

TSPAKB TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ

MAKROEKONOMİK İSTİKRAR PROGRAMLARININ SERMAYE PİYASASINA ETKİLERİ

TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER

Nisan 2004

TSPAKB

**TÜRKİYE SERMAYE PİYASASI
ARACI KURULUŞLARI BİRLİĞİ**

**MAKROEKONOMİK İSTİKRAR
PROGRAMLARININ SERMAYE
PİYASASINA ETKİLERİ**

TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER

Nisan 2004

Yayın Adı : Makroekonomik İstikrar Programlarının Sermaye Piyasasına Etkileri - Türkiye İçin Öneriler
Editör : Alparslan Budak
Hazırlayanlar : Ekin Fıkırkoca, Zeynep Emre
Basıldığı Matbaa : Printcenter
Tel.: (212) 282 41 90
Faks: (212) 280 96 04
Basım Yeri : İstanbul
Basım Tarihi : Nisan 2004, İlk Baskı
Yayın No. : 15

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

ISBN-975-6483-09-1

Sunuş



Türkiye’de 1980’li yıllarda temeli atılan sermaye piyasası, 2000’li yıllara kadar hızlı bir gelişim göstermiştir. Fakat, 2000 yılından itibaren, özellikle makroekonomik alandaki olumsuz gelişmelerin etkisiyle, piyasa daralma sürecine girmiştir. Uluslararası kıyaslamalar temel alındığında da Türkiye sermaye piyasasının derinliğinin ve genişliğinin, potansiyelinin oldukça altında olduğu gözlenmektedir.

Ancak, 2001 yılından itibaren uygulanmaya başlanan IMF destekli makroekonomik istikrar programları ve ekonomide alınan yapısal tedbirlerle beraber yeni bir ortam yaratılmış, Türk Lirasına olan güven artarken, enflasyon önemli bir düşüş sergilemiş, reel faizler gerilemiştir. Yakalanan büyüme trendinin sürdürülmesinin de, tasarruf edilebilir gelir düzeyini arttırması beklenmektedir.

Böyle bir ortamda, tasarruflarda sermaye piyasasının rolünün artacağı düşünülmektedir. Önümüzdeki dönemde, sermaye piyasası ürünlerine olan talep artışının piyasanın derinliğini ve ürün çeşitliliğini artırması beklenmektedir.

Sermaye piyasamızın ne yönde gelişeceği ve hangi yatırım araçlarının öne çıkacağı konusunda bir öngöründe bulunabilmek

için hazırlanan bu raporda, Türkiye'dekine benzer ekonomik krizlerin ardından uyguladıkları istikrar programları belirli bir başarıya ulaşmış ülke örnekleri değerlendirilmiştir.

İstikrar programlarının sonucu olarak ortaya çıkan olumlu koşulların sermaye piyasasına ne ölçüde yansıdığı ve hangi yatırım araçlarının geliştiği araştırılmıştır. Bu kapsamda Brezilya, İsrail, Meksika, ve Mısır'daki istikrar programları ve sermaye piyasaları incelenmiştir.

Raporumuzun sizlere ve çalışmalarınıza ışık tutacağını ümit ederiz.

Saygılarımla,



Müslüm DEMİRBİLEK
BAŞKAN

İçindekiler

Brezilya	1
Ekonomi	1
Sermaye Piyasası	3
Hisse Senetleri	3
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	4
Türev Araçlar	6
Yasal Düzenlemeler	7
Sonuç	8
İsrail	9
Ekonomi	9
Sermaye Piyasası	10
Hisse Senetleri	10
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	11
Türev Araçlar	13
Sonuç	14
Meksika	15
Ekonomi	15
Sermaye Piyasası	16
Hisse Senetleri	16
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	18
Türev Araçlar	20
Yasal Düzenlemeler	20
Sonuç	21
Mısır	23
Ekonomi	23
Sermaye Piyasası	23
Hisse Senetleri	25
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	25
Sonuç	26
Genel Değerlendirme	27
Kaynakça	29

BREZİLYA

Ekonomi

Brezilya'da 1964 yılında ordu ülkenin yönetimine geçmiş ve 20 yıl iktidarda kalmıştır. Askeri yönetim kamu açıkları ve enflasyonla mücadele edip, özel sektörü ve sermaye piyasalarını canlandırmayı hedefleyerek liberal bir ekonomik program sürdürmüştür. Ülkeye yabancı yatırım 1962 yılında çıkarılan bir yasayla desteklenmiş, Brezilya askeri yönetim altında da önemli ölçüde yabancı sermaye çeken bir ülke olmuştur. Bu program 1971 yılında merkez bankası bağımsızlığının kaldırılmasıyla bir miktar sekteye uğramış, enflasyon artışa geçmiştir.

Brezilya Ekonomisi								
	1980	1985	1987	1990	1994	1995	2000	2002
Nüfus (milyon)	118.6	132.0	137.3	147.6	156.8	159.0	170.1	174.6
GSYİH (milyar \$)	237.8	211.1	282.4	469.3	543.1	705.4	602.2	451.0
GSYİH (kişi başı, \$)	2,005	1,599	2,057	3,180	3,464	4,436	3,539	2,583
GSYİH (yıllık % reel değ.)	9.2	7.9	3.5	-4.4	5.9	4.2	4.4	1.5
Enflasyon (yıllık % değ.)	99.7	242.2	363.4	1,621.0	916.4	22.4	6.0	12.5
Cari denge /GSYİH (%)	-5.4	-0.1	-0.5	-0.8	-0.3	-2.6	-4.0	-1.7

Kaynak: IMF, Banco Central do Brasil

80'lerin başında özellikle ABD'de artan faiz oranları dış borçlanma koşullarını olumsuz etkilemiş, artan dış borç ve enflasyon sonucunda Brezilya sıkı istikrar politikaları uygulamak durumunda kalmıştır.

1985 yılında demokrasiye geçiş olmuştur. Yeni hükümet fiyat ve ücretleri dondurarak kısa zamanda enflasyonu düşürmüştü, ama bu durum kalıcı olmamıştır. 80'lerin başında %100'lerde seyreden enflasyon önce %200'lere yükselmiş, daha sonra hiperenflasyon dönemi yaşanmıştır. Yine de, bu süreçte ekonomik büyüme devam edebilmiştir. Bu arada dış ticarete serbesti yönünde adımlar atılmıştır. 1987 yılında hükümet dış borçlarda moratoryum ilan etmiştir.

Uygulanan pek çok istikrar programının ardından, 1994 yılında ülkenin o günkü para birimi Cruzeido'yu ABD dolarına bağlı Real ile değiştiren Real Planı uygulamaya konulmuştur. Bu kur çapası merkezli program ile, yaklaşık 30 yıllık bir yüksek enflasyon döneminin ardından enflasyonda kalıcı düşüş sağlanmıştır. Ekonomik programdan sorumlu Maliye Bakanı Cardoso, bu başarı sayesinde bir sonraki seçimlerde devlet başkanlığı görevine gelmiş ve 1995-2002 yılları arasında iki dönem üst üste görev yapmıştır.

Bu dönemde, enflasyondaki düşüğe hemen uyum sağlayamayan bankacılık sektörüne yönelik bir yeniden yapılandırma planı uygulanmıştır. Sosyal güvenlik reformu gibi yapısal önlemler de alınmıştır. Öte yandan, Real planı ile Brezilya para birimi aşırı değerlendirilmiş ve 80'lerin başında pozitif dönümüş olan dış ticaret dengesi, hızla artan ithalata bağlı olarak tekrar negatife dönmüş, cari işlemler açığı 1998'de 33 milyar dolara (milli gelirin %4'ü) kadar çıkmıştır. Bu açıklar genel olarak doğrudan yabancı yatırımlarla finanse edilmiştir. Bu amaçla, hükümet özelleştirme yapılabilecek sektörleri kısıtlayan ve yabancı yatırımcıları engelleyen düzenlemeleri de ortadan kaldırmıştır. Ancak, daha sonra faiz dışı bütçe dengesi de olumsuz bir tablo sergilemeye başlamıştır.

Sonuçta, ekonomik programa duyulmaya başlanan güvensizlikle 1,5-2 aylık bir sürede ülkeden 30 milyar dolarlık sermaye çıkışı meydana gelmiştir. Uluslararası rezervler Eylül 1998'de 46 milyar \$'a gerilemiştir.

Ocak 1999'da, hükümet dalgalı kur rejimine dönmek durumunda kalmıştır. IMF tarafından desteklenen yeni programa 41 milyar dolarlık uluslararası kredi desteği sağlanmıştır. %50'ye yakın gerçekleşen devalüasyona rağmen, uygulanan enflasyon hedeflemesi programıyla enflasyon tek haneli rakamlarda kalmıştır. Faiz dışı denge tekrar fazla verir konuma getirilmiştir. 2003 yılı başında ise, başkanlığa Lula da Silva seçilmiştir. Yeni hükümet IMF ile işbirliğini sürdürmekte olup, ekonomik göstergeler olumlu seyretmektedir.

Sermaye Piyasası

Hisse Senetleri

Askeri yönetim altında şirketlerin halka açılmasına ve hisse senedi yatırımcılarına teşvikler getirilmiştir. Uzun vadeli yatırımları teşvik etmek üzere kamu kağıtları ve ipotek bonolarına (mortgage) enflasyon endekslemesi getirilmiştir. 1965'te yatırım bankalarının kurulmasını sağlayan yasal düzenlemeler yapılmıştır. 1976 yılında sermaye piyasası düzenleyici kurumu kurulmuştur.

Brezilya Hisse Senedi Piyasası Göstergeleri*					
	1990	1994	1995	2000	2002
Piyasa Değeri (milyar \$)	11.2	189.3	147.6	226.2	126.8
İşlem Hacmi (milyar \$)	5.8	81.8	66.9	101.5	46.3
Piyasa Değeri/GSYİH (%)	2.4	34.9	20.9	37.6	28.1
İşlem Hacmi/GSYİH (%)	1.2	15.1	9.5	16.9	10.3
Şirket Sayısı	1,191	1,125	1,114	467	412

Kaynak: FIBV

(*Sao Paulo ve Rio de Janeiro borsaları 2000 yılında birleşmiştir. Tablodaki rakamlar toplamı yansıtmaktadır.)

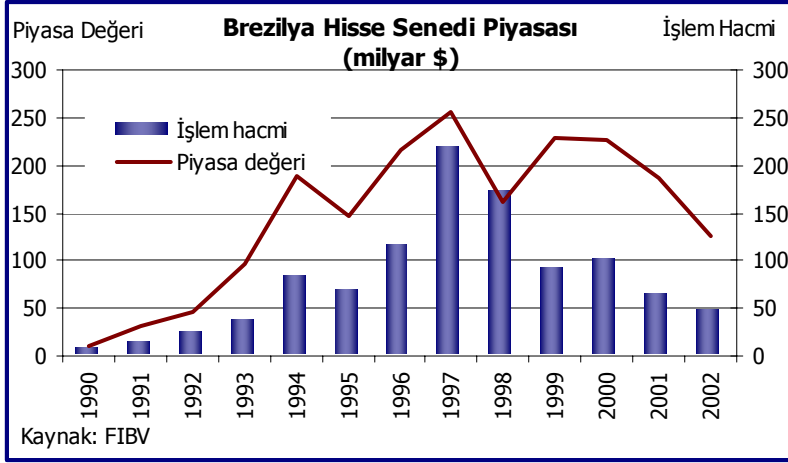
Askeri yönetimin son yılı olan 1984'te Brezilya sermaye piyasası, gelişmekte olan piyasalar arasında en yüksek piyasa değeri ve işlem hacmi olan ülke olmuştur.

1987 yılında yabancıların Brezilya'da yatırım yapmasını kolaylaştıran yasal değişiklik yapılmıştır. 1988'de Brezilyalı firmaların ADR ve GDR çıkarmasına imkan tanıyan düzenleme çıkarılmıştır. 1991 yılında yabancı kurumsal yatırımcıların Brezilya'da kendi portföylerini yönetmelerine izin verilmiştir.

Ancak, 90'lı yıllarda hisse senetleri piyasası faaliyetleri ciddi olarak küçülmüştür. Bu daralmada, yatırımcılar açısından sermaye piyasası araçlarına getirilen vergiler ile şirketler açısından özellikle New York borsasında ADR ihraçlarının tercih edilmesinin sebep olduğu düşünülmektedir.

Öte yandan, bazı şirketlerin yabancı veya yerli gruplar tarafından devralınması da işlem gören şirket sayısının düşmesine neden olmuştur. Ayrıca, borsada mevcut şirketler sermaye artırımını için halka arz yerine büyük hissedarların ilave hisse almasını teşvik etmişlerdir.

Sermaye piyasasındaki genel olumsuzluklar ile büyük bir manipülasyon skandalı, 2000 yılında Rio de Janeiro Borsası ile yerel yedi borsanın daha kapanmasına neden olmuştur. Böylece, hisse senetleri için Sao Paulo Borsası (BOVESPA) tek kalmıştır.



2003 yılında, BOVESPA'da işlem hacminin %29'u kurumsal yatırımcılar, %24'ü ise yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bireysel yatırımcıların payı %24, mali kurumların payı ise %18 olmuştur.

Sabit Getirili Menkul Kıymetler

Brezilya'da, hiperenflasyon döneminden sonra 1994'te uygulanmaya başlanan Real planının başarıya ulaşmasının ardından sermaye piyasaları, şirketlerin finansmanı açısından uzun vadeli banka kredileri kadar önemli hale gelmiştir.

Hisse senedi ihraçları artarken, hisse senedine çevrilebilir tahviller, özel sektör tahvilleri ve finansman bonusu ihraçları hızla büyümüştür.

1995 öncesinde yıllık ortalama 1 milyar \$ olan özel sektör borçlanma senedi ihraçları 1995 sonrasında 10 milyar \$'a çıkmıştır. İhraç tutarı artarken, şirketlerin menkul kıymet ihracı yoluyla sermaye piyasasından elde ettikleri toplam kaynak içinde tahvil ve bonoların

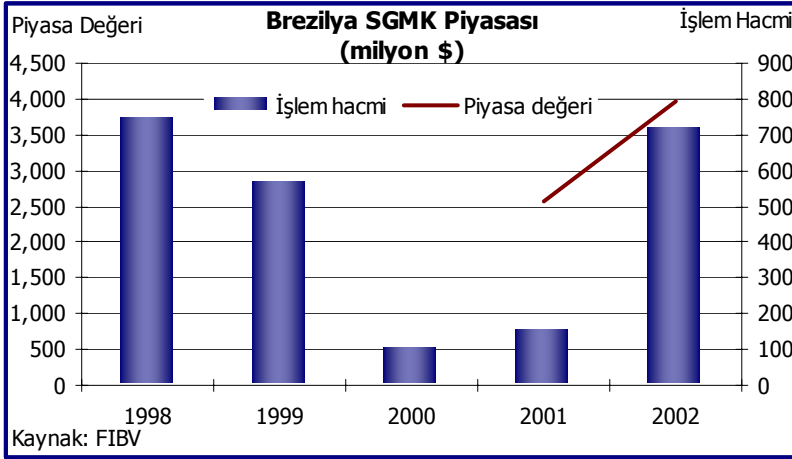
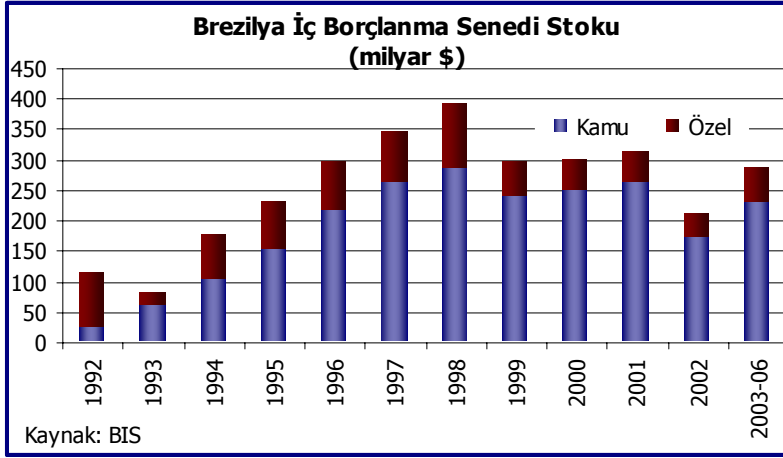
payı hayli yükselmiş, 1981-94 döneminde %60'dan, 1995-2001 döneminde %77'ye çıkmıştır.

Brezilya-Şirketlerin Menkul Kıymet İhraçları, 1981-2001 (milyar \$)							
	Hisse			Finansman Bonosu	Toplam İhraç	ÖSBS* / Toplam İhraçlar	
	Hisse Senedi	Çevrilebilir Senedine Tahvil	Normal Tahvil				
1981	0.3	0.3	1.3	0	1.9	84%	
1982	0.5	0.4	1.5	0	2.4	79%	
1983	0.2	0.6	0.3	0	1.1	82%	
1984	0.5	0.3	0.1	0	0.9	44%	
1985	0.5	0.1	0.1	0	0.7	29%	
1986	1.2	0.1	....	0	1.3	8%
1987	0.3	....	....	0	0.4	....
1988	0.4	0.3	2.3	0	2.6	96%	
1989	0.7	0.4	0.4	0	1.5	53%	
1990	0.6	0.1	1.0	0	1.8	61%	
1991	0.8	....	1.0	0	1.9	58%
1992	1.1	0.1	0.3	0	1.5	27%	
1993	1.0	0.3	1.9	0	3.2	69%	
1994	2.7	1.8	1.3	0.2	6.0	57%	
1995	2.1	1.0	6.5	1.3	10.8	81%	
1996	9.2	1.3	7.1	0.5	18.1	50%	
1997	3.5	1.3	2.4	4.5	11.7	70%	
1998	3.5	3.2	5.4	10.9	23.0	85%	
1999	1.5	0.8	2.8	4.4	9.5	84%	
2000	0.8	0.8	4.0	4.1	9.7	92%	
2001	0.6	0.3	6.3	2.3	9.5	94%	

Kaynak: Comissão de Valores Mobiliarios ve Brezilya Merkez Bankası (Armijo-Ness, Modernizing Brazil's Capital Market, Mart 2002)

* ÖSBS: Özel Sektör Borçlanma Senedi

Brezilya'da, sabit getirili menkul kıymetlerde daha ziyade tezgah üstü piyasa tercih edilmektedir. Hisse senetlerine odaklı olan BOVESPA, Nisan 2001'de BOVESPA Fix isimli bir elektronik işlem platformu kurmuştur. 2002 yılında bu pazarda işlem hacmi 700 milyon \$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Halihazırda 40 adet menkul kıymet (aynı şirketlerin farklı özellikte ihraçları da mevcuttur) işlem görmektedir.



Türev Araçlar

Brezilya türev piyasaları dünyada işlem hacmi bakımından ilk on türev piyasası arasında yer almaktadır. Türev işlemler iki ayrı piyasada yapılmaktadır; Sao Paulo Borsası BOVESPA ve Ticari ve Vadeli İşlemler Borsası BM&F.

Aslında, türev işlemler geleneği 20. yy başlarında emtia piyasalarıyla

başlamıştır. Sao Paulo Emtia Borsası (BMSP) 1917 yılında kurulmuş, kahve, büyükbaş hayvan ve pamuk gibi tarımsal ürünlerde uzmanlaşmıştır. Ticari ve Vadeli İşlemler Borsası (BM&F) ise 1986 yılında kurulmuş olup, çeşitli mali türev araçlar sunmuştur. 1991 yılında bu iki borsa BM&F adı altında birleşmiştir. 1983'te kurulmuş olan Rio de Janeiro Vadeli İşlemler Borsası da 1997 yılında bu oluşuma katılmıştır. BM&F 2002 yılında yerel borsaları birleştirerek Brezilya Emtia Borsasını kurmuştur.

BM&F'de en fazla sözleşme faiz ve dövizde gerçekleşmektedir. Daha sonra, endeks üzerine yazılan vadeli işlem sözleşmeleri gelmektedir. Bu borsada altın ve tarımsal türev ürünler de işlem görmektedir.

Brezilya - BM&F Vadeli İşlem ve Opsiyon Kontrat Sayıları			2003
	2002	2003	Dağılım
BM&F toplam	94,966,994	110,674,608	91.6%
Faiz	71,186,758	83,553,866	69.2%
Yabancı para	17,349,055	19,320,993	16.0%
Hisse senedi endeksi	5,262,830	6,631,272	5.5%
Tarımsal ürünler	766,770	777,675	0.6%
Altın	386,351	354,739	0.3%
Dış borç senetleri	15,230	36,063	0.0%
Tezgahestü piyasa	5,522,666	7,270,198	6.0%
Swap	3,845,656	5,104,580	4.2%
Esnek opsiyonlar	1,677,010	2,165,618	1.8%
Mini kontratlar + Diğer	5,301,278	2,846,749	2.4%
Genel Toplam	105,790,938	120,791,555	100.0%

Kaynak: BM&F

Hisse senetleri ve endeks opsiyonları ile hisse senedi vadeli işlemleri Sao Paulo Borsası BOVESPA'da işlem görmektedir. 2003 sonunda bu ürünlerde kontrat değeri bazında yıllık hacim 7,3 milyar \$ ile, BOVESPA'daki tüm menkul kıymetlerdeki toplam işlem hacminin %11'ini oluşturmuştur. Fakat 1997 yılında, BOVESPA ve diğer yerel borsalardaki hisse senedi opsiyonlarında toplam hacim 21 milyar \$'ı bulmuştu.

Yasal Düzenlemeler

Kurumsal yönetim ilkelerine uyan şirketler 2000 sonundan itibaren BOVESPA'da Novo Mercado (yeni pazar) isimli piyasada işlem görebilmektedir.

Bu pazar kurulmadan önce borsada kote olan şirketler içinde, kurumsal yönetim ilkelerine uyanlar Nível 1 ve daha ağır yükümlülüklerle sahip Nível 2 isimli iki ayrı pazarda işlem görebilmektedir. 2003 sonu itibariyle Novo Mercado'da 2, Nível 1'de 31, Nível 2'de 3 şirket işlem görmektedir. 2003'te bu pazarlardaki işlem hacmi BOVESPA'nın toplam işlem hacminin %22'sini, piyasa değerinin ise %34'ünü oluşturmuştur.

Küçük yatırımcı haklarını koruyan ve sermaye piyasası suçlarını tanımlayan düzenlemeler yapılmıştır. Buna göre, manipülasyon, içeriden öğrenenlerin ticareti ve hakim konumun usulsüz kullanımı suçları 5 yıla kadar hapis cezası alabilmektedir. Ayrıca, muhasebe kurallarının uluslararası standartlarla uyumlu hale getirilmesi yönünde de çalışmalar yapılmaktadır.

Sonuç

Brezilya'da 20 yıl süren askeri yönetim liberal ekonomi politikaları uygulamış, bu bağlamda sermaye piyasasını da geliştirmeyi hedeflemiştir. Türkiye'ye kıyasla daha eskiye dayanan modern sermaye piyasası kültürü sayesinde, Brezilya sermaye piyasasında ciddi bir ürün çeşitliliği bulunmaktadır.

Bu ülkede uygulanan ve başarıya ulaşan Real planının sermaye piyasaları açısından en belirgin sonucu, şirketlerin finansmanı açısından hisse senedine çevrilebilir tahviller, özel sektör tahvilleri ve finansman bonusu ihraçlarının hızla artması olmuştur. Özel sektör borçlanma senedi ihracında yıllık ortalama 10 milyar \$'a çıkmıştır.

Hisse senetleri ihraçları da ilk etapta olumlu etkilenirken, daha sonra vergi uygulamaları ve şirketlerin yurtdışında ADR ihraç etmeye başlamaları neticesinde bu piyasa küçülmüştür.

Bu ortamda, yabancı yatırımcıların ülkeye çekilmesine önem veren Brezilya, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında gelişmekte olan piyasalar arasında öncü rol üstlenmeyi hedeflemiş, 2000 yılında Novo Mercado'yu kurmuştur. Her ne kadar yeni de olsa, bu piyasa anlamlı bir büyüklüğe ulaşmıştır.

İSRAİL

Ekonomi

80'li yılların ortalarında enflasyon üç haneli rakamlara yükseldikten sonra, 1985 yılında İsrail enflasyonu düşürmeyi hedefleyen bir istikrar programı yürütmeye başlamıştır. Kamunun ekonomideki rolünü azaltmayı hedefleyen program, önemli özelleştirmeler de öngörmüştür.

İsrail Ekonomisi						
	1980	1985	1990	1995	2000	2002
Nüfus (milyon)	3.9	4.3	4.8	5.6	6.4	6.6
GSYİH (milyar \$)	20.8	24.1	52.5	90.1	113.9	102.7
GSYİH (kişi başı, \$)	5,293	5,656	10,886	16,052	17,884	15,467
GSYİH (yıllık % reel değişim)	3.2	4.4	5.7	6.8	7.4	-1.0
Enflasyon (yıllık % değişim)	132.9	185.2	17.6	8.1	0.0	6.5
Cari denge /GSYİH (%)	-4.2	4.6	0.4	-5.7	-0.6	-1.2
Bütçe dengesi /GSYİH (%)	-13.9	1.0	-4.8	-4.3	-0.7	-3.8
Kaynak: IMF, Central Bureau of Statistics						

Hem talep baskısı yaratan, hem de kamu borcunu arttıran yüksek bütçe açığı, sübvansiyonların kaldırılması, savunma giderlerinin kısılması, yeni vergiler getirilmesi ve dış yardım (ABD iki yılda 1,5 milyar \$ sağlamıştır) sayesinde kısa zamanda düşürülmüş ve hemen 1986 yılında fazla verir konuma gelmiştir.

Merkez bankası sıkı parasal politikalar uygulamış, kur %25 devalüasyondan sonra dolara karşı sabitlenmiştir. Fiyat ve ücretler bazı ayarlamalardan sonra dondurulmuştur. Böylece, 1985 ortasında %450'yi bulan enflasyon, 1986 başında %20'ye inmiştir. 1986-91 döneminde enflasyon %20'lerde seyretmiştir. Kur rejimi bu dönem içinde bir miktar esnetilmiştir. Uygulanan mali politikalarda da yıllar içinde bir gevşeme olmuş, bütçe tekrar açık verir hale gelmiştir.

1991 yılında ülke eski SSCB'den göç almaya başlamıştır. Göçmenlerin ücretlerinin mevcut ücret seviyesinin altında olması ve yarattıkları ilave talep ekonomiyi olumlu etkilemiştir. Bu arada, kur çapası rejimine geçilmiştir. Sıkı mali ve parasal politikaların uygulanması ile 1992-96 döneminde enflasyon %10'lu seviyelere inmiştir. Bu dönemde de ABD'nin desteği hükümet borçlanmalarına garanti verilmesi suretiyle devam etmiştir. Artan faiz oranları da ülkeye yüklü sermaye girişi yaşanmasına yol açmıştır. Arada para ve mali politikaların gevşetilmesiyle enflasyon daha fazla gerileyememiştir. Nihayet, 1996 sonu ve 1997 ortasında yeni istikrar paketleri açıklanmış ve sonuçta enflasyon hedeflemesi politikasıyla enflasyon tek haneli rakamlara çekilmiştir. 2003 yılı başından beri serbest dalgalı kur politikası uygulanmaktadır.

Sermaye Piyasası

Tel Aviv Borsası (TASE) 1953'te, takas merkezi 1962'de kurulmuştur. 1968'de sermaye piyasası kanunu çıkarılmıştır.

TASE'de işlem gören menkul kıymetler üzerinde bir vergi bulunmamaktaydı. Ancak, 2003 yılından itibaren, işlem gören menkul kıymetlerde değer artış kazancının %15 oranında vergiye tabi olması (yabancı yatırımcılar muaf) öngörülmüştür. Temettü gelirlerinden ise %25'e varan oranlarda stopaj kesilmektedir.

Hisse Senetleri

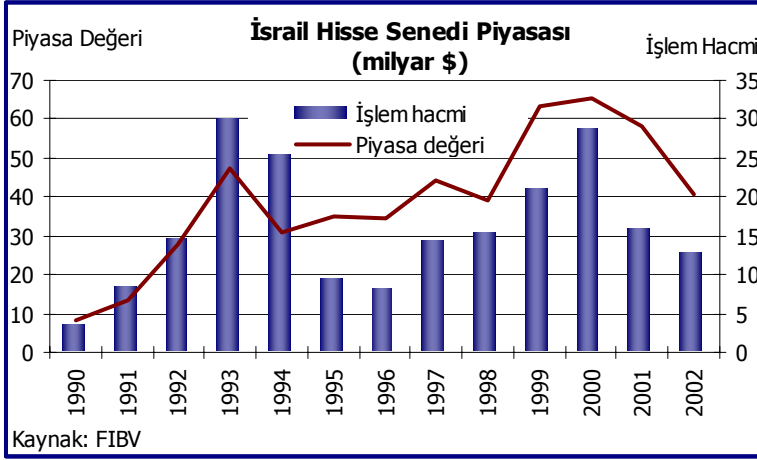
Enflasyonun %20'lerden %10 civarına indirilmesine paralel olarak, TASE'de işlem gören şirket sayısının da arttığı gözlenmektedir. 1990 yılında 216 olan borsadaki şirket sayısı, 1995'te üç misline çıkmıştır.

İsrail Hisse Senedi Piyasası Göstergeleri	1990	1995	2000	2002
Piyasa Değeri (milyar \$)	8.3	35.1	65.3	40.8
İşlem Hacmi (milyar \$)	3.4	9.2	28.5	12.7
Piyasa Değeri/GSYİH (%)	15.8	39.0	57.4	39.7
İşlem Hacmi/GSYİH (%)	6.4	10.2	25.1	12.3
Şirket Sayısı	216	654	665	624

Kaynak: FIBV

TASE'de kote olan pek çok İsrail şirketi ADR, ADS, GDR veya GDS

ihraç ederek yurtdışında da işlem görmektedir. 2000 yılında çıkan kanunla, ABD'de işlem gören şirketler başka bir yasal düzenlemeye tabi olmadan TASE'de de işlem görebilmektedir. Şirket hisselerinin iki ayrı borsada işlem görme durumu arbitraj fırsatları yaratabilmektedir. Bu durum, İsrail borsasının Nasdaq'taki hareketlere daha duyarlı olmasına yol açmaktadır.



Sabit Getirili Menkul Kıymetler

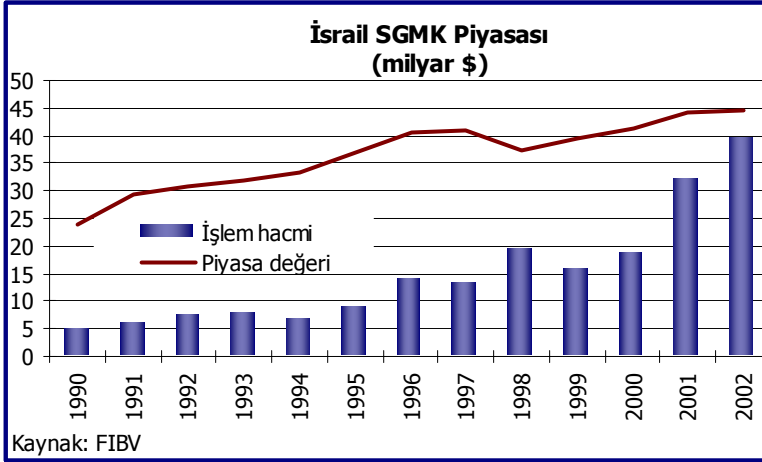
Yüksek kamu kesimi borcu bulunan İsrail'de, SGMK tarafında kamu kesiminin ağırlığı bulunmaktadır. Kamu kesimi borçlanma senetlerinin milli gelirdeki payı 2002 itibariyle %105 seviyesindedir. Bu ortamda, kamu kağıtlarının faizleri de yüksektir.

TASE'de SGMK işlemleri ağırlıklı işlem görebilen (tradable) DİBS'lerde yapılmaktadır. İşlem göremeyen (non-tradable) DİBS'ler ise, emeklilik fonlarına satılmaktadır.

İsrail-Piyasa Değeri (milyar \$)		
	2002	2003
Hisse sen. + HS'e dönüştürülebilir tahvil	42.6	70.4
DİBS	41.6	52.5
Özel sektör tahvil	3.4	5.1
Toplam	87.6	128.0

Kaynak: TASE

İsrail’de banka kredileri şirketlerin toplam finansman ihtiyaçlarının %70’ini karşılamaktayken, yurtiçi ve yurtdışından sağlanan borçlar toplamın %30’u civarındadır.



Özel sektör borçlanma senetleri piyasası İsrail’de fazla büyümemiş olup, 2003 sonu itibariyle TASE’de işlem gören bonoların piyasa değeri 5 milyar \$ seviyesindedir. 2003 sonunda 120 adet kote özel sektör bonusu bulunmaktadır. Bu rakam 1998 yılında 153 idi.

	İsrail-Menkul Kıymet İhraçları (milyon \$)				Kamu Payı	Özel Sektör Tahvil/Özel Sektör İhraçları
	Hisse Sen. + HS’e Çevrilebilir Tahvil	Özel Sektör Tahvili	DİBS	Toplam		
1992	1,883	156	5,079	7,118	71%	8%
1993	3,130	169	2,664	5,963	45%	5%
1994	1,808	7	4,089	5,904	69%	0%
1995	733	0	4,928	5,661	87%	0%
1996	760	15	7,621	8,396	91%	2%
1997	2,158	356	5,008	7,522	67%	14%
1998	2,116	592	6,561	9,269	71%	22%
1999	1,544	383	6,397	8,324	77%	20%
2000	3,320	67	5,096	8,483	60%	2%
2001	1,327	639	9,385	11,351	83%	33%
2002	1,206	999	9,529	11,734	81%	45%
2003	746	1,386	9,681	11,813	82%	65%

Kaynak: TASE

Yine de, son dönemde tahvil ihracının hisse senedi ihracına tercih edildiği gözlenmektedir. Özel sektör tahvil ihraçlarının hisse senedi ve hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ihraçları dahil toplam özel sektör ihraçlarındaki payı özellikle 2003 yılında hayli artarak %65'e çıkmıştır.

Türev Araçlar

Para politikası çerçevesinde, İsrail merkez bankası 1989 yılında ilk olarak dövizde opsiyon ihalelerini düzenlemeye başlamıştır. Bu opsiyonlar TASE'de işlem görmemektedir.

İsrail- Türev İşlemler		
	Günlük Ortalama Kontrat Sayısı	Yıllık İşlem Hacmi (milyon \$)
TA-25 endeksi opsiyonu		
1996	23,537	37,626
1997	23,930	44,008
1998	30,956	62,058
1999	44,815	104,242
2000	108,785	343,991
2001	110,248	270,823
2002	118,015	242,159
\$ opsiyonu		
1996	2,299	5,680
1997	2,123	5,090
1998	6,458	15,900
1999	9,124	22,540
2000	12,793	31,446
2001	24,914	60,592
2002	46,357	115,503

Kaynak: TASE

İsrail'de türev işlemler piyasası enflasyonun %10'lu seviyelere düştüğü 1993'te kurulmuştur. Endeks, bankacılık endeksi, dolar ve euro kurları üzerine vadeli işlem ve opsiyonlar, ayrıca kısa vadeli faiz oranları üzerine vadeli işlemler bulunmaktadır. Ancak, en yoğun işlem TASE-25 endeksi opsiyonları ve ABD doları opsiyonlarında görülmektedir. Diğer ürünlerde işlem hacmi yok denecek kadar azdır.

TASE-25 endeksi opsiyonlarında 1996'da 37 milyar \$ olan işlem hacmi (işleme konu olan menkul kıymet bazında) 2002'de 242 milyar \$'a çıkmıştır. Dolar opsiyonlarında ise, aynı dönemde, hacim 6 milyar

\$'dan 115 milyar \$'a çıkmıştır. Büyümenin önemli kısmı enflasyonun %1'lere gerilediği 2000-2001 yıllarında gerçekleşmiştir.

Sonuç

İsrail'de enflasyondaki düşüşle eş anlı olarak, hisse senetleri piyasası da büyümüştür. Halka açık şirket sayısı 90'ların ilk yarısında, beş yılda üç misline çıkmıştır.

Öte yandan, enflasyonun istikrarlı seviyelere indiği dönemde türev ürünlerde önemli büyüme meydana gelmiştir. Merkez bankasının kur politikası gereği döviz piyasalarına müdahale etmediği bu dönemde, dolar opsiyonlarında işlem hacmi hayli artmıştır. İstikrar ortamı, hisse senedi endeksi opsiyon hacmini de olumlu etkilemiştir.

Özel sektör tahvilleri ise bu süreçte, özellikle 2001 yılından sonra bir gelişme gösterse de, kamu kesiminin dışlama etkisi neticesinde fazla büyüyememiştir.

MEKSİKA

Ekonomi

1970'lere kadar istikrarlı bir ekonomisi bulunan Meksika, bu yıllarda petrol fiyatlarının artmasıyla genişlemeci mali politikalar uygulamıştır. Yüksek cari açıkları finanse etmek üzere yüklü dış borçlanmalar gerçekleştirmiştir. Yerel para birimi pezonun değerlenmesine de yol açan bu sürecin ardından, petrol fiyatlarının gerilemesi ve artan kamu kesimi borçlanması nihayet 1982 yılında ülkenin borçlarını ödeyememesi ile sonuçlanmıştır. 1985 yılında ikinci bir kriz ortaya çıkmıştır.

Meksika Ekonomisi							
	1980	1985	1987	1990	1995	2000	2002
Nüfus (milyon)	69.7	77.9	81.2	86.1	91.2	97.5	100.9
GSYİH (milyar \$)	202.0	182.7	138.9	262.7	286.2	581.4	637.1
GSYİH (kişi başı \$)	2,899	2,344	1,711	3,049	3,139	5,964	6,312
GSYİH (yıllık reel % değ.)	9.1	2.5	1.9	5.1	-6.2	6.6	0.9
Enflasyon (yıllık % değişim)	26.5	63.8	159.2	29.9	52.0	9.0	5.7
Reel kur endeksi	58.6	101.0	147.5	100.0	125.9	92.3	90.2
Cari denge /GSYİH (%)	-5.3	0.2	2.7	-3.0	-0.6	-3.1	-2.2
Bütçe dengesi /GSYİH (%)	-	-6.7	-13.5	-2.2	-0.2	-1.1	-1.2
Kaynak: IMF, Banco de Mexico							

Daha sonra, uygulanan reform programıyla mali disiplin sağlanmış, serbest piyasa ekonomisi vizyonuyla deregülasyon yapılmış, ithalat serbestisi getirilmiş ve büyük özelleştirmelere başlanmıştır. Sıkı mali politikalar uygulanmış, döviz kuru çapası politikasıyla enflasyonun hızla düşürülmesine öncelik verilmiştir.

Hükümet, asgari ücret, kamu fiyatları gibi konularda işçi ve işveren örgütleriyle işbirliği yoluna gitmiştir. Bu dönemde, bankacılık tekrar özel sektöre açılırken bankacılık dışı mali kesimi geliştirici önlemler de

alınmıştır. 1987'de %160 olan enflasyon, 1994'te %7'ye kadar inmiştir. Ancak, bu durum pezoda bir değerlenmeyle eş anlı olarak gerçekleşmiştir.

1994 yılında seçimlerden sonra yeni hükümetin değerlenmiş olan pezoda bir devalüasyona gitmesi, yurtiçi siyasi gerginliklerin yaşandığı bir ortamda güveni sarsarak ülkeyi tekrar mali bir krize sokmuştur. Daha sonra, IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşlar, ABD ve Kanada'nın sağladığı 52 milyar \$'lık kredi desteğiyle, istikrar programı ile beraber uygulanan liberalleşme politikaları sürdürülmüş, mali kesim güçlendirilmiştir.

1982, 1985, 1987 ve 1994'te artarda krizler yaşayan Meksika'da, son krizden bu yana alınan önlemlerle kamu maliyesi güçlendirilmiş, enflasyon %5'ler civarına çekilmiştir. Reformlar devam etmektedir.

Sermaye Piyasası

Hisse Senetleri

Meksika borsası 20. yüzyıl başında kurulmuştur. Ancak, menkul kıymet piyasası kanunu 1975 yılında çıkmıştır. 1976 yılındaki devalüasyonun ardından borsa hızla büyümüştür.

Meksika Hisse Senedi Piyasası Göstergeleri				
	1990	1995	2000	2002
Piyasa Değeri (milyar \$)	41.1	90.7	125.2	103.9
İşlem Hacmi (milyar \$)	12.2	35.0	45.8	32.3
Piyasa Değeri/GSYİH (%)	15.6	31.7	21.6	16.3
İşlem Hacmi/GSYİH (%)	4.6	12.2	7.9	5.1
Şirket Sayısı	390	185	177	169

Kaynak: FIBV

1982'de özel bankaların kamulaştırılması, devalüasyon ve sermaye kontrolleri büyük yatırımcıların ülkeye olan güveninin kaybolmasına neden olmuştur. Bu ortamda, fiyatların çok çekici düzeylere gerilemesi ve akabinde uygulanan istikrar programından alınan sonuçlar neticesinde, 80'lerin sonu 90'ların başında ülke tekrar yabancı yatırımcılar açısından cazip hale gelmiştir.

1993 yılında Meksika borsası, piyasa değeri ve likidite açlarından bazı

gelişmiş ülkeleri dahi geçmiş, F/K ve PD/DD oranları gelişmiş ülkelerinkinin üzerine çıkmıştır.

Bu süre zarfında, sermaye piyasasını geliştirmek üzere yasal düzenlemeler de değiştirilmiştir. 1992'de ilk warrant'lar ihraç edilmiş, 1993'te küçük ölçekli şirketler için yeni bir pazar kurulmuştur.

Devlet, Meksika'nın en büyük kalkınma bankalarından Nacional Financiera (Nafin) aracılığıyla sermaye piyasasına doğrudan müdahale etmiştir.

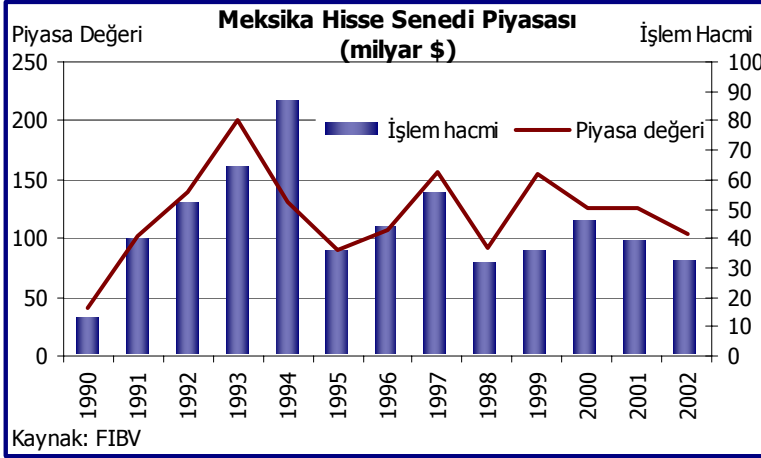
- Nafin, New York ve Londra'da 1981'de ihraç edilen Meksika Fonunun (Fondo Mexico) kuruluşu ve idaresine katkıda bulunmuştur.
- Destek Fonu (Fondo de Apoyo) oluşturarak, aracı kurumlara kredi sağlamış ve piyasa yapıcısı rolü oynamıştır.
- 1981'de Nafin, Menkul Kıymet Borsasını Geliştirme Fonunu (Fideicomiso de Promocion Bursatil) kurmuştur. Bu fon, yalnızca bireysel emeklilik fonlarının alabildiği katılım belgeleri ihraç ederek, bu fonların hisse senedi yatırımlarını arttırmayı hedeflemiştir.

Bu fonların faaliyet prensipleri yeterince açık olmasa da, başlangıçta likiditenin artmasında önemli rol oynamışlardır. Ancak, işlemleri şeffaflıktan uzak olup, yeni belirsizlikler yaratabilmekteydiler. Bu durumun, piyasanın gelişmesinin önünde bir engel olabileceği düşüncesiyle Nafin'in hisse senedi piyasasındaki payı 1989'da %30'dan, 1994'te %4'e inmiştir.

Nafin ayrıca, 1989'da Fondo Neutro'yu kurarak, hisse senedine dayanan ancak oy hakkı içermeyen sertifikalar ihraç etmeye başlayarak Yabancı Yatırım Kanununun sınırlayıcı etkisini aşır yabancı yatırımcıların Meksika piyasasındaki payını arttırmayı hedeflemiştir. Bu gelişmeden sonra firmalar oy hakkı olmayan hisse senetleri ihraç etmeye başlamıştır.

Meksika borsasındaki büyümede halka arzlar aracılığıyla yapılan özelleştirmeler de önemli bir rol oynamıştır. 1994 krizinden sonra ise sermaye piyasası hızla küçülmüştür. Makroekonomik istikrarsızlık sonucunda düşük yurtiçi tasarruf oranları, yüksek kamu borçlanması,

aracı kuruluşların yurtiçi tasarrufları sermaye piyasasına yöneltme yönündeki gayretlerinin yetersiz kalması ve azınlık hissedarlarının haklarının yeterli derecede korunmaması bu gelişmede etkili olmuştur.

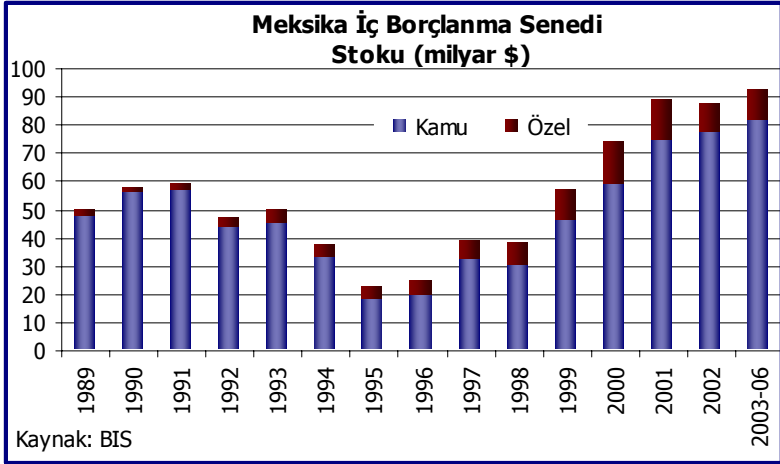


Bu ortamda, iyi yönetilen şirketler daha düşük finansman maliyeti ile yurtdışında menkul kıymet ihraç etmeye başlamıştır. Bu arada, oydan yoksun hisse senetlerinin piyasa değeri, toplamın %45'ine kadar çıkmıştır. Bu senetlerin varlığı şirketlerde kötü yönetimin artmasına olanak sağlamıştır. Aracı kuruluşlarda da yetersiz denetim, özellikle yatırım fonlarının performansını olumsuz etkilemiştir.

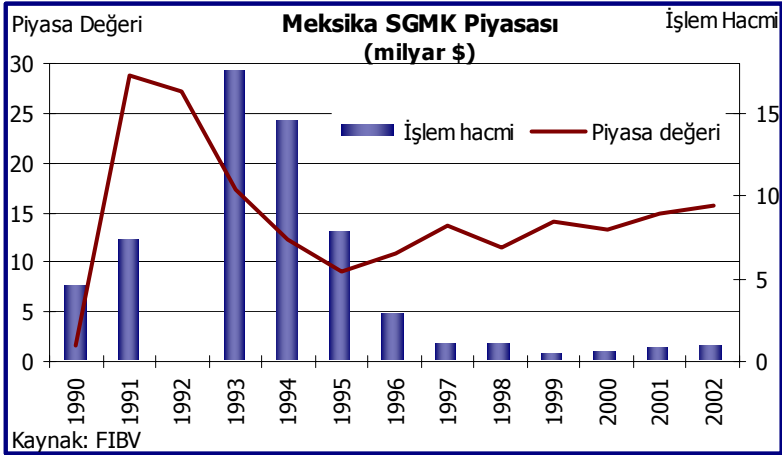
Sabit Getirili Menkul Kıymetler

SGMK piyasası da 1975'teki menkul kıymet piyasası kanunuyla başlamıştır. İlk şirket bonoları 1977'de, ilk DİBS'ler (CETES) 1978'de ihraç edilmiştir.

SGMK piyasasında kamu kesiminin ağırlığı bulunmaktadır. Ancak, son dönemdeki istikrarlı ekonomik görünüm, kamu kağıtlarının vadesinin artması ve uzun vadeli enstrümanlara olan talep, özel sektör borçlanma senetlerinin ihracı açısından olumlu bir ortam yaratmıştır. Kurumsal yatırımcıların büyümesi de özellikle talep açısından etkili olmuştur.



2001 yılında getirilen düzenlemelerle özel sektör borçlanma senedi ihraç prosedürlerinde kolaylık sağlanmıştır. "Borsa Sertifikası" (Certificado Bursatil) adı verilen bu enstrümanla, daha kolay ihraç edilen ve kotasyon prosedürü kolaylaştırılmış özel sektör bono-tahvil ihraçları teşvik edilmiştir.



Borsa Sertifikaları sabit ya da değişken faizli olabilmektedir. Değişken faizde, devlet tahvili faizleri veya bankalararası borçlanma piyasası oranları baz alınmaktadır. 2001-2002 yıllarında, bu enstrümanların ortalama ihraç vadeleri 4-5 yıl arasında gerçekleşmiştir.

Türev Araçlar

Türev İşlemler Borsası MexDer, 1998 yılı sonunda işleme başlamıştır. 1999-2000 döneminde sınırlı kalan işlemler, enflasyonun %10'un altına indiği 2001 yılında hızla artmıştır. 2002 yılında ise bu piyasada işlem hacmi (kontrat sayısı) önceki yılın yaklaşık 4 katına yükselmiş, 2003'te ise işlem hacmindeki artış %200 seviyesinde olmuştur.

Meksika -MexDer Vadeli İşlem Kontrat Sayıları				2003
	2001	2002	2003	Dağılım
28 günlük interbank	16,813,830	80,595,463	162,077,312	93.24%
91 günlük H. Bonosu	958,908	3,568,951	11,398,544	6.56%
IPC (H.S. endeksi)	34,478	49,243	220,738	0.13%
Pezo/ABD \$	205,068	52,108	81,395	0.05%
10 yıllık devlet tahvili	-	-	38,279	0.02%
3 yıllık devlet tahvili	2,005	9,214	4,683	0.00%
Hisse senetleri	1,992	0	0	0.00%
Toplam	18,016,281	84,274,979	173,820,951	100.00%

Kaynak: MexDer

28 günlük bankalararası faiz oranı ve 3 aylık Hazine bonusu faizi üzerine vadeli işlemler, kontratların neredeyse tamamını oluşturmaktadır. Pezo/ABD doları kuru, Meksika borsası endeksi IPC ile 3 ve 10 yıllık devlet tahvilleri, gerçekleşen kontrat sayısının %1'inden azını oluşturmaktadır. Kısıtlı sayıda hisse senedi vadeli işlem kontratları 2002 ve 2003'te hiç işlem görmemiştir. Sonuç olarak 2003 yılında, türev işlemlere konu olan menkul kıymetler bazında toplam işlem hacmi 1,6 trilyon \$ olarak gerçekleşmiştir.

Yasal Düzenlemeler

1994 krizinden sonra hızla küçülen sermaye piyasasının eski boyutuna geri gelememesinde azınlık hissedarlarının haklarıyla ilgili sorunların etkili olduğu gözlenmektedir. Nitekim bu yüzden, iyi yönetilen Meksika şirketleri daha düşük finansman maliyeti ile yurtdışında menkul kıymet ihraç etmeye başlamıştır. Ayrıca, başlangıçta yabancı yatırımcıların sermaye piyasasında paylarını

arttırma amacıyla çıkarılan oydan yoksun hisse senetlerinin varlığı şirketlerde kötü yönetimin artmasına olanak sağlamıştır.

Bu nedenle, küçük yatırımcı haklarını koruyan ve şeffaflık ile kurumsal yönetimi güçlendiren düzenlemeler yapılmıştır. Hisse senetlerinin %10'undan azını elinde tutan yatırımcılar için, kısıtlı oy hakları bulunsun bile yönetimde temsil açısından çeşitli haklar getirilmiş, posta, faks ve elektronik iletişim yollarıyla oy kullanma imkanı sağlanmıştır. Aracı kuruluşların kurumsal yönetiminin iyileştirilmesi için de yeni düzenlemeler yapılmış, yönetim kurullarında bağımsız üye bulundurma zorunluluğu getirilmiştir.

Yatırım fonlarında ise, yönetimle ilgili, özellikle çıkar çatışmalarını önleyecek düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca, yatırım fonu pay dağıtım (mutual funds share distribution) sistemi kurularak yatırım fonlarının dağıtım kanalı güçlendirilmiştir. Yatırım fonu pay dağıtım sistemi ortak bir yatırım fonu pazarı gibi çalışmaktadır. Farklı kurucuların fonları tek bir platform üzerinde alınıp satılabilmektedir. Yatırımcılar her kurumla tek tek sözleşme yapmadan farklı firmalar tarafından yönetilen yatırım fonlarını alabilmekte ve portföylerini takip edebilmektedir.

Dağıtımçı kurumlar, gelişmiş teknoloji ve iletişim kanallarını kullanarak ve bir çıkar çatışması yaşamadan farklı fonları satabilmektedir. Ayrıca, yatırım fonları, ödünç menkul kıymet verebilmekte, borçlanabilmekte, yabancı para cinsinden menkul kıymetlere, türev araçlara, sabit sermaye yatırımı ve diğer yatırım fonlarına yatırım yapabilmektedir.

Sonuç

Başlangıcının ardından hızla büyüyen Meksika sermaye piyasası, 1994 devalüasyonu sonrasında eski performansını yakalayamamıştır. Makroekonomik istikrara geçiş dönemi vadeli işlemler ve özel sektör bonolarında nispi bir canlanma yaratsa da, genel olarak sermaye piyasasında büyümeye yol açmamıştır.

Azınlık ve yönetim hakları gibi konularda zayıf kalan düzenlemeler, firmaların yurtdışında halka arz yolunu seçmeleri ve gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımlarını azaltmaları, Meksika'da bir

dönem yüksek kamu desteği ve yabancı yatırımcıları destekleyen politikalarla beraber hızla gelişen piyasanın duraklama dönemine girmesine neden olmuştur.

1994 yılındaki devalüasyonun ardından, uluslararası finans kuruluşları ve ABD ile Kanada'nın mali desteğiyle yürütülen istikrar programı başarıya ulaşan Meksika'da ekonomik göstergeler rayına girerken, kote olan şirket sayısı ve piyasa değerleri gerilemiştir.

Makroekonomik istikrar yönünde atılan adımlar ve kurumsal yatırımcıların yatırımlarındaki artışın da katkısıyla özel sektör borçlanma senedi ihraçlarında ortalama vade 1991-98 dönemindeki 3 yıldan, 1999-2001 döneminde 5 yıla yükselmiştir. Bununla beraber, sabit getirili menkul kıymet piyasasında halen kamunun ağırlığı sürmekte olup, 2001 rakamlarına göre toplam sabit getirili menkul kıymet stokunun %95'i kamuya aittir.

Son dönemde, sermaye piyasalarının gelişmesine yardımcı olacağı düşünülen şeffaflaşma, yatırımcı hakları korunması gibi kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması yönündeki yasal reformların yanı sıra kurumsal yatırımcı tabanını genişletmeye yönelik yatırım fonları ile özel emeklilik fonları konularında düzenlemeler yapılmaktadır.

MISIR

Ekonomi

1950'lerde askeri darbeyle yönetime gelen Cemal Abdül Nasır, kamulaştırma içeren merkezi planlamacı bir ekonomik program uygulamıştır. 70'li yıllarda tekrar çok partili sisteme geçilmiştir. Mısır'da liberalleşme 80'li yıllarda Hüsnü Mübarek ile başlamış, son yirmi yılda önemli yol kat edilmiştir.

Mısır Ekonomisi	1980	1985	1990	1995	2000	2002
Nüfus (milyon)	42.3	48.5	51.5	57.5	63.9	66.7
GSYİH (milyar \$)	22.4	46.5	91.4	60.4	98.7	85.5
GSYİH (kişi başı, \$)	529	958	1,774	1,050	1,545	1,283
GSYİH (yıllık % reel değişim)	3.4	7.4	2.4	4.5	5.1	2.0
Enflasyon (yıllık % değişim)	20.5	12.1	22.2	9.4	2.8	2.5
\$ kuru (ortalama)*	-	-	-	3.4	3.5	4.5
Cari denge/GSYİH (%)*	-	-	-	1.0	-0.9	0.7
Dış borç/GSYİH (%)*	-	-	-	51.3	27.0	33.5
Bütçe dengesi/GSYİH (%)*	-	-	-	-7.7	-8.9	-9.5

Kaynak: IMF, Central Bank of Egypt, Ministry of Foreign Trade

*Mali yıl 1 Temmuz-30 Haziran arasındadır.

Son on yılda, Körfez savaşına katılımı dolayısıyla ABD'nin kısmen dış borcunu silmesi ve IMF destekli programlar sayesinde makroekonomik koşullarında önemli bir iyileşme olmuştur. Sıkı mali ve kur çapası odaklı para politikaları sonucunda bütçe disiplini sağlanmış, enflasyon düşürülmüş ve ülkeye yabancı yatırım çekilmiştir. Ekonomi deregülasyon ve özelleştirmelerle liberalleştirilmiştir.

2001'de kur çapası rejimi gevşetilerek (fiili olarak devalüasyon) bir bant belirlenmiş, ülke 2003 Ocak ayında dalgalı kur rejimine geçmiştir.

Sermaye Piyasası

Ekonomideki liberalleşme adımlarına paralel olarak, Mısır'da sermaye piyasası 1990'larda gelişmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu 1979 yılında kurulmakla beraber, modern sermaye piyasasını düzenleyen kanun

1992 yılında çıkarılmıştır. Bu yasa ile, aracı kuruluşların kurulması da düzenlenmiştir.

Kahire ve İskenderiye Borsalarında (CASE) elektronik alım-satım sistemi 1995 yılında kurulmuş, sistem 2001 yılında geliştirilmiştir.

1996 yılında merkezi takas kurumu kurulmuştur. Takas işlemlerinin garantisini sağlayacak olan ve aracı kuruluşların katkısıyla kurulan takas garanti fonu 2000 yılında devreye girmiştir. Aynı yıl merkezi takas kanunu da çıkmıştır.

Borsanın internet sitesi ancak 1998'de devreye girmiştir. 2001 yılında aracı kuruluşlar için hata, noksan ve profesyonel sorumluluk sigortası getirilmiştir. 1999 yılında şirket bonoları için derecelendirme kuruluşları devreye sokulmuştur.

Haziran 2002 itibarı ile, CASE'de 146 aracı kuruluş faaliyet göstermektedir. Ayrıca, 21 yerli yatırım fonu, 10 off-shore fon, 30 portföy yönetim şirketi, 28 halka arz yüklenicisi, 10 risk sermayesi yatırım ortaklığı ve 6 derecelendirme kuruluşu bulunmaktadır.

Borsa eğitim ve tanıtım faaliyetlerine önem vermekte, ülkede menkul kıymet yatırımı kültürünü yerleştirmeye çalışmaktadır. 2000 yılında başlatılan üniversite ve okullara yönelik bir simülasyon programıyla 4.000 kişiye ulaşılmıştır. İlk defa 2002 yılında düzenlenen ve topluma Borsa'da yatırımı tanıtmayı hedefleyen forum, 2003 yılı Aralık ayında tekrarlanmıştır.

1992'de çıkarılan yasa ile, yabancıların menkul kıymet yatırımlarını engelleyen yasaklar kaldırılmış, sermaye kazancı ve temettü gelirlerine vergi istisnası getirilmiştir. Sermaye kazancındaki %2 vergi, bireysel yatırımcılar için 1997'de, kurumsal yatırımcılar için de 2000'de kaldırılmıştır.

Mısır sermaye piyasasında, hisse senetleri tarafı SGMK'lere kıyasla daha hızlı gelişmiş olup, 2001 yılında toplam işlem hacminin %35'i bonolarda gerçekleşmiştir.

Hisse Senetleri

1996 yılında başlatılan özelleştirme programı ile beraber piyasa hızla büyümüştür. Özelleştirmelerin yaklaşık yarısı halka arz yoluyla yapılmıştır. 1997 yılından itibaren ise büyük aile şirketleri de halka açılmaya başlamıştır.

Kote olan şirketler merkez bankası tarafından açıklanan 3 aylık mevduat faizinin ödenmiş sermayeye uygulanmasıyla elde edilen tutar kadar vergi istisnasından faydalanmaktadır. Kotta kalmak için şirketlerin en azından altı ayda bir işlem görmesi gerekmektedir.

10 yıllık süre zarfında, hisse senetlerinin piyasa değerinin milli gelirdeki payı 6 katına çıkarak %37'ye (30 milyar \$) yükselmiştir.

Mısır Hisse Senedi Piyasası Göstergeleri	1991	1995	2000	2002
Piyasa Değeri (milyar \$)	2.6	8.0	30.5	32.4
İşlem Hacmi (milyar \$)	0.1	1.1	8.7	5.2
Piyasa Değeri/GSYİH (%)	6.3	11.9	32.7	36.7
İşlem Hacmi/GSYİH (%)	0.3	1.7	9.3	5.9
İşlem Gören Şirket Sayısı	218	352	597	562
Kaynak: Egyptian Cabinet Information and Support Center				

Sabit Getirili Menkul Kıymetler

SGMK piyasasında kamu kesimi ağırlıktadır. 1991 yılından beri ihraç edilen Hazine bonolarında aktif bir ikincil piyasa bulunmamakta olup, işlemler tezgahüstü piyasada yapılmaktadır. Uzun vadeli devlet tahvilleri ilk olarak 1995 yılında çıkarılmıştır. Tahviller CASE'de işlem görmektedir.

Mısır'da, şirketler tarafından ihraç edilen bonoların yıllık getirisini %7 ile sınırlayan yasa, 1992'de çıkarılan sermaye piyasası kanunu ile ortadan kaldırılmıştır. İlk özel sektör bonusu, enflasyonun %20'li seviyelerden %10'un altına inmesine paralel olarak, 1994 yılında ihraç edilmiştir.

1998 yılında, firmaların bono ihracını net aktif değeriyle sınırlayan düzenlemenin kaldırılmasıyla, banka ve finansal kurumların yanı sıra, finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirketler de bono çıkarmaya başlamıştır. 1999 yılında bono çıkarmak isteyen şirketler için bir

derecelendirme kurumundan not (rating) alma zorunluluğu getirilmiştir. Şirket notunun en az BBB- olması gerekmektedir.

Borsada işlem gören SGMK stokunun milli gelire oranı %18 civarındadır (12 milyar \$). 2003 Eylül sonu itibariyle borsada işlem gören SGMK stoku içinde kamunun payı ise %93'tür. Diğer bir deyişle, özel sektör borçlanma senetleri piyasası henüz fazla büyümemiştir.

Sonuç

Mısır'da modern sermaye piyasası, uygulanan ekonomik liberalleşme programına paralel olarak son on yılda kurulmuştur. Ekonomik istikrar ile beraber, piyasada şeffaflık sağlayıcı ve sermaye piyasasına vergi avantajı sağlayan düzenlemeler ile kısa zamanda halka açık şirket sayısı artmıştır. Borsanın ekonomideki yeri hızla gelişmiş, piyasa değerinin milli gelire oranı %6 civarından 2002 itibariyle %37'ye çıkmıştır.

Enflasyondaki düşüşün yanı sıra, ihraç kolaylığı sağlayan düzenlemeler de özel sektörde sabit getirili menkul kıymet ihracını desteklemiştir. SGMK piyasası hisse senetlerine kıyasla daha az gelişmiş olup, ağırlık kamu kesimindedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

İncelenen ülke uygulamaları, enflasyondaki düşüş ve makroekonomik istikrarın sermaye piyasasına iki ana konuda etki ettiğini göstermektedir. Öncelikle, özel sektör borçlanma piyasası oluşmakta veya canlanmaktadır. Şirketlerin borçlanma vadeleri uzamaktadır. Genel olarak, kamu düzenleyicilerinin şirketlerin sermaye piyasası üzerinden uzun vadeli finansmanını kolaylaştıracak düzenlemeler yaptığı da gözlenmektedir. İkinci olarak, türev piyasalara olan ilgi artmaktadır. Türev piyasalarında ise öncelikle faize dayalı enstrümanların geliştiği görülmektedir.

Ayrıca, istikrar programlarının bir parçası olarak, veya programın sermaye piyasası ile ilgili kısmını güçlü tutabilmek, yabancı yatırımcıların olduğu kadar o ülkenin vatandaşlarının da güvenini sağlamak için, kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaşmasına dönük düzenlemeler yapılmaktadır.

İstikrar ortamının oluşmasının ardından, incelenen ülkelerde uzun vadeli enstrümanlara olan talebin arttığı gözlenmiştir. Bu durum, uzun vadeli kamu borçlanma senetlerine olduğu kadar özel sektör borçlanma senetlerinin ihracına da olumlu yansımıştır. Makroekonomik istikrarın yanı sıra, kurumsal yatırımcıların büyümesi de özel sektör borçlanma senetlerine talep yaratmaktadır. Sigorta şirketleri ve emeklilik fonları uzun vadeli enstrümanların gelişmesinde önemli rol oynamaktadır.

Ülkemizde de başarılı sonuçları görülmeye başlanan ekonomik istikrar programının, sermaye piyasasına diğer ülkelerdekine benzer şekilde yansması beklenebilir. Fakat, gelişimin sağlıklı bir şekilde sürdürülebilmesi için bazı düzenlemelerin yapılması gereklidir.

Örneğin, hızla gerileyen reel faizlerin şirketleri özel sektör borçlanma enstrümanları aracılığıyla, düşük maliyetle daha uzun vadede borçlanma arayışına itmesi beklenmektedir. Yatırımcılar ise mevcut yatırım araçlarının düşen reel getirileri karşısında alternatif yatırım alanları aramaya başlayabilirler. Bu noktada, özel sektör borçlanma enstrümanlarının ihracını kolaylaştırmak için ilk aşamada ihraç

limitleri gözden geçirilmeli, özel sektör borçlanma araçları üzerindeki vergi yükleri kamu menkul kıymetleri ile aynı seviyeye getirilmeli ve özel sektör borçlanma aracı çeşitliliğini engelleyen mevzuat hükümleri kaldırılmalıdır.

Benzer şekilde, türev piyasasının canlanması için Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin faaliyetlerine bir an önce geçebilmesine yönelik gerekli destekler sağlanmalıdır.

Öte yandan, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çerçevesi çizilen kurumsal yönetim ilkelerinin zaman içerisinde çok daha geniş bir çevre tarafından benimsenmesi için çalışmalar sürdürülmeli, ilkelere uyan şirketlere belli teşvikler getirilmelidir.

Yukarıda değinilen önlemler ve düzenlemelerin, ülkemizde düşük enflasyon-düşük reel faiz ortamında hem menkul kıymet ihracı hem de talebi yönünde hızlı bir gelişime olanak sağlayacağı incelenen ülke örneklerinde görülmektedir.

KAYNAKÇA

Makaleler

Armijo, Leslie Elliott; Ness, Walter L., Jr.; "Modernizing Brazil's Capital Markets, 1985-2001: Pragmatism and Democratic Adjustment"; 2002.

Fernandez, Viviana; "The Derivatives Markets in Latin America with an Emphasis on Chile"; 2001.

Fischer, Stanley; Orsmond, David; "Israeli Inflation from an International Perspective"; 2000.

Martinez, Lorenza; Werner, Alejandro; "Capital Markets in Mexico: Recent Developments and Future Challenges"; 2002.

Roll, Richard; Hassan, Yasser; "The Development of Bond Market in Egypt"; 2001.

İnternet Siteleri

Uluslararası Para Fonu www.imf.org

Uluslararası Borsalar Federasyonu www.fibv.com

Uluslararası Ödeme Bankası www.bis.org

Sao Paulo Borsası www.bovespa.com.br

Brezilya Ticari ve Vadeli İşlemler Borsası www.bmf.com.br

Brezilya Menkul Kıymet ve Borsa Komisyonu www.cvm.gov.br

Brezilya Büyükelçiliği – Londra www.brazil.org.uk

Tel Aviv Borsası www.tase.co.il

İsrail Maliye Bakanlığı www.mof.gov.il

İsrail Dışişleri Bakanlığı www.mfa.gov.il

Standard & Poor's – İsrail www.standardpoor.co.il

Meksika Menkul Kıymetler Borsası www.bmv.com.mx

Meksika Türev Araçlar Borsası www.mexder.com.mx

Meks. Ulusal Banka ve Menkul Kıymet Komisyonu www.cnbv.gob.mx

Meksika Merkez Bankası www.banxico.org.mx

Meksika Maliye Bakanlığı www.shcp.gob.mx

Kahire ve İskenderiye Borsaları www.egyptse.com

Mısır Takas ve Saklama Bankası www.mcsd.com.eg

Mısır Sermaye Piyasası Kurulu www.cma.gov.eg

Mısır Merkez Bankası www.cbe.org.eg

Mısır Dış Ticaret Bakanlığı www.economy.gov.eg

Mısır Kabinesi Bilgi ve Karar Destek Merkezi www.idsc.gov.eg



Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza A Blok Kat:4
1. Levent 34394 İSTANBUL
Telefon: 212-280 85 67
Faks: 212-280 85 89
İnternet sitesi: www.tspakb.org.tr
e-posta: tspakb@tspakb.org.tr

ISBN 975-6483-09-1