen sermaye piyasası alanlarındandır. Bu bölümde temel enstrümanlar ele alınmaktadır.

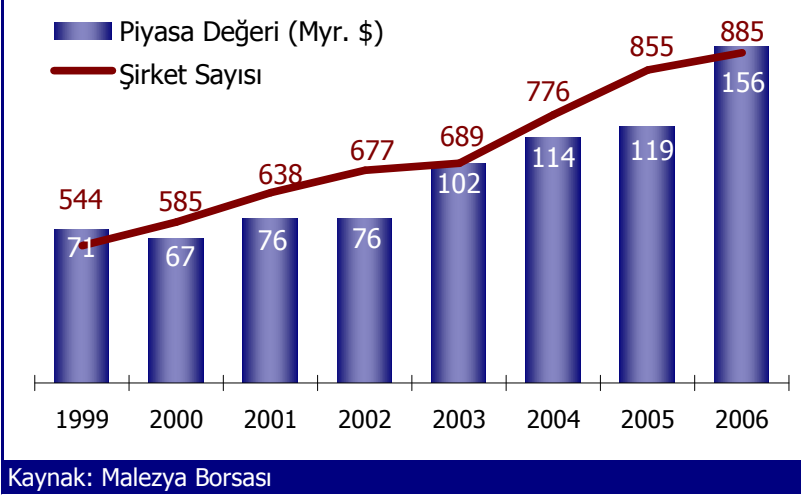
A. İSLAMİ HİSSE SENETLERİ

İslami hisse senetleri, şeriat prensiplerine uygun alanlarda faaliyet gösteren şirketlere ait hisse senetlerini ifade etmektedir. Genel olarak yasaklanan faaliyetler, alkol veya domuz eti üretim ve dağıtım, kumar, faize dayalı finansal hizmet veren bankacılık ve sigortacılık faaliyetleridir. Bu faaliyetlerin yanı sıra, bazı ülkelerde sigara, silah, müzik, sinema, otel ve eğlence gibi alanları da yasaklanmıştır.

Bu faaliyetlerin dışındaki şirketler için de belirli kısıtlar vardır. Örneğin Hindistan'da şirket kârının belirli bir bölümü faiz gelirlerinden oluşuyorsa, yatırımcı faize ait kısmı almamalıdır. Örneğin bir firmanın gelirlerinin %5'i faiz gelirlerinden oluşuyorsa, yatırımcının iştiraktan gelen kâr payının %5'ini hayır kurumlarına bağışlaması gerekmektedir.

Öte yandan Malezya'da, hisse senetlerinin ikincil piyasada işlem görmesi için şirketin likit olmayan varlıklarının toplam varlıklardaki payının %50'yi aşması gerekmektedir. Ayrıca, bu şirketlerin borç/öz kaynak, nakit/varlık, alacak/piyasa değeri oranları da bakılan diğer kriterlerdendir. Genellikle bu oranların en fazla üçte bir olması şartı vardır.

Malezya'da İslami Hisse Senetleri



Hisse senetlerinin şeriat kurallarına uygunluğu Malezya gibi örneklerde ülke sermaye piyasası düzenleyicisi içinde oluşturulan şeriat danışma kurulu tarafından belirlenmektedir. Uygun şirketlerin listesi her yıl toplanan kurul tarafından açıklanmaktadır. 2006 yılı itibariyle, Malezya Borsasında kote olmuş menkul kıymetlerin sayı olarak %86'sını, piyasa değeri açısından %64'ünü oluşturan İslami hisse senetlerine ilişkin veriler grafikte verilmiştir. Malezya'da 1999-2006 döneminde, iki kattan fazla artan İslami hisse senetlerinin toplam piyasa değeri 156 milyar \$'a ulaşmıştır.

Bir diğer uygulamada ise, senetlerin İslam'a uygunluğu, sermaye piyasası düzenleyicisi gibi merkezi bir kurum yerine özel kurumlarca da tespit edilebilir. Örneğin, bir banka İslami kurallara uygun bir ürün geliştirmek istiyorsa, kendisi bir şeriat danışma kuruluna başvurup onay alabilir, ya da yatırım ilkelerini kendisi belirleyebilir.

Örneğin, Hindistan'da Parsoli isimli bir yatırım şirketi, şeriat ilkelerine uygun, yatırım yapılabilecek hisse senetlerini belirlemiştir. Parsoli, daha önce belirtilen yasaklı faaliyetlerin yanı sıra, şeker ve deri üretimi ile müzik, sinema gibi faaliyetlerde bulunan şirketleri de şeriata uygun bulmamıştır. Ayrıca, yatırım yapılacak şirketin toplam borçlarının piyasa değerine oranının %35'i, alacakların toplam varlıklara oranının %45'i, faiz gelirlerinin toplam gelirlere oranının %10'u geçmemesi gibi kısıtlamalar getirmiştir. Parsoli'ye göre, hâlihazırda 3.456 şirketin kote olduğu Hindistan

Borsasında, 1.184 şirket İslami kurallara uygun niteliktedir.

İlki 1999 yılında kurulan Dow Jones İslami piyasalar endekslerinin sayısı 70'i aşmıştır. Alkol, domuz üretimi, eğlence ve finansal faaliyetlerin yanı sıra, sigara ve silah üretimi yapan şirketler Dow Jones İslami endekslerinde yer almamaktadır. Şirketler bağımsız bir şeriat kurulunca belirlenmektedir. Kurumun halihazırda İslam hukukunda uzmanlaşmış 5 üyesi vardır. Dow Jones Global İslami Endeksi içerisinde 45 ülkeden 2.636 şirket vardır. Mart 2008 itibariyle bu endeksteki şirketlerin piyasa değeri 19 trilyon \$'ı aşmıştır.

Dow Jones İslami Piyasa Türkiye Endeksi, 2004 yılında oluşturulmuş olup, İMKB'de işlem gören 26 şirketi kapsamaktadır. Endeksteki şirketlerin piyasa değeri Mart 2008 itibariyle 30 milyar \$'dır. Ayrıca bu endekse dayalı bir borsa yatırım fonu da mevcuttur.

1999 yılında FTSE de İslami hisse senetleri için İslami endeksler oluşturmaya başlamıştır. Halihazırda 5 endeks vardır. Endekslerde yer alacak şirketler şeriat uzmanlarınca belirlenir.

Türev piyasasının işleyişinde belirsizliğin söz konusu olması, bu ürünlerin İslami finans sistemi içinde gelişmemesine yol açmıştır. Ancak 2006 yılında, Malezya'da İslami prensiplere uygun hisse senetlerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri oluşturulmuştur.

B. İSLAMİ TAHVİLLER (SUKUK)

Genel itibariyle İslami bonolar, herhangi bir varlık alım satımı, finansal kiralama ya da ortak girişime katılım şeklinde yapılan sözleşmelerdir. İslami bonolarda temel olarak yukarıda bahsedilen sukuk yöntemi uygulandığı için, bu bonolara sukuk da denilmektedir. Diğer bonoların aksine, İslami bonoların dayanağı bir varlık olmalı ve uygulamaları icara, mudaraba, muşaraka gibi yöntemler dahilinde olmalıdır. Tahvillerin yapısının uygunluğu şeriat otoriteleri tarafından denetlenmektedir.

İkincil piyasada işlem gören ilk borçlanma araçları 2000 yılında Bahreyn'de görülmüştür. Daha sonra

Malezya ve diğer İslam ülkelerinde de ihraç edilme-ye başlamıştır. Bu tür ihraçlar Müslüman olmayan ülkelerde de yapılmaya başlamıştır. Devletler veya özel şirketler sukuk ihracı yapmaktadır. Sukuklar İslami finans sisteminde hızla gelişen yatırım araçlarıdır.

İleride değinilecek olan Uluslararası İslami Finans Piyasasından (International Islamic Financial Market-IIFM) alınan verilere göre, sukuk ihraçlarında genellikle özel sektör tahvilleri daha büyük bir paya sahiptir. 2007 yılında ihraç edilen sukuk hacminin %81'i şirketler tarafından gerçekleştirilmiştir.

Ülke bazında sukuk ihraçları tabloda belirtilmiştir. 2000 yılında Bahreyn hükümetinin 336 milyon \$'lık ihracı ile başlayan sukuklar, 2007 yıl sonunda toplam 89 milyar \$ ihraç büyüklüğüne ulaşmıştır. Toplam sukuk stoku ise 2007 sonunda 83 milyar \$'a ulaşmış olup bunun %61'i Malezya'da, %22'si Birleşik Arap Emirlikleri'nde, %8'i de Suudi Arabistan'dadır.

Uluslararası derecelendirme şirketi Moody's'in yaptığı bir araştırma, Ortadoğu, Afrika ve Asya Pasifik ülkelerindeki sukuk işlemlerinin çeşitlerini de göstermektedir. Muşaraka (kâr-zarar paylaşımı) sukuku, toplam sukuk ihracının %40'ını oluşturmaktadır. Ardından icara (finansal kiralama) ve mudaraba (kâr paylaşımı) sukukları gelmiştir.

Rapora göre, 2007 yılında Ortadoğu, Afrika ve Asya Pasifik ülkelerinde ihraç edilen 119 sukukun 88'i devletlere ait iken, 31 sukuk özel şirketler tarafından ihraç edilmiştir. Sukuk ihraç eden özel şirketlerin bü-

yük bölümü (%31) İslami finans kurumlarıdır. Bunu gayrimenkul ve kamu hizmeti veren kurumlar takip etmiştir.

2007 sonunda 19 milyar \$'a ulaşan Körfez Arap ülkelerindeki sukuk ihracının %58'i Birleşik Arap Emirliklerinde gerçekleşmiştir. Ardından gelen Suudi Arabistan ise Körfez ülkelerindeki toplam ihracın yaklaşık üçte birini gerçekleştirmiştir.

Diğer İslami finansal araçlarda olduğu gibi sukuk ihracında da Malezya önde gelmektedir. Global sukuk ihracının %61'i bu ülkede yapılmıştır.

Afrika kıtasında ilk sukuk ihracını 2007 yılında Sudan gerçekleştirmiştir. 130 milyon \$ değerindeki Nil nehri projesi için muşaraka sukuku çıkarılmıştır. İslami finans, Asya Pasifik ülkelerinin de dikkatini çekmeye başlamıştır. Japonya hükümetinin yakın zamanda 500 milyon \$ değerinde sukuk ihracı gerçekleştirmesi beklenmektedir.

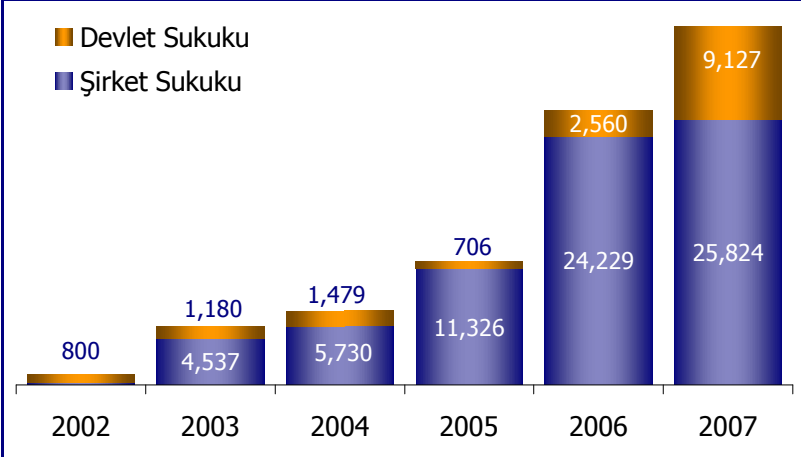
Gelişen İslami finans endüstrisi Avrupa'da da yayılmaya başlamıştır. Avrupa'da ilk İslami tahvil 2004 yılında Almanya'da çıkarılmıştır. 2005 yılında İngiltere'de sukuk ihracı gerçekleşmiş, 2006 yılında İslami tahviller Londra Borsasında işlem görmeye başlamıştır.

C. İSLAMİ FONLAR

İslami fonların yönetimi, şeriat kuralları çerçevesinde ve şeriat kurullarının danışmanlığında yapılmaktadır. Farklı araçlara yatırım yapabilen İslami fonlar, genel olarak İslami hisse senetlerine yatırım yapmaktadır. İslami fon piyasasının 2006 sonu itibarıyla 80 milyar \$'a ulaştığı tahmin edilmektedir.

İlk İslami hisse senedi yatırım fonu 1993 yılında Malezya'da oluşturulmuştur. Fon kurucusu, yatırımcılardan mudaraba, waka gibi usullerle aldıkları tasarrufları İslami hisse senetlerine yatırırlar. Portföydeki hisse senetlerinin seçimi genellikle fon yönetimindeki şeriat denetleme birimlerinin dâhilinde olur. Fon kazançlarının dağıtım şekli, uygulanan yöntemlere göre değişir. Aynı şekilde, fon yöneticisinin (genelde

Global Sukuk İhracı (mn. \$)



Kaynak: IIFM

Ülke Bazında Sukuk İhracı (mn. \$)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Toplam İhraç	Toplam Stok
Malezya		680	761	4,072	4,949	8,747	14,785	20,094	54,088	50,285
Birleşik Arap Emirlikleri					1,165	950	8,295	7,950	18,360	18,360
Suudi Arabistan				400	418	500	818	4,350	6,486	6,458
Bahreyn	336	100	200	480	454	691	798	718	3,777	2,202
Kuveyt						200	1,010	1,078	2,288	1,945
Katar				700			270	300	1,270	1,270
Pakistan						600	134	181	915	899
Brunei							513	80	593	377
İngiltere						287			287	287
Endonezya			19	65	101	59			244	245
ABD							166		166	166
Almanya					123				123	123
Sudan								130	130	130
Cayman Adaları								100	100	100
Toplam	336	780	980	5,717	7,210	12,034	26,789	34,951	88,827	82,847

Kaynak: IIFM

banka) kazancı da sözleşmeye bağlıdır. Örneğin, banka mudaraba sözleşmesinde, kâra ortak olurken, wakala sözleşmesi yapılmışsa komisyon alır. Ernst & Young'ın yaptığı bir araştırmaya göre, 2006 sonunda İslami hisse senedi yatırım fonlarının sayısı 300'e, toplam portföy büyüklüğü de 20 milyar \$'a yaklaşmıştır. Türkiye'de ise 4 tane İslami yatırım fonu bulunmaktadır.

Hisse senedinin yanı sıra, gayrimenkul, icara ve murabaha fonları da gelişmiştir. Murabaha fonlarında satın alınan malların satışından elde edilen kâr fo-

nun getirisidir. İcara fonlarının getirisi de aynı şekilde belirlenir. Emtia fonları genellikle alüminyum, bakır, nikel, platin gibi metallere yatırım yapmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları da sistemde yerini almıştır. Ernst & Young'a göre İslami gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ortalama portföy değeri 2002-2006 arasında yıllık ortalama %36 artarak 189 milyon \$'a ulaşmıştır.

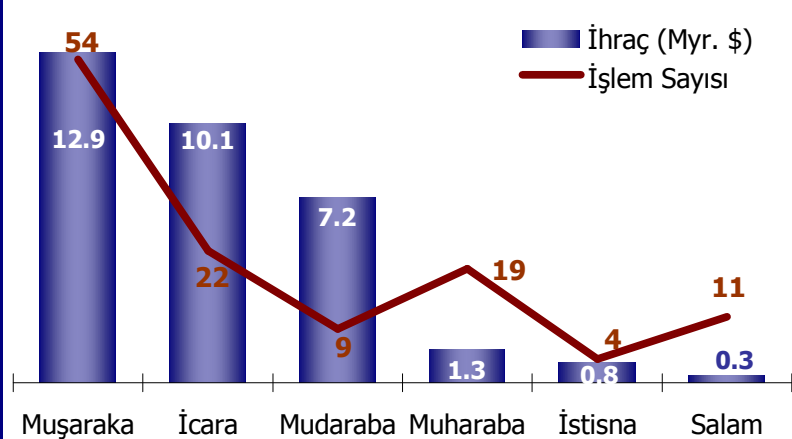
İslami prensiplere uygun gayrimenkul yatırım ortaklıkları en sık Orta Doğu ve Avrupa'da görülmektedir.

Bu fonlar konut, ticari alanlar, depolama merkezleri, park yerleri gibi faaliyetlere yatırım yaparlar. Diğer gayrimenkul yatırım fonlarından farklı olarak, yatırım yapılan alanların İslami kurallara uygunluğu ön plandadır.

Öte yandan, İslami serbest fonlar (hedge fund) da kurulmaya başlanmıştır. 2003 yılında Suudi Arabistan'da özel bir yatırım şirketi tarafından oluşturulan Alfanar Equity Hedge Fund ilk örnektir. Şeriat kuralları dahilinde borsa yatırım fonları (BYF) da oluşturulmuştur. Müslüman olmayan ülkelerdeki ilk İslami BYF İngiltere'de kurulmuştur.

Moodys'in yaptığı aynı araştırmaya göre,

Gelişmekte Olan Avrupa, Ortadoğu, Afrika, Asya Pasifik Ülkelerindeki Sukuk İhraçları (2007)



Kaynak: Moody's

2007 sonu itibariyle global İslami fon sayısı 700'ün üzerine çıkmıştır. Ancak henüz gelişmekte olan bu piyasadaki fonların yarısı 50 milyon \$'dan küçüktür. Bununla birlikte, İslami fonların yaklaşık %65'i Ortadoğu, Kuzey Afrika ve Asya Pasifik ülkelerinde bulunmaktadır.

Özel sermaye yatırımları (private equity) gelişmekte olan bir diğer alandır. İslami kurulların onayıyla oluşturulan bu fonlar, en çok Ortadoğu ve Kuzey Afrika bölgelerinde yoğunlaşmıştır.

4. Uluslararası İslami Finans Kurumları

İslami finans piyasasının gelişmesi, uluslararası örgütlerin kurulmasını da beraberinde getirmiştir. Muhasebe standartları, danışmanlık ve kredi derecelendirme gibi piyasa ihtiyaçları, uluslararası platformlarda çözülmeye çalışılmıştır.

• **İslami Kalkınma Bankası** (Islamic Development Bank-IDB)

İslami Kalkınma Bankası, IDB, 1975 yılında Suudi Arabistan'da uluslararası bir finans kurumu olarak kurulmuştur. Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 56 üyesi olan IDB'nin amacı, İslami prensipler ışığında, üye ve çeşitli ülkelerde yaşayan Müslümanların ekonomik gelişmelerini ve sosyal ilerlemelerini sağlamaktır.

Üye ülkelerdeki çeşitli projelerde finansman ve özkaynak sağlayan IDB, üye olmayan Müslüman ülkelere de kaynak sağlamak için özel fonlar oluşturmuştur. İslami banka niteliğindeki IDB, diğer İslami bankalar gibi fon toplayıp kredi verebilmektedir. Merkezi Cidde'de olan bankanın Fas ve Malezya'da ofisleri bulunmaktadır. IDB, kendinden sonra kurulmuş olan uluslararası İslami kurumların oluşmasına da katkıda bulunmuştur.

• **İslami Finans Ürünleri için Muhasebe ve Denetim Kurumu** (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Instruments-AAOIFI)

İslami Finans Ürünleri için Muhasebe ve Denetim Kurumu, 1991 yılında İslami Kalkınma Bankasının

katkısıyla özerk bir statüde Bahreyn'de kurulmuştur. Kurumun amacı İslami finans piyasası için şariat kuralları çerçevesinde ortak muhasebe, denetleme, yönetim ve etik standartları hazırlayıp geliştirmektir. AAOIFI, bu alanlarda 70'e yakın standart yayınlamıştır. Halihazırda merkez bankaları, İslami bankalar ve finans kurumlarının oluşturduğu 160'a yakın üyesi vardır. 40 ülkeden üyelerin bulunduğu organizasyonda Türkiye'den 2 katılım bankası da yer almaktadır.

AAOIFI Standartları, Bahreyn, Dubai, Ürdün, Katar, Lübnan, Sudan ve Suriye'de kabul görmektedir.

• **Uluslararası İslami Finans Piyasası** (International Islamic Financial Market-IIFM)

Bahreyn, Endonezya, Malezya ve Sudan merkez bankaları ile İslami Kalkınma Bankasının girişimiyle 2002 yılında Bahreyn'de Uluslararası İslami Finans Piyasası (IIFM) kurulmuştur. Mevcut ve yeni finansal araçların gelişimi, altyapı yatırımları, para ve sermaye piyasasının gelişimi için politikalar oluşturmak IIFM'nin başlıca amaçlarıdır.

IIFM, çalışma grupları aracılığı ile piyasa katılımcıları ve düzenleyici kurumları bir araya getirmektedir. IIFM'nin 40'a yakın üyesi vardır. Bahreyn merkezli İslami finans kurumları üyelerin yaklaşık yarısını oluşturmaktadır.

• **İslami Finansal Hizmetler Kurulu** (Islamic Financial Services Board-IFSB)

İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB), 2003 yılında Malezya'da kurulmuştur. IFSB, İslami finans piyasasında, düzenleyici ve denetleyici kurullar için uluslararası standartlar geliştirmektedir.

IFSB'de üç çeşit üyelik vardır; asil, yardımcı ve gözlemci üyeler. Oy hakkı bulunan asil üyeler, İslami bankacılık, sigortacılık ve menkul kıymetler alanında düzenleyici rol alan merkez bankaları ve diğer düzenleyici otoritelerden oluşur. Bir ülkeden en fazla üç kurum asil üye olabilir. Bu grupta IDB gibi uluslararası kurumların da dahil olduğu 21 üye bulunmaktadır. Yardımcı üyeler, yine düzenleyici otorite ve uluslararası kurumlardan oluşur. Uluslararası Para Fonu, Uluslararası Ödemeler Bankası ve Dünya Ban-

kası bu grupta yer almaktadır. Gözlemci üyeler ise, ulusal veya uluslararası birlikler ile İslami finans kurumlarıdır. 122 üyesi bulunan bu grupta Türkiye'den üç katılım bankası yer almaktadır.

IFSB, risk yönetimi, sermaye yeterliliği, kurumsal yönetim, düzenleyicilerin şeffaflığı ve piyasa disiplini konuları ile ilgili standartlar geliştirmektedir. Kurumun son dönemde üzerinde çalıştığı konular arasında devlet yatırım fonları ve sigortacılıkta kurumsal yönetim gibi konular yer almaktadır.

• Uluslararası İslami Derecelendirme Kurumu (International Islamic Rating Agency-IIRA)

2005 yılında İslami Kalkınma Bankası'nın katkılarıyla Bahreyn'de Uluslararası İslami Derecelendirme Kurulu (IIRA) kurulmuştur. IIRA'nın kuruluş amacı, İslami finans kurumları ve araçlarını derecelendirerek, oluşabilecek risklere karşı bağımsız değerlendirme yapmaktır. IIRA, şirketlerin kurumsal yönetimini, sigorta şirketlerinin mali gücünü, ülkeleri ve bankaları derecelendirmektedir. Derecelendirilmiş şirket veya araç kamuoyuna duyurulmaktadır.

Kurumun hissedarları, İslami Kalkınma Bankası, iki yerel derecelendirme şirketi ile çeşitli ülkelerden 13 İslami banka ve sigorta şirketleridir. Türkiye'den bir katılım bankası da IIRA'nın hissedarları arasındadır.

Derecelendirme yapılırken İslami prensipler de göz önüne alınmaktadır. Bunun için 19 kişilik bir şeriat kurulu oluşturulmuştur. Şeriat kurulu üyeleri arasında Türkiye'den bir kişi de yer almaktadır. İslami kurum ve araçların derecelendirmesi, IIFR'nin yanı sıra, Moody's, S&P ve Fitch gibi uluslararası derecelendirme şirketlerince de yapılabilmektedir. Bu şirketler de şeriat uzmanlarından yardım almaktadır.

IV. GENEL DEĞERLENDİRME

Global finans piyasasında küçük ama büyüyen bir paya sahip olan İslami finans sisteminin 700 milyar \$ büyüklüğe ulaştığı tahmin edilmektedir. Genel itibarıyla İslami finans, geleneksel finansın şeriat prensiplerine uyarlanmış şeklidir.

İslami finans en çok, yükselen petrol fiyatlarıyla zenginleşen Ortadoğu ve Arap bölgelerinde yaygınlaşmıştır. Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan, Bahreyn, Kuveyt, Katar ve Umman'ı kapsayan Körfez Arap ülkeleri ve Malezya, İslami finansın gelişimine katkıda bulunan önemli ülkelerden olup piyasada büyük paya sahiptirler.

İslami bankacılıkla başlayan İslami finans sisteminde sigortacılık ve sermaye piyasasının gelişmesi gecikmemiştir. Piyasadaki araçlar muşaraka ve mudaraba gibi yöntemlerle ortaklık esasına göre, ya da salam, istisna ve murabaha gibi yöntemlerle borçlanma esasına göre oluşturulmaktadır. Ayrıca yarı borçlanma sayılan icara gibi finansal kiralama yöntemleri de yaygındır.

İslami sermaye piyasasında, hisse senetleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ve fonlar yaygındır. İslami hisse senetlerinde, şirketin faaliyetlerinin İslami kurallara aykırı olmaması gerekmektedir. Ayrıca bu şirketlerin mali yapısı, şeriat kurullarınca belirlenmiş oranlara da uygun olmak zorundadır.

Diğer bir sermaye piyasası aracı olan İslami bonolar (sukuk), Müslüman ülkelerde olduğu gibi Müslüman olmayan ülkelerde de yaygınlaşmıştır. 2007 yıl sonu itibarıyla sukuk ihraçları 90 milyar \$'a yaklaşmıştır.

İslami fonlar gelişmekte olan diğer araçlardandır. 2006 sonu itibarıyla yaklaşık 300 İslami hisse senedi fonunun değeri 20 milyar \$ civarındadır. Ancak yeni gelişmekte olan İslami fonların yaklaşık yarısının portföyü 50 milyon \$ ve altındadır.

Özel girişim fonları (private equity) da yaygınlaşmakta olup toplam portföy değeri 2006 yılında 10 milyar \$'a ulaşmıştır.

İslami finans sektörünün gelişmesiyle, uluslararası kurumların oluşması da gecikmemiştir. 1973 yılında İslami bankacılığın gelişmesi için kurulan İslami Kalkınma Bankası ve 2002 yılında düzenleyici otoritelerin birliği şeklinde kurulan İslami Finansal Hizmetler Kurumu başlıca örneklerdir.

KAYNAKÇA

"Islamic Finance: Sukuk Take Centre Stage, Other

"Shari'ah-Compliant Products Gain Popularity as Demand Increases", Moody's, Şubat 2008

"Risk Issues at Islamic Financial Institutions", Moody's, Ocak 2008

"Islamic Banks and Financial Stability: An Empirical Analysis", Martin Eihak & Heiko Hesse, IMF, Ocak 2008

"Islamic Finance in the UK: Regulation and Challenges", FSA, Kasım 2007

"The Economics of Islamic Finance and Securitization" International Monetary Fund, Ağustos 2007

"The Islamic Funds and Investments Report 2007" Ernst & Young, Mayıs 2007

"Islamic Capital Market Task Force of IOSCO" IOSCO, Temmuz 2004

İslami Finansal Hizmetler Kurumu: www.ifsb.org

İslami Kalkınma Bankası: www.isdb.org

Uluslararası İslami Derecelendirme Kurulu:
www.iirating.com

Uluslararası İslami Finansal Piyasası: www.iifm.net

Uluslararası Muhasebe ve Denetim Organizasyonu:
www.aaofii.com



Esra Esin Savaşan
esavasan@tspakb.org.tr

GÜNDEMDEKİ MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ

Nisan ayına, sermaye piyasası mevzuatı değişiklikleri açısından baktığımızda; Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri ile, kamunun zamanında, yeterli ve doğru bir şekilde aydınlatılması için, ihraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri tarafından açıklanacak finansal raporların yeniden düzenlendiği, sermaye piyasasında lisanslamaya ilişkin düzenlemelerde ise değişikliğe gidildiği görülmektedir. Hazine Müsteşarlığı düzenlemeleri ile de, bireysel emeklilik sisteminin işleyişine ilişkin esaslar, çıkarılan bir yönetmelikle yeniden belirlenmiştir.

Ayrıca, sermaye piyasasında *Çi:NDeM*'in Nisan ayı sayısında (sayfa 32) kamunun görüşüne sunulduğu belirtilen "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı" uyarınca düzenlenen "Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber Taslağı", Sermaye Piyasası Kurulunca kamuoyunun görüşüne sunulmuştur.

Aşağıda sırasıyla, kamuoyunun görüşüne sunulan rehber taslağı ile, gerçekleştirilen düzenleme değişikliklerine okuyucularımızın mevzuat takibine yardımcı olmak amacıyla yer verilmektedir.

DÜZENLEME TASLAKLARI

ÖZEL DURUM AÇIKLAMALARINA İLİŞKİN REHBER TASLAĞI

Tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilerek, sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak amacıyla, Mart ayında kamuoyunun görüşüne açılan "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği Taslağı" (Tebliğ Taslağı) uyarınca düzenlenen "Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Rehber Taslağı" (Rehber Taslağı) Kurul tarafından kamuoyunun görüşüne sunulmuştur.

Rehber Taslağı, Tebliğ Taslağının "Özel durum açıklamalarına ilişkin rehber" başlıklı 26. maddesi uyarınca düzenlenmiştir. Tebliğ Taslağı uyarınca, Kurul,

kamunun zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatılmasını sağlamak amacıyla, özel durum açıklamalarının yapılmasına ilişkin esasları ayrıca hazırlanacak bir rehber vasıtasıyla kamuya duyurmaya ve bu rehberi güncellemeye yetkilidir.

Bu yetki çerçevesinde hazırlanan Rehber Taslağı, "içeriden öğrenilen bilgi", "sürekli bilgilerin açıklanmasına ilişkin esaslar" ve "özel durum açıklamasının dili ve bildirim şekli" başlıkları altında düzenlemeler içermektedir.

DÜZENLEME DEĞİŞİKLİKLERİ

BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ HAKKINDA YÖNETMELİK

Kişilerin bireysel emeklilik sistemine girmesine, emeklilik sözleşmesinin yapılmasından sona ermesine kadar geçen süreçte emeklilik sözleşmesine taraf olanların hak ve yükümlülüklerine ve bireysel emeklilik sisteminin işleyişine ilişkin esas ve usulleri düzenleyen "Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmelik" (Yönetmelik) 09.04.2008 tarih ve 26842 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır. Yönetmelik, 28.02.2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan "Bireysel Emeklilik Sistemi Hakkında Yönetmeliği" yürürlükten kaldırmaktadır.

Yönetmelik; emeklilik sözleşmesi ve taraflarına, bireysel emeklilik sistemine girmek isteyenlerin sisteme girme kararını etkileyebilecek hususlar hakkında bilgilendirilmelerine, emeklilik planı ve fon dağılımı teklifine, emeklilik sözleşmesinin yürürlüğe girmesine, katılımcının cayma hakkına, emeklilik planına, asgari katkı payına ve katkı payının yatırıma yönlendirilmesine, emeklilik sözleşmesi taraflarının hakları ve yükümlülüklerine, grup emekliliğe, giriş aidatı, yönetim giderleri ve fon işletim giderlerine, fon paylarına ilişkin uygulamalara, katılımcılara verilecek bilgi, belge ve formlara ilişkin esas ve usulleri kapsamaktadır.

Yönetmeliğin yayımı tarihinden önce uygulamada olan emeklilik planları ile emeklilik sözleşmeleri, ya-

yım tarihinden itibaren dört ay içinde bu Yönetmelik hükümlerine uygun hale getirilecektir. Yönetmeliğin yürürlük tarihinden önce yapılan emeklilik sözleşmelerinde yer alan giriş aidatı tutarı ve uygulama şekline ilişkin hükümler ise, aksi kararlaştırılmadıkça sözleşme sona erene kadar geçerliliğini koruyacaktır.

SİCİL TUTMAYA İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA TEBLİĞDE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR SERİ:VIII, NO:56 SAYILI TEBLİĞ

Sermaye piyasası alanında çalışanların mesleki yeterliliklerini ve bilgi seviyelerini tespit etmek amacıyla yapılacak sınavlara, ilgili ihtisas alanları itibarıyla mesleki yeterliliklerini gösterir lisans vermeye, eğitim programları düzenlemeye ve sicil tutmaya ilişkin usul ve esaslar Seri:VIII, No:34 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" (Tebliğ) ile düzenlenmektedir.

03.04.2008 tarih ve 26836 sayılı Resmi Gazetede, ilgili Tebliğde değişiklik yapan Seri:VIII, No:56 sayılı "Sermaye Piyasasında Faaliyette Bulunanlar İçin Lisanslama ve Sicil Tutmaya İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" yayımlanmıştır. Tebliğin, **sınavların geçersiz sayılmasını düzenleyen 14., sınav sonuçlarına itirazı ve itiraz komisyonuna ilişkin esasları belirleyen 16. ve kamuya açıklama yapmaya ilişkin hususları belirleyen 23. maddelerinde** değişikliğe gidildiği görülmektedir.

Lisanslama düzenlemeleri çerçevesinde, sınavları geçersiz sayılanlar 3 yıl içinde açılacak hiçbir sınava alınmamaktadır. Değişiklik uyarınca; sınavları geçersiz sayılarak 3 yıl içinde açılacak hiçbir sınava alınmayacak kişilere sınavlarının geçersiz sayıldığı bildirilecek olup, söz konusu bildirim itiraz, bildirim tebliğini izleyen 7 işgünü içinde yazılı olarak Kurula yapılabilecektir. Bu itirazlar, İtiraz Komisyonu tarafından 30 gün içinde incelenip karara bağlanacak ve sonuç itiraz edene Kurul tarafından yazılı olarak bildirilecektir.

Ayrıca, sınav sorularına itirazların, soruların internet sayfasında ilanını izleyen 7 iş günü içinde yazılı ola-

rak Kurula yapılacağı yönünde düzenleme getirilmiştir.

SERMAYE PİYASASINDA FİNANSAL RAPORLAMAYA İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA SERİ:Xİ, NO:29 SAYILI TEBLİĞ

Kamunun zamanında, yeterli ve doğru bir şekilde aydınlatılmasını teminen, ihraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri tarafından düzenlenecek finansal raporlar ile bunların hazırlanması, ilgililere sunulmasına ilişkin ilke, usul ve esasları düzenleyen Seri:Xİ, No:29 sayılı "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliğ" (Tebliğ) 09.04.2008 tarih ve 26842 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır.

Tebliğ, aynı hususlarda düzenleme yapan **Seri:Xİ, No:25 sayılı Tebliği yürürlükten kaldırmıştır.**

Düzenleme ile; ihraç ettiği sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar, aracı kurumlar ve portföy yönetim şirketleri tarafından hazırlanacak finansal tablolarda esas alınacak standartlar, Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları (UMS/UFRS) olarak kabul edilmektedir. Bu kapsamda benimsenen standartlara aykırı olmayan, Türkiye Muhasebe Standartları Kurulunca yayımlanan Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları esas alınacaktır.

Tebliğin Geçici 2. maddesi ise, geçiş sürecinde uygulanacak finansal raporlama standardını belirlemektedir. Şöyle ki, Avrupa Birliği tarafından kabul edilen UMS/UFRS'nin, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (UMSK) tarafından yayımlananlardan farkları, TMSK tarafından ilan edilinceye kadar, UMS/UFRS'ler uygulanacaktır. Bu durumda, finansal tabloların UMS/UFRS'lere göre hazırlandığı hususuna dipnotlarda yer verilecektir.

İşletmeler, kendileri için öngörülen finansal tabloları, yıllık ve üçer aylık dönemler itibarıyla düzenlemekle yükümlüdür ve finansal tabloların Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle UMS/UFRS'lere göre hazırlandığı hususuna dipnotlarda yer vermeleri ge-

rekmetedir. Söz konusu işletmelerin, bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve iş ortaklıkları da Tebliğ kapsamındadır.

Düzenleme ile, "finansal raporlar", finansal tablolar, yönetim kurulu faaliyet raporları ve sorumluluk beyanlarından oluşan raporlar olarak tanımlanmakta, "finansal tablolar" ise, dipnotlarıyla birlikte bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu ve özsermaye değişim tablosu olarak belirlenmektedir.

Tebliğ ile, yönetim kurulu yıllık faaliyet raporunun yanı sıra, ara dönem faaliyet raporları düzenlenmesi yönünde hüküm getirildiği görülmektedir. İşletmeler düzenledikleri ara dönem faaliyet raporlarında, ara dönemi ilgilendiren önemli olaylar ile bunların finansal tablolara etkilerine ve hesap döneminin geri kalan kısmı için bu hususlardaki önemli risk ve belirsizliklere yer vereceklerdir.

İşletmeler, yıllık finansal raporlarıyla bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarını,

- Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunmadığı durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen on hafta,
- Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunduğu durumlarda, hesap dönemlerinin bitimini izleyen on dört hafta,

içinde Kurula ve ilgili borsaya bildireceklerdir.

Ara dönem finansal raporlarını ise,

- Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunmadığı durumlarda, ilgili ara dönemin bitimini izleyen dört hafta,
- Konsolide finansal tablo hazırlama yükümlülüğünün bulunduğu durumlarda, ilgili ara dönemin bitimini izleyen altı hafta,

içinde Kurula ve ilgili borsaya bildireceklerdir. Ara dönem finansal tabloların bağımsız denetime tabi olduğu hallerde, bu süreler iki hafta eklenmektedir.

Tebliğe göre ilk defa finansal tablo düzenlenmesinde ise, Kurula ve borsaya bildirim sürelerine ayrıca üç hafta daha ilave süre tanınmaktadır.

İşletmeler, Tebliğe uygun olarak hazırlayacakları yıllık finansal tablolarını her yıl olağan genel kurul toplantılarını izleyen 30 gün içinde Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlatmak zorundadırlar. Genel kurul yapılmasına bağlı olmaksızın, bu ilan en geç yıllık hesap döneminin bitimini izleyen altıncı ayın sonunda yapılacaktır.

İşletmeler, yıllık ve ara dönem faaliyet raporları ile Tebliğ uyarınca hazırlayacakları finansal tablolarını ve varsa bunlara ilişkin bağımsız denetim raporlarını, finansal tablo kullanıcıları tarafından kolaylıkla ulaşılabilecek şekilde, Borsada kamuya açıklandıktan sonra, kendilerine ait internet sitelerinde yayımlamak zorundadırlar. Bu bilgilerin, ilgili internet sitesinde en az 5 yıl süreyle kamuya açık tutulması zorunlu tutulmaktadır.

Tebliğ, 01.01.2008 tarihi ve sonrasında başlayan hesap dönemlerine ait ilk ara dönem finansal raporlardan itibaren geçerli olmak üzere, yayımı tarihinde yürürlüğe girmiştir. Tebliğin ilk defa uygulandığı yılda ara dönem finansal tabloların tümünün sınırlı bağımsız denetimden geçirilmesi zorunlu tutulmuştur. Ancak bu Tebliğin yayımından önce Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına göre raporlama yapan işletmelerin ilk uygulama yılında 3 ve 9 aylık finansal tabloları için bağımsız denetim yaptırma yükümlülükleri bulunmamaktadır.

Tebliğ'in uygulamasında ihtiyaç duyulması halinde, finansal raporlama ilke, usul ve esaslarının, açık ve anlaşılabilir hale getirilmesi veya uygulama birliğinin sağlanması Kurul ilke kararları ile düzenlenecektir.

Konuya ilişkin olarak ilk ilke kararı, Kurulun 2008/16 sayılı Haftalık Bülteninde duyurulmuştur. Kurul Karar Organının 17.04.2008 tarih 11/467 sayılı kararı uyarınca, Seri:XI, No:29 Tebliğine göre hazırlanacak bilanço, gelir tablosu ve dipnotlara ilişkin formatlar ile bunlara ilişkin açıklamalar kamuoyuna duyurulmuştur. Temel finansal tablolardan, nakit akım tablosu ile özsermaye değişim tablosunun sunumunda ise, UMS/UFRS'lerde belirlenen esaslar çerçevesinde kalmak kaydıyla, işletmeler serbest bırakılmışlardır.

Yurt İçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon YTL	2005	2006	2007/09	%D
YTL Mevduat	141.716	168.943	192.170	13,7%
DTH	82.128	108.754	109.277	0,5%
Kıymetli Maden Hesapları	96	250	139	-44,4%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	8.369	10.788	13.130	21,7%
DİBS	55.276	55.781	54.099	-3,0%
Eurobond	5.348	5.413	4.597	-15,1%
Yatırım Fonları	29.374	22.012	24.925	13,2%
Repo	1.486	2.202	2.148	-2,5%
Emeklilik Yatırım Fonları	1.219	2.821	4.117	45,9%
Hisse Senedi	23.020	26.256	31.093	18,4%
Toplam	348.032	403.220	435.695	8,1%

Yurt Dışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon YTL	2005	2006	2007/09	%D
Hisse Senedi	44.894	50.218	78.251	55,8%
DİBS	23.502	35.086	37.516	6,9%
Eurobond	850	794	488	-38,6%
Mevduat	4.604	5.992	5.897	-1,6%
Toplam	73.850	92.091	122.152	32,6%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
	2006	2007	25/04/2008	%D
Milyon YTL	230.038	336.089	270.075	-19,6%
Milyon \$	163.775	288.761	210.815	-27,0%
Halka Açık Kısmın Piyasa Değeri (Milyon \$)	51.815	91.364	67.415	-26,2%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	32%	32%	32%	A.D.

İMKB'de İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı				
	2006	2007	25/04/2008	%D
İşlem Gören Şirketler	316	319	319	0,0%
İşlem Gören Borsa Yatırım Fonları	6	8	8	0,0%

Birincil Halka Arzlar				
	2005	2006	2007	%D
Toplam Hacim (Milyon \$)	1.803	949	3.389	257,0%
Şirket Sayısı	11	19	11	-0,42105

Halka Açık Şirket Kârlılığı				
	2005	2006	2007	%D
Kâr Eden Şirket Sayısı	227	223	255	14,3%
Zarar Eden Şirket Sayısı	81	102	64	-37,3%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı (Milyon YTL)	14.056	20.677	29.373	42,1%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon YTL)	-3.973	-1.235	-645	-47,8%
Toplam Kâr/Zarar (Milyon YTL)	10.083	19.441	28.729	47,8%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2006	2007	25/04/2008	%D
A Tipi Yatırım Fonları	599	762	516	-32,3%
B Tipi Yatırım Fonları	15.701	21.670	20.747	-4,3%
Emeklilik Yatırım Fonları	2.048	3.813	3.885	1,9%
Borsa Yatırım Fonları	88	226	163	-28,0%
Yatırım Ortaklıkları	280	317	354	11,7%
Gayrimenkul Yat.Ort.	1.487	2.723	2.339	-14,1%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	68	63	60	-4,8%
Toplam	20.271	29.574	28.064	-5,1%
Kurumsal Yatırımcı/GSMH	5,0%	5,8%	5,8%	A.D.

Yatırımcı Sayısı				
	2006	2007	2008/04	%D
Yatırımcı Sayısı	927.100	940.766	948.225	0,8%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2006	2007	2008/03	%D
Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri	35.083	70.213	44.890	-36,1%
Saklamadaki Payı	68%	72%	71%	-1,8%
Hisse Senedi İşlem Hacimleri	88.519	144.143	45.036	A.D.
İşlem Hacmi Payı	19%	24%	28%	A.D.
Net Hisse Senedi Yatırımı	1.144	4.533	-1.116	A.D.

TSPAKB Üyeleri				
	2006	2007	25/04/2008	%D
Araç Kurumlar	106	104	104	0,0%
Bankalar	40	41	41	0,0%
Toplam	146	145	145	0,0%

İMKB İşlem Hacimleri*				
Milyar \$	2006	2007	2008/03	%D
Hisse Senedi Piyasasında Araç Kurum	459	602	161	A.D.
Tahvil/Bono Piyasasında Araç Kurum	744	867	256	A.D.
Banka	3.344	4.039	1.168	A.D.
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	4.088	4.906	1.424	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

VOB Verileri*				
	2006	2007	2008/04	%D
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	7	24	18	A.D.
Hacim (Milyon YTL)	35.753	236.071	161.203	A.D.
Açık Pozisyon (Dönem Sonu)	198.074	234.717	1.265.254	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Araç Kurumlarla İlgili Veriler				
Milyon YTL	2005	2006	2007	%D
Dönen Varlıklar	2.134	2.292	3.377	47,4%
Duran Varlıklar	430	393	464	18,1%
Aktif Toplam	2.564	2.685	3.841	43,1%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	888	1.003	1.641	63,7%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	34	34	46	35,6%
Özsermaye	1.501	1.500	1.942	29,5%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	2.564	2.685	3.841	43,1%
Net Komisyon Gelirleri	490	509	605	A.D.
Esas Faaliyet Kârı	303	171	304	A.D.
Net Kâr	273	188	309	A.D.
Personel Sayısı	5.916	5.898	5.860	-0,6%
Şubeler	234	246	234	-4,9%
İrtibat Bürosu	69	64	51	-20,3%
Acente Şubeleri	4.406	4.514	4.775	5,8%

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi				
	2006	2007	25/04/2008	%D
İMKB-100	39.117	55.698	43.594	-21,7%
İMKB-100 (En Yüksek)	48.192	58.232	54.708	-6,1%
İMKB-100 (En Düşük)	31.492	36.630	39.015	6,5%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon \$)	919	1.197	1.236	3,3%

Yurt Dışı Borsa Endeksleri				
	2006	2007	25/04/2008	%D
Arjantin Merval	2.090	2.152	2.101	-2,3%
Brezilya Bovespa	44.474	63.886	65.187	2,0%
Fransa CAC 40	5.544	5.614	4.978	-11,3%
Almanya DAX	6.653	8.067	6.897	-14,5%
Hong Kong Hang Seng	19.965	27.813	25.517	-8,3%
Hindistan BSE Sens	13.787	20.287	17.126	-15,6%
Japonya Nikkei 225	17.226	15.308	13.863	-9,4%
Meksika IPC	26.448	29.537	31.009	5,0%
Rusya RTS	1.922	2.291	2.129	-7,0%
Güney Afrika FTSE/JSE	24.915	28.958	31.090	7,4%
İngiltere FTSE 100	6.221	6.457	6.091	-5,7%
ABD S&P 500	1.425	1.468	1.398	-4,8%
ABD Nasdaq 100	1.788	2.085	1.919	-8,0%

A.D.: Anlamli değil

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Kaynak: BDDK, Financial Times, Garanti Yatırım, İMKB, MKK, SPK, TCMB, TSPAKB, TÜİK, VOB

