

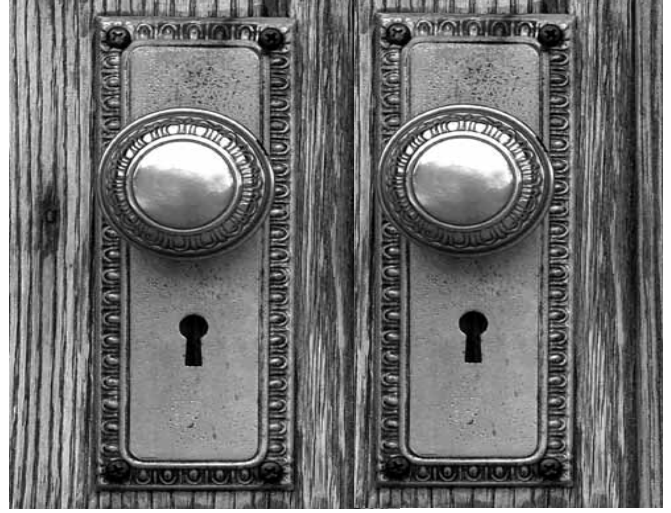
Rusya Sermaye Piyasası

Bu ayki ilk raporumuzda, Doğu Bloğunun yıkılmasının ardından serbest piyasa ekonomisine geçen Rusya sermaye piyasası incelenmektedir. Rusya, 987 milyar \$ GSYİH ile dünyanın 11. büyük ekonomisi konumundadır. Ana ihracat ürünleri arasında petrol, petrol ürünleri, doğal gaz, kereste ve metal ön sıralarda yer almaktadır.

Rusya'da, 1995 yılında kurulan RTS ve 1997 yılında kurulan MICEX olmak üzere iki ulusal borsa bulunmaktadır. Borsaların kârlılıklarını artırmak için 2003 yılında MICEX, 2004 yılında ise RTS, anonim şirket statüsüne geçmiştir.

MICEX ve RTS'te piyasa değeri en yüksek olan şirketlerin enerji sektöründe olduğu görülmektedir. Kasım 2007 itibarıyla, her iki borsada da işlem gören en büyük şirket Gazprom'un piyasa değeri 312 milyar \$ olmuştur.

Rusya piyasalarında yer alan ürün çeşitliliği kısıtlıdır.



Ancak, bankacılık sektörüne olan güvenin Asya Mali Krizinden sonra sarsılmasıyla özel şirket tahvilleri piyasası önemli bir gelişim göstermiştir. Çalışmayı **sayfa 7'de** okuyabilirsiniz.

Polonya Sermaye Piyasası

İkinci çalışmamızda, Doğu Blokundan ayrılan ilk ülke olan Polonya'nın sermaye piyasası yapısı incelenmektedir. 2006 yılında 341 milyar \$ milli gelir ile dünyada 24. sırada yer alan Polonya'da sermaye piyasalarının temelleri 1991 yılında serbest piyasa ekonomisine geçiş ile atılmıştır.

Ülkenin tek borsası olan Varşova Borsası'nda hisse senetleri, tahviller, çeşitli türev ürünler ve yatırım fonları işlem görmektedir.

Türev ürünler hızlı bir gelişim göstermiştir. Tahvil piyasasında ise, hem özel sektör tahvilleri, hem de yabancı tahviller işlem görmesine rağmen önemli bir hacim yakalanamamıştır.

Varşova Borsası'nda sadece KOBİ'lerin işlem gördüğü bir piyasa olan NewConnect Ağustos 2007'de fa-

aliyete başlamıştır. Kısa süreli geçmişine rağmen yıl sonunda kote şirket sayısı 24, piyasa değeri ise 450 milyon \$'a ulaşmıştır.

Aralarında Varşova Borsası, Merkez Bankası ve Finansal Denetleme Otoritesinin de bulunduğu Finansal Piyasaları Geliştirme Konseyi, piyasa katılımcılarının bulunduğu ortak bir platform olarak sektörün gelişimine dair çalışmalarda bulunmaktadır.

Polonya sermaye piyasasında iki önemli milat görülmektedir. Birincisi, Varşova Borsası'nın 1991 yılında kurulması, ikincisi ise ülkenin 2004 Mayıs'ında AB'ye tam üye olmasıdır. Bu tarihlerden sonra sermaye piyasasının her alanında hızlı bir büyüme olduğu gözlenmektedir. Raporun tamamı **sayfa 20'de** yer almaktadır.

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

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:

Printcenter

Eski Büyükdere Cad.

Cem Sultan Sok. No:2A

4. Levent 34416 İstanbul

Tel:212-282 41 90

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,

2007 yılı içerisinde uluslararası piyasalarda yaşanan en önemli olay şüphesiz ABD konut sektörüne ilişkin sıkıntılar oldu. Buna bağlı olarak yılın ikinci yarısında küresel likidite koşulları bozuldu ve bu durum diğer piyasalar gibi ülkemizde de yansımalarını buldu.

Türkiye ekonomisinin belirli göstergeleri değerlendirildiğinde, son yıllarda süregelen ekonomik büyümenin yıl içerisinde yavaşladığını görüyoruz. Yine de yıl sonu itibarıyla %5 civarında büyüme bekleniyor. Fiyat seviyelerine baktığımızda, TÜFE %8,4 artış göstererek tek haneli seviyede kalmaya devam ediyor. Ancak enflasyonun %4'lük hedeften saptığı da bir diğer gerçek. DİBS faiz oranları 2007 yılında yüksek seviyelerini korusa da yıl içinde %21 civarından %16 seviyesine kadar geriledi.

Sermaye piyasası tarafına bakıldığında, İMKB-100 endeksi yılı 55.538 seviyesinde kapatarak %42 değer kazandı. Böylece, hisse senetleri finansal yatırım araçları arasında en yüksek getiriye sağladı. Yıl içerisinde toplam 4,5 milyar YTL değerinde 9 şirket ve 2 borsa yatırım fonunun halka arz edilmesiyle İMKB'deki hisse senedi sayısı 327'ye çıktı. 387 milyar YTL'lik hisse senedi işlem hacminin dörtte biri yabancılar tarafından yapılırken, yabancılar toplam halka açık piyasa değerinin neredeyse dörtte üçüne sahip oldular. Hızla gelişen vadeli işlem hacmi 7 kat artarak 118 milyar YTL'ye ulaştı. Bu gelişmeler aracı kurum gelirlerine de yansıdı ve ilk 9 ayda aracı kurumların net kârı geçen yılın aynı dönemine göre %36 artarak 255 milyon YTL'ye çıktı.

Sermaye piyasamızda dikkat çeken bir diğer gelişme

ise üyelerimizin sermaye yapısındaki değişiklikler oldu. Yabancı aracı kurumların geçen dönem yoğunlaşan yerli aracı kurum satın alımlarıyla, 2005 sonunda 11 olan yabancı kurum sayısı son dönemde 26'ya ulaştı.

SPK, 2007 yılında yeni düzenlemelerle piyasamızdaki ürün çeşitliliğini artırma yönündeki çalışmalarını sürdürdü. Yılın ikinci ayında yasalanan Konut Finansman Kanunu ile piyasamızın daha da derinleşeceğini düşünüyoruz. Ürün yelpazesini genişleten bir diğer düzenleme ile iki kurum korumalı yatırım fonları oluşturdu ve bu fonlar sektördeki yerini hemen aldı.

Birliğimiz de, sermaye piyasasını geliştirme amacı doğrultusunda çalışmaya devam etti. Üyelerimizin faaliyetlerinde karşılaştıkları çeşitli sorunlara ilişkin görüş ve önerilerini ilgili mercilere sundu. Birliğimiz bünyesinde sektörün gelişmesi için Tahvil ve Bono Piyasası, Belge Kayıt Düzeni, Piyasa Kurumları gibi çeşitli konularda çalışma grupları oluşturuldu. Ayrıca, çeşitli ülke sermaye piyasalarını ve AB direktiflerini inceleyen raporlarımızla sektörü bilgilendirmeye devam ettik. Birliğimiz, özellikle 2007 yılının son aylarında gündeme oturan İstanbul'un finans merkezi olması konusunda daha yılın ilk aylarında raporunu hazırladı.

Aracı kurumların faaliyet alanlarının geliştirilmesine yönelik olarak, yılın son aylarında SPK liderliğinde bütün aracı kurumlar bir araya gelerek yeni faaliyet alanları ve geliştirilebilecek yönleri tartışma fırsatı buldular. Bu gelişmeyi ve SPK'nın yaklaşımını piyasamız açısından çok olumlu buluyoruz.

2007 yılı içerisinde 3.268 kişiye eğitim veren Birliğimiz bu yıl 2.466 adet lisans başvurusunu onayladı. Yine 2007'de oluşturulan Özgeçmiş Bankası sistemi ile, halihazırda çalışmayan, ancak lisans belgesi sahibi nitelikli kişilerle üyelerimizi buluşturmayı amaçlıyoruz.

Yoğun gündemi ve gelişmeleriyle bir yılı daha geride bırakırken, Birliğimizin yönetim ve denetim kurulu üyeleri ile çalışanları adına, yeni yılınızı en iyi dileklerle kutlar, 2008 yılında sağlık, mutluluk ve başarılar dilerim.

Saygılarımla,

E. Nevzat ÖZTANGUT
BAŞKAN

Kredili İşlem Listelerinden Çıkarılan Kıymetler İMKB İnternet Sitesinde Yayımlanıyor

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:65 "Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ" uyarınca, Sermaye Piyasası Kurulu gerekli gördüğü hallerde, bazı sermaye piyasası araçlarının işleme konu listelerden çıkarılmasını ilgili borsanın yetkili organından talep etmektedir.

İlgili listelerden çıkarılan sermaye piyasası araçlarının İMKB'nin internet sitesinde toplu olarak yayımlanmasının işlem yapan aracı kurumlar ve yatırımcılar açısından faydalı olacağına yönelik önerimiz İMKB tarafından değerlendirmeye alınmıştır.

İMKB'nin 14.12.2007 tarih ve 2608 sayılı Genel Mektubu ile listeden çıkarılan sermaye piyasası araçlarına ilişkin bilgilerin İMKB internet sitesinde yayımlanmaya başlanacağı üyelerimize duyurulmuştur.

32 Sayılı Karara İlişkin Girişimde Bulunduk

Bakanlar Kurulunun, 30 Aralık 2006 tarih ve 26392 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 2006/11472 sayılı kararı ile "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Kararda Değişiklik Yapılmasına Dair Karar" yürürlüğe konulmuştur. Karar'da gerçekleştirilen bazı düzenleme değişiklikleri aracı kurumları yakından ilgilendirmektedir.

Ancak, aracı kurumlara yönelik yapılan düzenleme değişiklikleri uygulamada bazı tereddütlere neden olmuştur. Konu, Kasım 2007 tarihli *GÜNDEM*'de irdelenerek okuyucularımızla paylaşılmıştı. Belirsizlik yarattığı düşünülen hususlara ilişkin olarak Birliğimizce Merkez Bankası ve Hazine Müsteşarlığı nezdinde girişimde bulunulmuştur.

Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Eğitimleri

Birliğimizin 2007 Aralık ayı içinde düzenlediği Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar sınavlarına yönelik eğitimlerine toplam 303 kişi katılmıştır.

2007 yılında 8 modülde eğitim düzenlemiştir. Tüm yıl boyunca yapılan lisanslama sınavlarına hazırlık, VOB, mesleki gelişim, kuruma özel ve lisans yenileme eğitimlerine toplam 3.268 kişi katılmıştır.

19-20 Ocak 2008 tarihlerinde yapılacak olan Lisanslama Sınavlarına yönelik Temel Düzey, İleri Düzey ve Türev Araçlar eğitimleri devam etmektedir. Bu çerçevede oluşturulan 2008 Ocak ayı lisanslama eğitim programı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ocak 2008 döneminde Lisanslama Sınavlarına girecek adaylara başarılar dileriz.

2007 Yılı Eğitim İstatistikleri

Eğitim Türü	Katılımcı Sayısı
Temel Düzey	141
İleri Düzey	470
Türev Araçlar	194
Değerleme Uzmanlığı	104
VOB Eğitimleri	286
Mesleki Gelişim	138
Kuruma Özel	400
Lisans Yenileme	1,535
TOPLAM	3,268

Ocak 2008 Lisanslama Eğitim Programı

Eğitim Tarihi	Eğitim Adı	Lisans Türü	Süre
3-4 Ocak	Analiz Yöntemleri	İleri Düzey	2 gün
5 Ocak	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Temel/İleri Düzey	1 gün
6 Ocak	Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	Temel/İleri Düzey	1 gün
5-6 Ocak	Türev Araçlar	Türev Araçlar	2 gün
6 Ocak	Takas ve Operasyon İşlemleri	Temel Düzey	1 gün
8-9 Ocak	Genel Ekonomi ve Mali Sistem	İleri Düzey	2 gün
12-13 Ocak	Muhasebe, Denetim ve Etik Kuralları	İleri Düzey	2 gün

Lisans Yenileme Eğitimleri

Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca; sermaye piyasası kurumlarında lisansa tabi bir görevde çalışanların her 4 yılda bir, son iki yıl içinde sermaye piyasası kurumlarında lisansa tabi bir görevde çalışmayanların 2 yılda bir Birliğimiz tarafından düzenlenen Lisans Yenileme Eğitimlerine katılması gerekmektedir. Kimlerin Lisans Yenileme Eğitimlerine katılması gerektiği konusunda ayrıntılı bilgiler Birliğimizin internet sitesinde Sıkça Sorulan Sorular bölümünde yer almaktadır.

Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca, kişiler kendi lisans durumlarını takip edip gerektiğinde Lisans Yenileme Eğitimlerine başvurmak durumundadırlar.

Lisanslama sınavlarında başarılı olunan yılın son günü olan 31 Aralık'tan itibaren kişinin durumuna göre 2 veya 4 yıllık süre eklenmekte ve ulaşılan yılın son gününe kadar (31 Aralık) yapılacak herhangi bir

lisans yenileme eğitimine katılınması gerekmektedir. Bu sürenin bitiminden sonraki ilk gün itibariyle (1 Ocak) lisans yenileme eğitimine katılmamış olanların Birliğimiz Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemindeki statüsü "geçici iptal"e dönüştürülmektedir.

Lisans belgeleri "geçici iptal"e dönüşen kişilerin, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca lisansa tabi görevlerde bulunmaması gerekmektedir. Bu doğrultuda, lisans belgeleri "geçici iptal"e dönüşen kişilerin yapılacak ilk yenileme eğitimine katılarak lisanslarını geçerli hale getirmeleri büyük önem taşımaktadır.

Birliğimiz tarafından düzenlenen lisans yenileme eğitimlerine bugüne kadar 2.940 kişi katılmıştır.

2008 yılının Ocak ayında düzenlenecek Lisans Yenileme eğitimlerinin tarihleri; Birliğin www.tspakb.org.tr internet adresinden erişilen Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinden duyurulacaktır. Eğitim başvuruları da aynı adresten gerçekleştirilmektedir.

Başvurularla ilgili gerekli bilgilere, internet sitemizde ve Eğitim Bölümü/Lisans Yenileme Eğitimleri altında yer alan Lisans Yenileme Eğitimlerine Başvuruda Yapılacak İşlemler linklerinden ulaşılabilir.

VOB Eğitimleri

Bir aracı kuruma özel VOB Üye Temsilcisi eğitimi, 10-17 Aralık 2007 tarihlerinde gerçekleştirilmiştir. Yeni dönem eğitimlerimiz 2008 yılının Ocak ayında üyelerimize duyurulacaktır.

Mesleki Gelişim Eğitimleri

Yoğun ilgi gören "Aracı Kurumlarda İç Denetçiler için Finansal Denetim" eğitimi 23 kişinin katılımıyla 10 Aralık 2007 tarihinde tekrar edilmiştir.

5-6 Aralık 2007 tarihlerinde 16 kişinin katılımıyla "Aracı Kurumlarda Temel Satış Becerileri Geliştirme" eğitimi düzenlenmiştir. Eğitimde, satışta yeni trendler, satış psikolojisi, satış etkileyen faktörler, satışta iletişimin önemi ve satış teknikleri örneklerle ele alınmıştır.





Borsa dışında işlem gören özel sektör tahvillerinde ise Koç Tüketici Finansmanı ve Kart Hizmetleri A.Ş. tahvilinde, 30 Kasım 2007 tarihinde 200.000 YTL nominal değerli 2 adet sözleşme ile toplam 217.231 YTL işlem hacmi gerçekleşmiştir.

Lisans Başvurularında Son Durum

Lisanslama ve Sicil Tutma Sisteminde kayıtlı kişi sayısı 31 Aralık 2007 tarihi itibarıyla 25.971'e ulaşmıştır.

Lisanslama sınavları sonucunda başarılı olan adaylardan 13.006'sının lisans başvurusu Birliğimize ulaşmış olup başvuruların 11.604 adedi sonuçlandırılmıştır.

Lisans Başvuruları			
Lisans Türü	Başvurulan Lisans	Onaylanan Lisans	Sonuçlanan Başvuru %
Temel Düzey	7,586	6,834	90
İleri Düzey	3,111	2,896	93
Türev Araçlar	859	642	75
Değerleme Uzmanlığı	719	628	87
Takas ve Operasyon	353	325	92
Kredi Derecelendirme	208	156	75
Kurumsal Yönetim Derecelendirme	170	123	72
Toplam	13,006	11,604	89

Rakamlarla Borsa Dışı İşlemler

Borsa Dışı İşlemler Pazarı'nda işlem görmekte olan şirketlerin hisse senetlerinde 1 Ekim-31 Aralık 2007 döneminde herhangi bir işlem gerçekleşmemiştir. Bu işlemlerin başladığı 19 Ağustos 2002 tarihinden 31 Aralık 2007 tarihine kadar ise 288.239 YTL tutarında işlem yapılmıştır.



RUSYA SERMAYE PİYASASI

Bu çalışmamızda, ekonomik büyüklüğü ve yarattığı fırsatlar açısından dünyanın önde gelen finans merkezlerinden biri olma yolunda ilerleyen Rusya sermaye piyasası incelenmektedir. Raporda, Rusya sermaye piyasasının tarihsel süreç içinde nasıl bir gelişim izlediği, altyapısı, düzenlemeleri ve borsaların işleyişleri değerlendirilecektir.

Yüz ölçümü açısından dünyanın en büyük ülkesi olan Rusya, Türkiye'den 22 kat daha geniş bir alana sahiptir. Ülke, eşit federal temsil hakkı olan, fakat özerklik yapılarında farklılaşan 86 birimden oluşmaktadır. Bu birimler, 21 cumhuriyet, 48 il, 7 bölge, 1 özerk il, 7 özerk bölge ve 2 federal şehirdir (Moskova ve St. Petersburg).

142 milyonluk nüfusun 74 milyonu iş gücüne dahil olmuştur. Bu iş gücünün %11'i tarım, %29'u sanayi ve %60'ı hizmet sektörlerinde istihdam edilmektedir.

IMF verilerine göre GSYİH, 2001 yılında 307 milyar \$ iken 2006 yılında 987 milyar \$'a yükselmiştir. Rusya, dünyanın on birinci büyük ekonomisidir. Ana ihracat malları arasında petrol, petrol ürünleri, doğal gaz, kereste ve metal ön sıralarda yer almaktadır. Bu malların, ihracatın %80'inden fazlasını ve devlet gelirlerinin %32'sini oluşturması, Rus ekonomisinin dünya emtia fiyatlarına karşı duyarlı bir yapıya sahip olmasına neden olmaktadır. Ülke, 2006 yılı sonunda 60 milyar varil ile dünyanın sekizinci büyük petrol rezervine sahiptir. Aynı yıl içinde 10 yıldan bu yana enflasyonun ilk defa %10'un altına düştüğü görülmektedir.

2006 yılında dış borç nominal olarak 53 milyar dolar artarak 310 milyar \$'a ulaşmıştır. Ancak, dış borcun milli gelire oranı 2005 yılında %34 iken 2006 yılında %31'e gerilemiştir. Yüksek petrol fiyatlarından kaynaklanan güçlü dış ticaret dengesi, cari denge fazlasını artırmıştır. 2005 yılında 84 milyar \$ olan fazla, 2006 yılında 95 milyar \$'a ulaşmıştır.

2005 yılında 15 milyar \$'a yakın olan doğrudan yabancı yatırımlar, 2006'da 30 milyar \$'a yükselmiştir. Bu artış, bankacılık ve vergi gibi yapısal alanlardaki reformların, yatırımcı ve iş dünyasının güvenini artırmasının bir sonucu olarak değerlendirilmektedir.

I. TARİHÇE

1991 yılında Sovyet blokunun çöküşüyle birlikte temelleri atılan özelleştirme programı, Rusya sermaye piyasasının oluşturulması için ilk adımdır. Programla 1991'den 1995 yılının ortalarına kadar Rusya'daki teşebbüslerin yarısından fazlasının, yaklaşık olarak 240.000 teşebbüsün, özelleştirmesi tamamlanmıştır.

İlk aşamada kupon özelleştirme modeli benimsenmiştir. Büyük ve orta ölçekli teşebbüslerin özelleştirilmesinde kullanılabilen 10.000 Ruble (63 \$) değerindeki kuponlar, Rus vatandaşlarına bedelsiz olarak dağıtılmıştır. Bu yöntem ile vatandaşların özelleştirme programına katılmaları sağlanmıştır. İkinci aşama ise, 1996 yılının son çeyreğinde, kalan devlet teşebbüslerinin blok satışıyla tamamlanmıştır.

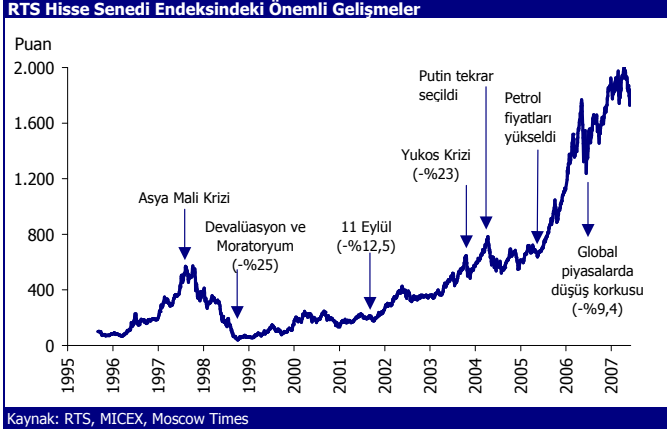
1997 sonlarına doğru sağlanan ekonomik istikrar, kontrol altına alınmış enflasyon, başarılı özelleştirme programı ve diğer iktisadi altyapı çalışmaları, 1998 yılında patlak veren Asya Mali Krizi ile sekteye uğramıştır.

Asya krizinin Rusya'ya sıçramasının tek nedeni hammadde fiyatlarının düşmesi değildir. Fazla

Rusya Ekonomisi

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nüfus (milyon)	145,9	145,2	144,5	143,8	143,1	142,3
GSYİH (myr. \$)	306,6	345,4	431,4	591,7	764,5	986,9
GSYİH (% reel)	5,1%	4,7%	7,3%	7,2%	6,4%	6,6%
Enflasyon (% yıllık)	18,6%	15,1%	12,0%	11,7%	10,9%	9,0%
Toplam Dış Borç (myr. \$)	146,3	152,3	186,0	213,5	257,2	309,7
Cari Denge (myr. \$)	33,9	29,1	35,4	59,5	84,4	95,3
Doğrudan Yabancı Yatırım (myr. \$)	2,7	3,5	7,9	15,4	15,1	30,0

Kaynak: Federal Devlet İstatistik Servisi, Rusya Merkez Bankası, Dünya Bankası



değerlenmiş Ruble, bankacılık sektöründeki zayıf düzenleme ve denetim faktörleri ve en önemlisi 1993 yılından itibaren çıkarılmaya başlanan kısa vadeli hazine bonoları, krizin etkilerinin daha güçlü hissedilmesine zemin hazırlamıştır. Hem kısa vadeli, hem de büyük bir oranı yabancı yatırımcıların elinde bulunan iç borçlanma araçları, ülke ekonomisinin kırılma noktasını artırmıştır.

Kriz öncesinde ülkeye önemli ölçüde sıcak para girişi olmuştur. Bu yapının en açık örneği, krizden önce Russian Trading System (RTS) borsasında işlemlerin %95'inin Amerikan Doları üzerinden, off-shore banka hesaplarından yapılmasıdır. 1998'in sonlarına gelindiği zaman, yaşanan bu gelişmelerle Rusya Federasyonu moratoryuma gitmiştir.

Moratoryumun ardından Rus piyasalarının karşılaştığı diğer önemli gelişmeler arasında 11 Eylül 2001 saldırısı vardır. 2003 yılında petrol devi Yukos'un başkanının tutuklanması da %23'lük düşüşe yol açmıştır.

2006 ortalarından itibaren uluslararası piyasalarda riskin azalması Türkiye gibi Rusya'yı da olumlu yönde etkilemiştir.

II. SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

Federal Finansal Piyasalar Kurumu

Finansal piyasaları kontrol eden ve düzenleyen Federal Menkul Kıymetler Komitesi (FCSM) 1996 yılında kurulmuştur. Ancak FCSM, 2004 yılında yapılan bir düzenleme ile bütün görev ve yetkilerini Federal

Finansal Piyasalar Kurumuna (Federal Financial Markets Service-FFMS) devretmiştir. Merkezi Moskova'da bulunan kurumun, finansal piyasaları, borsaları ve emeklilik fonlarını denetleme ve düzenleme yetkisi vardır. 14 farklı şubesi bulunmaktadır.

FFMS, finansal piyasalardaki katılımcıların faaliyetlerini düzenlemekte, menkul kıymetlerin ihracı ve takası için koşulları belirlemektedir. FFMS'nin amacı piyasalarda istikrarın, verimliliğin ve saydamlığın artması, riskin azalmasıdır.

FFMS'nin başlıca görevleri;

- İhraççıları, piyasa katılımcılarını ve özdüzenleyici kuruluşları kontrol etmek ve denetlemek,
- Menkul kıymet ihracı ve işlemleri ile ilgili düzenlemeler yapmak,
- Federal hükümete, kanunların düzenlenmesi ve geliştirilmesi konularında önerilerde bulunmak,
- Uygulamalar ve kanunlarla ilgili kamu bilincini arttırmaktır.

FFMS'ye bağlı bulunan müdürlükler ise;

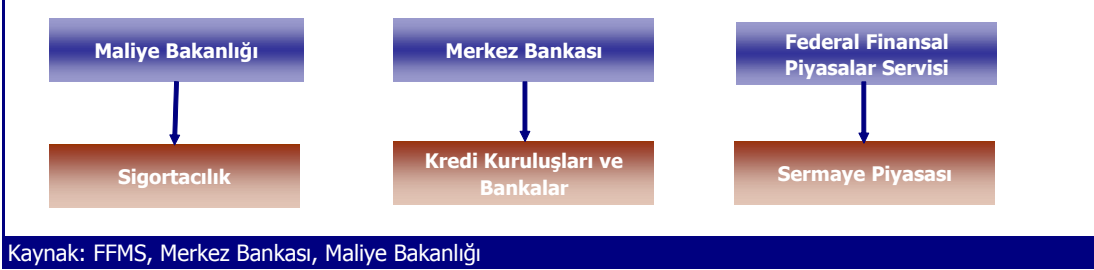
- Yatırım Fonları Düzenleme ve Denetleme Müdürlüğü,
- Profesyonel Katılımcılar ve Piyasa Altyapısı Sağlayıcıları Düzenleme Müdürlüğü,
- Menkul Kıymet İhraçları ve İşlemleri Düzenleme Müdürlüğü,
- Menkul Kıymet Piyasası Düzenleme Müdürlüğü,
- Hukuk İşleri Müdürlüğü,
- Halkla İlişkiler ve Uluslararası İlişkiler Müdürlüğü,
- Tescil Müdürlüğü,
- Finansal ve Ekonomik Güvenlik, Muhasebe ve Raporlama Müdürlüğü,
- İdari ve Teknik Destek Müdürlüğüdür.

FFMS, menkul kıymet aracılığı veya piyasa yapıcılığı için profesyonel piyasa katılımcılarına lisans vermektedir. Ayrıca vadeli işlem faaliyetinde bulunmak isteyen kurumların FFMS'ye bağlı Emtia Borsası Komisyonu'ndan vadeli işlem ve opsiyon ürünleri lisansı almaları istenmektedir. Bununla birlikte, döviz piyasasında aracılık yapmak isteyen şirketler, bankacılık lisansı almalıdırlar.

Diğer Kurumlar

Finans piyasasında yer alan sigortacılık, kredi kuru-

Rusya Finans Sektörü Düzenleme ve Denetleme Yapısı



1996 yılında yatırım şirketleri ve bankalar tarafından kurulmuş olan Birlik, 2000 yılında aracılık, piyasa yapıcılığı, saklama ve varlık yönetimi faaliyetlerinde bulunan banka ve

luşları ve bankalar ise farklı kurumların gözetiminde yer almaktadır. Sigortacılık, Maliye Bakanlığına bağlı bulunan Sigortacılık Denetimi Bölümü tarafından düzenlenmektedir. Kredi kuruluşları ve bankalar ile ilgili düzenlemeler ise Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir.

Özdüzenleyici Kuruluşlar

1994 yılı içinde kurulan Profesyonel Menkul Kıymet Piyasası Kurumları Birliği (PAUFOR), 1995 yılında **Ulusal Menkul Kıymet Piyasası Kurumları Birliği (NAUFOR)** olarak adını değiştirmiştir. 1997 yılında FCSM'nin verdiği yetki ile birlikte özdüzenleyici statüsüne kavuşmuştur. Merkezi Moskova'da bulunan Birliğin, 14 şehirde şubeleri vardır. 2007 Ocak ayı itibarıyla NAUFOR'un 399 üyesi bulunmaktadır. Üyelerin sahip olduğu lisanslarla ilgili detaylar tabloda yer almaktadır.

NAUFOR Yönetim Kurulunda 22 üye bulunmaktadır. Aracı kuruluşlar ve bankalardan 21 üyenin yanında, St. Petersburg Menkul Kıymetler Borsası Başkanı da üye olarak kurulda yer almaktadır. NAUFOR'da işlem teminatları, iç denetim ve aracılık faaliyetleri ile ilgili çalışma grupları vardır. Birlik, 1996 yılında Tahkim Komitesi kurmuştur. Tahkim, 2007 Mayıs ayına kadar toplam 150 davayı sonuçlandırmıştır. Aynı zamanda Birlik, 2006 yılında Federal Finansal Piyasalar Kurumundan aldığı yetki ile sektör çalışanlarına 6 çeşit lisans vermektedir.

NAUFOR Üyeleri Lisans Sayıları	
Aracılık Lisansı	354
Dealer Lisansı	349
Portföy Yönetimi Lisansı	277
Saklama Lisansı	191
Toplam	399
Kaynak: NAUFOR	

NAUFOR dışında, **Ulusal Menkul Kıymetler Piyasası Birliği (NSMA)** bulunmaktadır.

yatırım şirketlerini denetlemekle yetkili özdüzenleyici statüsünü kazanmıştır. Merkezi Moskova'da olan Birliğin, 22 bölgede şubeleri vardır. Üye sayısı 200'e ulaşmıştır.

Rusya'da birden fazla takas, saklama ve mutabakat kuruluşu vardır. Rusya'da aktif halde bulunan özdüzenleyici kuruluşlardan üçüncüsü de takas, saklama ve mutabakat kuruluşlarının birliğidir: **Profesyonel Mutabakat, Takas ve Saklama Birliği (PARTAD)**. 1994 yılında kurulan Birlik, 1997'de takas ve saklama, 2000 yılından itibaren ise mutabakat kuruluşlarının özdüzenleyici birliği hale gelmiştir. Birlik, mevcut faaliyetlerinde saklama kuruluşlarına ağırlık vermektedir.

Rusya'da 10 piyasa yapıcısı bir araya gelerek bir özdüzenleyici birlik kurabilmektedir. Bunun yanında, aracı kuruluşlar birliklere üye olmak zorunda değildir. Kurumlardan birliğe üye olanlar bildirimlerini üye oldukları birliklere yapmaktadırlar. Herhangi bir birliğe üye olmayan kuruluşlar ise bildirimlerini doğrudan Federal Finansal Piyasalar Kurumuna veya seçtikleri özdüzenleyici kuruma yapmakla yükümlüdürler.

Rusya Bankalar Birliği, 1991 yılında banka ve kredi kuruluşlarının özdüzenleyici birliği olarak kurulmuştur. Halihazırda, 755 üyesi bulunmaktadır. Tabloda da yer aldığı gibi, bankaları denetleyen en üst organ Rusya Merkez Bankasıdır.

III. BORSALAR

Rusya'da Moskova Bankalararası Döviz Borsası (MICEX) ve Russian Trading System (RTS) olmak üzere 2 tane ulusal borsa bulunmaktadır. Bunların yanında St. Petersburg Menkul Kıymet Borsası (SPCEX) ve

Rusya'nın çeşitli bölgelerine dağılmış olarak bulunan döviz borsaları gibi yerel yapılar mevcuttur. Rapor-
da, MICEX ile RTS'i incelemekteyiz.

1. MOSKOVA BANKALARARASI DÖVİZ BORSASI

Moskova Bankalararası Döviz Borsası (MICEX) 1992 yılında, Rusya Merkez Bankası, Rusya Bankalar Birliği ve ülkenin önde gelen bankaları tarafından, döviz işlemlerinin organize edilmesi için anonim şirket statüsünde kurulmuştur.

Daha önce belirtildiği gibi Rusya Federasyonu 7 bölgeden oluşmaktadır. Bu bölgelerde yerel borsalar bulunmaktadır. 1993 yılında, MICEX ve yerel borsalar, Rusya Döviz Borsası Birliğini kurmuşlardır. Bu oluşum ile birlikte, yerel yönetimlerin bonolarının bölgeler arası işlemleri yürütülmeye başlanmıştır. Zaman içinde, MICEX Holding bünyesine 7 yerel borsayı dahil etmiştir. Bu borsalar,

1. Samara
2. Yekaterinburg
3. N. Novogrod
4. St. Petersburg
5. Vladivostok
6. Rostov-on Don
7. Novosibirsk'dir.

Holding bünyesinde bulunan borsalar, ortak işlem, mutabakat ve saklama yapısına sahiptir.

1994 yılında holding, türev piyasası bölümü oluşturmuş, bu piyasa 1996 yılında dolar kuru ve hazine bonoları sözleşmeleri ile faaliyete geçmiştir. Asya

mali krizi ve çeşitli yasal düzenlemelerin eksikliğinden dolayı gelişimini tamamlayamamış olan türev piyasası, ilerleyen bölümlerde daha detaylı şekilde incelenecektir.

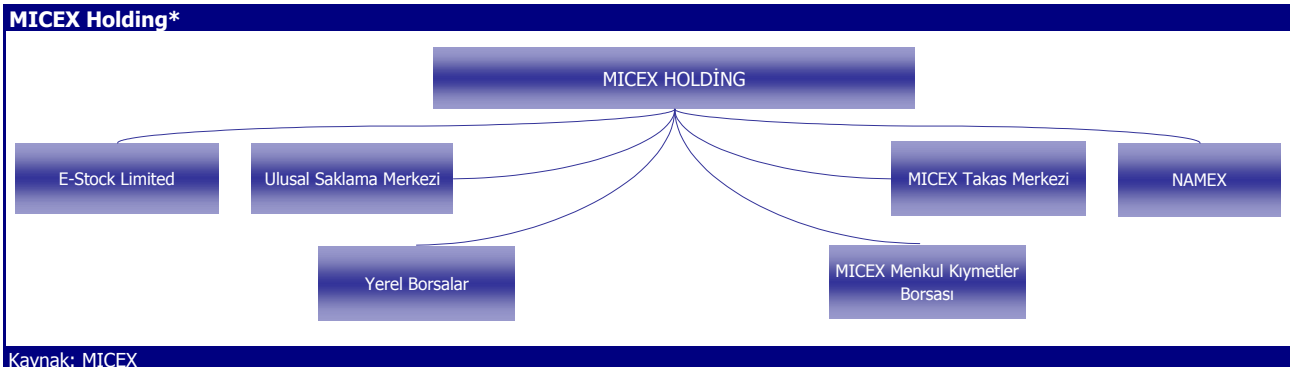
MICEX Menkul Kıymetler Borsası 1997 yılında kurulmuştur. 2003 yılında anonim şirket olmuş ve 2004 yılında borsa statüsünü kazanmıştır. Borsada hisse senetleri, özel şirket tahvilleri ve yerel bonolar işlem görmektedir.

1997'de Ulusal Saklama Merkezi MICEX Holding ve Rusya Merkez Bankası tarafından kurulmuştur. 2006 yılında kayda alınmış menkul kıymet işlemi 1,9 milyon adeti, yatırımcıların hesabında bulunan menkul kıymetlerin değeri ise 110 milyar \$'ı geçmiştir. Ulusal Saklama Merkezi'nin %47'lik kısmı holdinge aittir.

2001'de E-Stock Limited Company MICEX Holding ve iki bilgi işlem şirketi tarafından kurulmuştur. Bilgi teknolojisi, telekomünikasyon ve yazılımla ilgili danışmanlık hizmeti vermektedir. MICEX Holding şirketin %51'ine sahiptir.

Ulusal Emtia Borsası (National Merchantile Exchange-NAMEX) ile MICEX Holding 2002 yılında emtia piyasasının gelişmesi için ortak projeler yürütmeye başlamışlardır. NAMEX, holdingin teknik ve organizasyon altyapısını kullanarak yatırımcılara ulaşmaktadır. NAMEX'in %10'u holdinge aittir.

MICEX Takas Merkezi bankacılık ve takas işlemlerinin yürütüldüğü bir kredi kuruluşu olarak 2002 yılında faaliyete geçmiştir. MICEX Holding altındaki bütün piyasalar için takas işlemlerini yürütmektedir. MICEX Holding takas merkezinin %86'lık hissesini elinde bulundurmaktadır.



Kaynak: MICEX

*Asıl adı ile Moskova Bankalararası Döviz Borsası (MICEX), sahip olduğu şirketler ile adının karışmasının önlenmesi için MICEX Holding olarak adlandırılmıştır.

HİSSE SENEDİ VE TAHVİL PİYASASI

MICEX Menkul Kıymetler Borsasında hisse senetleri özel şirket tahvilleri ve yerel bonolar işlem görmektedir. 205 ihraççının 302 hisse senedi MICEX Menkul Kıymetler Borsasında işlem görmekte olup, bunlardan 68 ihraççının 87 hisse senedi MICEX'e kote olmuştur. Borsa'da 490 ihraççının 687 tahvili yer almaktadır. Bunlardan 169 ihraççının 255 tahvili MICEX menkul kıymetler borsasına kote olmuştur.

Hisse senedi ve tahvil piyasası, aralarında LUKoil, Mosenergo, Rostelecom gibi büyük şirketlerin bulunduğu ve 200'e yakın ihraççının yer aldığı bir piyasadır. 400'e yakın banka ve finans kurumu işlemlere aracılık etmektedir.

Gazprom hisseleri 2006 yılının başında MICEX borsasına kote olmuştur. 2005 yılı sonunda 258 milyar \$ olan hisse senedi piyasa değeri, Ocak 2006'da bu gelişme ile birlikte 572 milyar \$'a yükselmiştir. Gazprom 2006 yılında MICEX Borsasına ilk kote olduğu zaman 186 milyar \$'lık piyasa değerine sahipti. Kasım 2007'de Gazprom'un piyasa değeri 312 milyar \$'a çıkmıştır. Gazprom'u, 95 milyar \$ piyasa değeri ile Sberbank ve 86 milyar \$ piyasa değeri ile Rosneft izlemektedir. Toplam 1.171 milyar \$ olan hisse senedi piyasa değerinin %42'sini bu 3 şirket oluşturmaktadır.

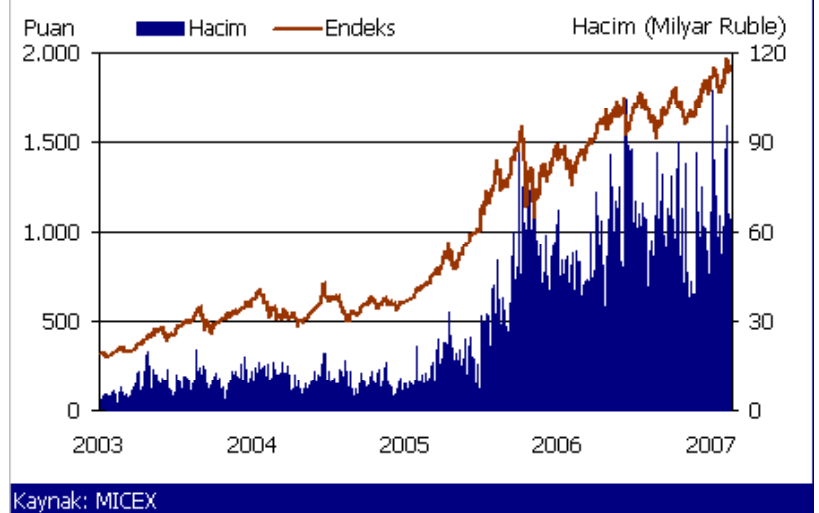
2005 yılında, hisse senedi piyasasındaki ihraççı sayısı 81'den 161'e çıkmıştır. 2007 Kasım ayında işlem gören şirket sayısı 205'tir. Piyasa değerleri en yüksek olan şirketler enerji sektöründendir.

Menkul kıymet piyasasında hisse senedi işlemleri ağırlıklıdır. Hisse senedi işlem hacmi 2006 yılında 3,5 katlık bir büyümeye göstermiştir.

MICEX Hisse Senedi Piyasası				
	2004	2005	2006	2007/11
Piyasa Değeri (Milyar \$)	160,6	258,0	884,7	1.170,5
İşlem hacmi (Milyar \$)	96,7	115,5	409,1	1.076,8
İhraççı Sayısı	81	161	193	205

Kaynak: MICEX

MICEX Hisse Senedi Endeksi ve İşlem Hacmi



Kaynak: MICEX

Şirket tahvilleri ve yerel tahviller en çok gelişen piyasalardan birisidir. Kasım 2007 itibariyle 490 ihraççının 687 tahvili işlem görmektedir.

Asya krizi sonrası bankacılık sektörünün zayıflaması ile şirketler, finansman ihtiyaçlarını karşılamak için şirket tahvili ihracına hız vermişlerdir. Kasım 2007'de özel şirket tahvillerinin piyasa değeri 26 milyar \$ olmuştur. 3 ihraççının tahvillerinin nominal değeri 4 milyar \$'dır.

Yerel tahvillerin piyasa değeri Kasım 2007'de 5,6 milyar \$'a ulaşmıştır. 2007 yılı içinde en yüksek tahvil ihracı 6,7 milyar \$ ile Moskova Şehri, 1,79 milyar \$ ile Moskova Bölgesi ve 47 milyon \$ ile Samara Bölgesi tarafından yapılmıştır.

Kotasyon Koşulları

MICEX Borsasında Birinci Pazar, İkinci Pazar ve Kot Dışı Pazar bulunmaktadır. Kotasyon koşullarına tabloda yer verilmiştir.

Hisse Senedi ve Özel Şirket Tahvil Endeksleri

MICEX Menkul Kıymetler Borsasında hisse senedi ve tahvillerin yürütüldüğü 3 ana endeks mevcuttur.

MICEX: Piyasa değeri ağırlıklı endeks

Şirket Tahvili ve Yerel Tahviller			
	2005	2006	2007/11
İşlem Hacmi (Milyar \$)	85,2	204,5	446,0
İhraççı Sayısı	245	364	490

Kaynak: MICEX

Kotasyon Şartları

	1. Pazar	2. Pazar	Kot Dışı Pazar
Sermaye	En az 10 milyar Ruble	En az 3 milyar Ruble	En az 1.5 milyar Ruble
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri	En az 1 milyar Ruble	En az 500 milyon Ruble	En az 300 milyon Ruble
Faaliyet Süresi	En az 3 yıldır faaliyette	En az 3 yıldır faaliyette	En az 1 yıldır faaliyette
Kârlılık	Son 3 yılın 2'sinde kârlı	Son 3 yılın 2'sinde kârlı	Bir şart yok
Kaynak: MICEX	1 Ruble ≈ 0,041 US \$		

- MICEX 10: likiditesi en yüksek 18 hisse senedini içermektedir. Likiditesi en yüksek 10 hisse senedinin aritmetik ortalaması alınarak hesaplanmaktadır.
- RCBI: Özel sektör tahvilleri için oluşturulan bir endekstir. Tahakkuk etmiş faiz veya kupon ödemesini dikkate almaktadır. Endekslerde, ihraç büyüklüğü 500 milyon Ruble'nin ve günlük işlem hacmi 1 milyon Ruble'nin üzerinde olan, ayrıca son 30 günün en az 15'inde işlem görmüş özel şirket tahvilleri yer almaktadır.

Piyasa İşleyişi

Piyasa işleyişinde emir bazlı sürekli müzayede sistemi uygulanmaktadır.

Seans öncesi hazırlıklara, üyelere bir önceki işlem günü ile ilgili raporların ulaştırılması ile başlanır. Açılış fiyatlarının belirlendiği 15 dakikalık açılış seansından sonra, 10:30'da seansa geçilir. Seansın son 30 dakikasındaki fiyatların ağırlıklı ortalaması alınarak kapanış fiyatı belirlenir. 15 dakikalık kapanış seans-

MICEX'de Seans Saatleri

09:00 – 10:00	Bir önceki işlem gününün raporları
10:15 – 10:30	Açılış Seansı
10:30 – 18:45	Seans
18:45 – 19:00	Kapanış Seansı
10:00 – 19:05	Toptan Satışlar Pazarı (Normal takas)
19:05 – 20:00	Toptan Satışlar Pazarı (1-30 gün vadeli takas)
10:15 – 19:05	Repo İşlemleri
17:00 – 19:05	Lot Altı İşlemleri
Kaynak: MICEX	

sında da bu kapanış fiyatı üzerinden işlem yapılır.

Blok satışların yapıldığı toptan satışlar pazarı da ana seans boyunca sürmektedir. Blok işlemlerin takası 30 gün içinde yapılabilir.

Mutabakat ve Takas

MICEX Takas Merkezi, anonim şirket statüsünde olup ortakları arasında MICEX grubunun yanı sıra banka ve finans kuruluşları da bulunmaktadır. Yerel yönetimlerle birlikte 624 kuruluşa hizmet vermektedir. MICEX'te bulunan bütün piyasalar için takas işlemlerini yürütmektedir. Takas merkezi, 9:00 ile 20:30 arasında hizmet vermektedir. Takas işlemleri, teslim karşılığı ödeme (delivery versus payment-DVP) prensibine göre çalışmaktadır.

MICEX mutabakat işlemlerini spot piyasalar için sürdürmektedir. Katılımcıların yükümlülükleri çok taraflı mutabakat esasları alınarak belirlenir. Mutabakat sonrası katılımcıların alacak ve borçları MICEX Takas Merkezine yatırılır. Valörü 0-30 gün arasında değişen işlemlerde varlıkların olup olmadığına emrin verildiği anda bakılmamaktadır.

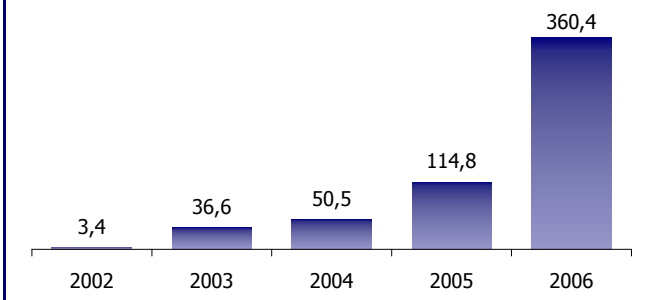
DEVLET TAHVİLİ ve PARA PİYASASI

Devlet tahvili piyasası, 1993 yılında Maliye Bakanlığı ve Merkez Bankası tarafından kurulmuştur. Değişken ve sabit faizli federal tahviller ile kısa vadeli iskonto devlet tahvilleri bu piyasanın ana enstrümanlarıdır. Ayrıca, Rusya Merkez Bankası'nın para piyasası işlemleri ve aracı kuruluşlar arası repo işlemleri bu piyasada yapılmaktadır. 2002 yılından 4 milyar \$ olan repo işlem hacmi 2006 yılında 343 milyar \$'a ulaşmıştır.

Tahvil piyasasında Maliye Bakanlığı ihraççı olarak yer almaktadır. 300 civarında aracı kuruluş ve 7.000 yatırımcı bu piyasalarda işlem yapmaktadır.

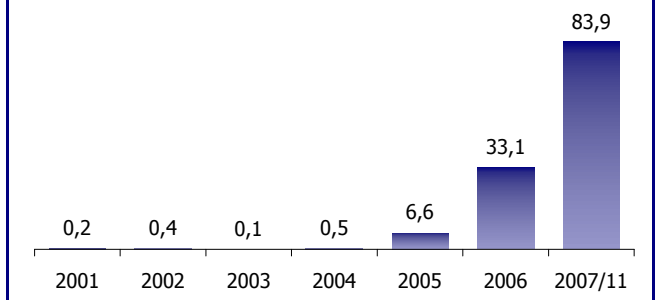
İşlemler emir bazlı olarak elektronik ortamda ana seans ve ek seans süreleri içinde yapılmaktadır. Ek seans, Rusya Merkez Bankası işlemleri için yürütülmektedir.

MICEX Repo Piyasası İşlem Hacmi (Milyar \$)



Kaynak: MICEX

MICEX Türev Piyasası Hacmi (Milyar \$)



Kaynak: MICEX

TÜREV PİYASASI

1994 yılında temelleri atılan piyasada, ilk kez 1996 yılında ABD Doları ve kısa vadeli devlet bonoları üzerine vadeli işlemler başlamıştır.

Seans Saatleri

11:00 – 16:30	Seans
16:30 – 16:45	Kapanış Seansı
18:00 – 20:00	Ek Seans

Kaynak: MICEX

2004 yılına kadar düşük işlem hacimleri gözlenmiştir. Ancak, 2005 itibaren bu yana türev piyasasının

canlandığı söylenebilir. 2005 yılında 6 milyar \$ hacme sahip olan piyasa, 2006 yılında 33 milyar dolarlık hacme ulaşmıştır. İşlemlerin tamamına yakını ABD Doları üzerine yapılan kontratlar tarafından oluşturulmaktadır. Ocak-Kasım 2007 döneminde 84 milyar \$'lık işlem kaydedilmiştir. Aynı dönem içinde, ABD Doları üzerinden yapılan vadeli işlem kontratlarının hacmi 83,6 milyar \$ olmuştur.

Her gün 10:40 ile 19:00 arasında yürütülen işlemlerde uzaktan erişimli sürekli müzayede sistemi uygulanmaktadır.

DÖVİZ PİYASASI

1992 yılında kurulan döviz borsasında mevcut durumda Amerikan Doları, Avro, Ukrayna Grivnası, Be-

MICEX Döviz Piyasası (Milyar \$)

	2002	2003	2004	2005	2006
Toplam	64,7	145,4	349,6	591,5	957,4
US Dolar	53,8	116,1	241,6	425,8	588,5
Avro	1,0	2,7	2,5	4,2	10,3
Diğer	9,9	26,5	105,5	161,5	358,7

Kaynak: MICEX

yaz Rusya Rublesi ve Kazakistan Tengesi üzerinden işlem yapılmaktadır.

Döviz işlem hacmi 2006 yılında 957 milyar \$'a ulaşmıştır. Hacmin %61'lik bölümü ise dolar üzerinden yapılan işlemler oluşturmaktadır.

Döviz piyasası üyeliğinde "A" ve "B" olmak üzere iki kategori yer almaktadır. A kategorisinde olan üyelerin mali durumları ile ilgili yerine getirmeleri gereken kuralları vardır. Üyelik ücretlerinin yüksek olduğu bu grubun, risk koruma fonuna dahil olması gerekmektedir. Ayrıca, net işlem limitleri belirlenmiştir. Bu limit, en fazla 70 milyon \$ olmak üzere üyelerin sermayelerinin 1,5 katı olarak belirlenmiştir. B grubundaki üyeler ise sadece peşin ödenen nakit karşılığında işlem yapabilmektedirler.

Döviz piyasasında da, türev piyasasında olduğu gibi risk yönetim sistemi kurulmuştur. Döviz piyasası adaylarının üyelik kriterlerinin belirlenmesi, operasyonel risklerin önlenmesi, işlemlerin sermaye yeterliliğine uygun olarak sınırlandırılması, bankaların mali durumlarının takip edilmesi gibi konular bu kapsamda ele alınmaktadır.

EMTİA BORSASI

Rus hükümeti 2002 yılında değişik yerel yapılarda örgütlenmiş emtia borsalarını ortak bir çatıda toplamak üzere çalışmalara başlamıştır. Bu çerçevede MICEX ve diğer yerel borsaların altyapıları kullanılmıştır.

Böylelikle Ulusal Emtia Borsası (National Merchantile Exchange-NAMEX), 2002 yılında anonim şirket statüsünde kurulmuş olup, ortakları arasında Rusya Şeker Üreticileri Birliği, Rusya Hububat Birliği ve

Razguliay (Hububat Şirketi) gibi önde gelen tarım kuruluşları, MICEX, yerel borsalar ve bilgi teknolojisi şirketleri bulunmaktadır. NAMEX, spot emtia piyasası, emtia araçları ve türevlerinin gelişimi için MICEX ve birçok yerel borsa ile ortak çalışmalar yapmaktadır.

Çavdar, arpa ve buğday işlem gören temel mallardır. NAMEX, işlem seanslarını ve hesaplarını yönetirken, MICEX'i teknik merkez olarak kullanmaktadır. Yerel bölgelerden NAMEX'e erişim ise yerel borsalar tarafından sağlanmaktadır.

2. RUSSIAN TRADING SYSTEM

Merkezi Moskova'da bulunan RTS menkul kıymetler borsası, farklı yerel bölgelerde hizmet veren borsaların toplulaştırılmış bir sistem üzerinden işlem görmesi için 1995 yılında tezgahüstü piyasa olarak kurulmuştur. 1995-1998 yılları arasında, NASDAQ tarafından kurulan işlem ve takas altyapısı kullanılmıştır. 1998 yılında, altyapı modern bir sistem ile değiştirilmiştir.

Ulusal Menkul Kıymet Kurumları Birliği'nin (NAUFOR) tezgâh üstü piyasayı düzenlemek istemesinin bir sonucu olarak RTS Menkul Kıymetler Borsası (Non-Profit RTS Stock Exchange) 1997 yılında kâr amacı gütmeyen bir statüde kurulmuştur. Her sene 17 kişilik yönetim kurulu seçilmektedir. Yönetim kurulunun oluşturduğu komiteler ve komisyonlar, piyasa düzeninin geliştirilmesi ile ilgili çalışmalar yürütmektedir.

Borsaların şirket statüsünde olması, verimliliğin ve kârlılığın artmasında önemli rol oynamaktadır. NP RTS bu bakış açısıyla 2003 yılının sonunda RTS Men-

kul Kıymetler Borsasını anonim şirket statüsünde kurma çalışmalarına başlamıştır. 2004 yılında halka arzı yapılan RTS Menkul Kıymetler Borsasının %60'ını 17 yatırım şirketi ve banka satın almıştır. Taleplerin artması üzerine aynı yıl içinde 4 şirkete %10'luk bir kısmı daha arz edilmiştir. Geri kalan %30'luk kısım ise RTS Grubuna aittir.

RTS Mutabakat Merkezi, RTS Grup içinde yer alan ve tamamen NP RTS'in iştiraki olan bir şirkettir. 2001 yılından bu yana RTS bünyesindeki vadeli işlemler ve opsiyon piyasasının mutabakat işlemlerini yapmaktadır.

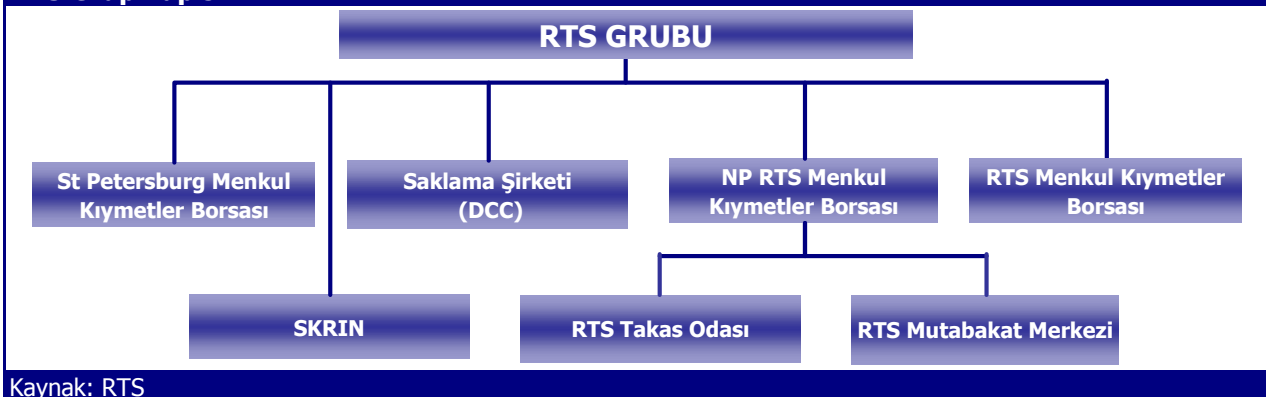
RTS Takas Merkezi, 1999 yılında, NP RTS tarafından kurulmuştur. Yönetimi RTS Menkul Kıymetler Borsası ile aynıdır. Takas Merkezinin 400 üyesi bulunmaktadır.

1993 yılında kurulan RTS Saklama Şirketi, Rusya'daki özel şirket tahvillerinin saklandığı en büyük merkezdir. Şirket, 2006 yılında 2.223 ihracçının 85 milyar \$'lık menkul kıymetini saklamıştır.

St. Petersburg Menkul Kıymetler Borsası, 2002 yılında organizasyon yapısında değişikliğe gitmiş ve ortaklarını kâr gütmeyen ortaklığın üyeleri ve anonim şirketin üyeleri olarak ikiye ayırmıştır. Aynı yıl içinde Non-Profit RTS, RTS Grubuna katılmıştır. Böylelikle, daha önce St. Petersburg'da işlem gören Gazprom hisseleri RTS üzerinde de işlem görmeye başlamıştır. Halihazırda, Gazprom hisseleri MICEX, RTS ve St. Petersburg borsalarında işlem görmektedir.

SKRIN, Kapsamlı Bilgi ve Haber Açıklama Sistemi (Comprehensive Information and News Disclosure System) 1999 yılında NAUFOR tarafından geliştiril-

RTS Grup Yapısı



miş, 2002 yılında ise RTS Grubuna katılmıştır. Rus şirketleri hakkında şeffaf ve doğru bilgiye ulaşımı sağlamak için kurulmuştur. Şu an 830.000'in üzerinde Rus teşebbüsü ile ilgili bilgi bulundurmaktadır.

Borsada işlem öncesi ve sonrası seansları bulunmamaktadır. 10:30-18:00 arasında işlem yapılabilmektedir. Borsada yatırımcılar, Klasik ve T+0 olmak üzere iki farklı hisse senedi piyasasında işlem gerçekleştirebilmektedir. Bunların dışında, tezgâh üstü piyasa RTS Tahtası, vadeli işlemler ve opsiyonların yürütüldüğü FORTS ve tezgâh üstü döviz piyasası RTS Döviz olmak üzere üç tane daha piyasa mevcuttur. Piyasalarda hangi ürünlerin işlem gördüğüne aşağıda yer verilmiştir.

- **Hisse Senedi ve Tahvil Piyasası:** Hisse senedi, özel şirket tahvili, yerel yönetim tahvilleri, yatırım fonları.
- **Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası:** Endeks türevleri, hisse senedi türevleri, hava durumu türevleri, emtia türevleri, faize ve dövizde dayalı ürünler.
- **Döviz Piyasası:** Aynı gün, ertesi gün ve bir sonraki gün valörlü işlemler.

HİSSE SENEDİ ve TAHVİL PİYASASI

Hisse senedi işlemleri Klasik ve T+0 piyasalarında yapılmaktadır. RTS Tahtada ise tezgâhüstü işlemler yürütülmektedir.

Klasik piyasa, ülkede yabancı para birimi üzerinden takas imkanı sağlayan tek piyasadır. Klasik piyasada hisse senetleri, tahviller ve yatırım fonları, kotasyon ve emir bazlı olarak işlem görebilmektedir. 2003 yılında 156 milyar \$ olan piyasa değeri, yaklaşık 9 kat artmış 2007 yılının Kasım ayında 1.3 trilyon \$ olmuştur. Bunun yanında işlem hacmindeki artış piyasa değerine oranla düşük seviyelerde kalmıştır. Öte yandan, piyasa değeri ve işlem hacminin son yıllarda artmasının en önemli nedenlerinde birisi Gazprom hisselerinin RTS'e kote olmasıdır. Klasik piyasada işlem gören 310 hisse senedi ve 95 özel şirket tahvili 385 şirket tarafından

Klasik Piyasa

	2003	2004	2005	2006	2007/11
Piyasa Değeri (Milyar \$)	156,2	165,9	329,5	966,0	1.328,0
İşlem Hacmi (Milyar \$)	5,5	5,4	7,6	16,1	13,3
İhraççı	205	186	265	361	385

Kaynak: RTS

ihraç edilmektedir. Ayrıca işlem gören 16 yatırım fonu bulunmaktadır.

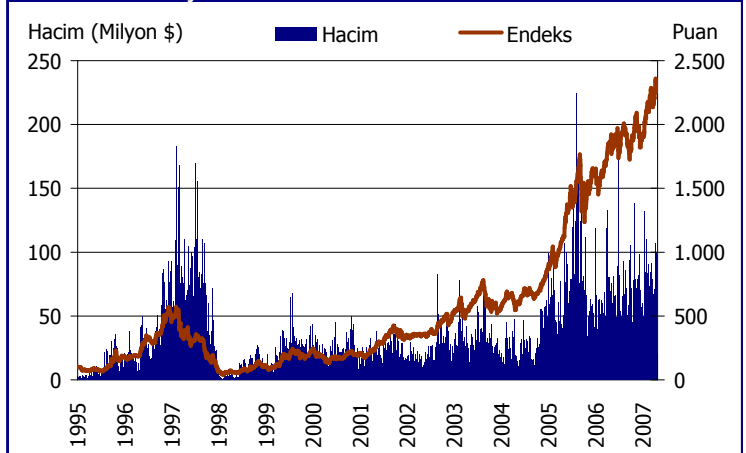
RTS, 1995 yılında kurulduğu zaman hisse senetleri, şirket tahvilleri ve yatırım fonu işlemleri kotasyon bazlı yürütülmekteydi. 2003 yılında, RTS ile önde gelen halka açık şirketler, emir bazlı sistem için ilk adımı atmış ve 2005 yılında bu sistem de devreye girmiştir. Emir bazlı sistem yalnızca en likit 8 hisse senedi için kullanılmaktadır.

Takas koşulları T+0 ile T+30 arasında esneklik gösteren ve tezgâhüstü piyasada pazarlık fırsatı veren kotasyon bazlı sistemin aksine, emir bazlı sistemde T+4 takas şartı vardır. Bunun yanında, emir bazlı sistem Amerikan Doları üzerinden takas imkanı sağlamakta ve takas karşılığı ödeme (Delivery versus Payment-DVP) sistemini zorunlu hale getirmektedir. Emir bazlı sistemde, ABD Doları veya Ruble üzerinden teminatlar alınmaktadır.

Bunun yanında, tüm firmalar ile aynı koşullarda işlem görmeleri için ayrıca 2004 yılı Kasım ayında T+0 piyasası oluşturulmuştur.

Takası aynı gün yapılan **T+0 piyasada** emir bazlı sistem kullanılmaktadır. Ancak, işlem öncesi nakit ve

RTS Endeksi ve İşlem Hacmi



RTS Klasik Piyasa

	Emir Bazlı	Kotasyon Bazlı
İşlem Gören Menkul Kıy.	En Likit 8 Hisse Sen.	Hisse Sen. Tahvil, Yat. Fonu
Takas	T+4	T+0 - T+30
Takas Para Birimi	US \$	US \$ veya Ruble
Minimum Emir	5.000 US \$	-
Saklama Teminatı	25%	-

Kaynak: RTS

RTS-2: RTS-2 endeksi (RTS2) 2006 yılının sonlarına doğru yayınlanmaya başlamıştır ve 66 şirketi içermektedir. RTS2'de orta ve küçük ölçekli hisse senetleri bulunmaktadır.

RTS Select: Büyüklük ve likiditeyi dikkate alan RTS Select endeksi ise (RTSSI), 15 hisse senedini kapsamaktadır.

RTS T+0 Piyasası

	2004	2005	2006	2007/11
Piyasa Değeri (Milyar \$)	125,3	295,7	622,8	656,5
İşlem Hacmi (Milyon \$)	62,6	2.829,2	912,0	565,3

Kaynak: RTS

RTS'te bunların dışında 5 tane sektörel endeks bulunmaktadır: RTS-Petrol ve Gaz (RTSog), RTS-Telekomünikasyon (RTStl), RTS-Metal ve Madencilik (RTSmm), RTS Sanayi (RTSin), RTS-Tüketici ve Perakende (RTScr). Sektörel endekslerde bulunan hisse senedi sayısı 10 ile 12 arasında değişmektedir.

menkul kıymet teminatının sağlanması gerekmektedir. Takas işlemleri Ruble üzerinden yapılmaktadır. T+0 piyasasında 319 şirketin, 412 hisse senedi, 6 özel sektör tahvili ve 38 yatırım fonu işlem görmektedir. T+0 ve Klasik piyasalarda yer alan şirket sayıları yakın olmakla birlikte, 2 piyasada kote olan şirketler birebir aynı değildir. 2007 Kasım ayı itibarıyla piyasanın işlem hacmi 565 milyon \$, piyasa değeri ise 656 milyar \$'dır.

St. Petersburg Menkul Kıymetler Borsasında bulunan Gazprom hisselerinde, RTS üzerinden de işlem yapılabilmektedir. Gazprom için ayrı bir piyasa bulunmakta olup burada işlem yapmaya yetkili 198 aracı kurum ve banka vardır.

RTS Tahtası (RTS Board) kot dışı pazardır. RTS, ilk olarak tezgâh üstü piyasa olarak kurulmuştur. Halihazırda, tezgâh üstü piyasa işlemleri RTS Tahtada sürdürülmektedir. Kasım 2007 itibarıyla 1.217 ihraççının 1.607 menkul kıymeti Tahtada işlem görmektedir.

Hisse Senedi Endeksleri

RTS menkul değerler borsasında 3 ana endeks vardır.

RTSI: RTS endeksi (RTSI) 1995 yılında ilk kez hesaplanmıştır. ABD \$ cinsinden hesaplanan endekste 50 şirket piyasa değeri açısından sıralanmaktadır.

Kotasyon Koşulları

RTS borsasında kote olan ve kote olmayan menkul kıymetler bulunmaktadır. Kıymetlerin kotasyonu ile ilgili kararlar borsa yönetim kurulu tarafından belirlenmektedir.

RTS'te üç adet pazar vardır. Bunlar Birinci, İkinci ve Kot Dışı pazardır.

Tahvil Piyasası

Hisse senedi gibi tahviller de Klasik ve T+0 piyasalarında işlem görmektedir. Klasik piyasada

Kotasyon Şartları

	1. Pazar	2. Pazar	Kot Dışı Pazar
Sermaye	En az 10 milyar Ruble	En az 3 milyar Ruble	En az 1,5 milyar Ruble
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri	En az 1 milyar Ruble	En az 500 milyon Ruble	En az 300 milyon Ruble
Faaliyet Süresi	En az 3 yıldır faaliyette	En az 3 yıldır faaliyette	En az 1 yıldır faaliyette
Kârlılık	Son 3 yılın 2'sinde kârlı	Son 3 yılın 2'sinde kârlı	Bir şart yok

Kaynak: RTS

1 Ruble ≈ 0,041 US \$

Tahvil İşlem Hacimleri (Milyon \$)

	2004	2005	2006	2007/11
Klasik Piyasa	0,2	0,8	310,5	48,9
T+0 Piyasası	0,0	4,4	1,7	1,6

Kaynak: RTS

154 tahvil işlem görürken, T+0 piyasasında 6 tahvil işlem görmektedir.

Üyelik Koşulları

RTS menkul kıymetler borsasına üyelik için yasal mercilerden faaliyet gösterilen alanlara uygun lisansa sahip olmak yeterlidir. RTS Menkul Kıymetler Borsasında aracılık faaliyetlerini sürdüren hâlihazırda 349 tane banka, aracı kuruluş ve diğer finans şirketi vardır. Bu kuruluşların 178 tanesi klasik piyasada faaliyet göstermektedir. Emir bazlı sistemde 53 şirket aracılık faaliyeti göstermektedir. Bunlardan 11 tanesi ise "öncelikli aracı kuruluş" statüsündedir. Öncelikli aracı kuruluş, belirli hak ve yükümlülükler sahip olan ve büyüklük açısından ilk on şirketin (Blue Chip) hisse senetlerinden birine en az 15.000 \$'lık kotasyon vermek zorunda olan gruptur. Bunların yanında, 203 aracı kurum T+0 piyasada, 285 aracı kurum RTS Tahtasında, 126 aracı kurum FORTS'da ve 199 aracı kurum Gazprom piyasasında faaliyet göstermektedir.

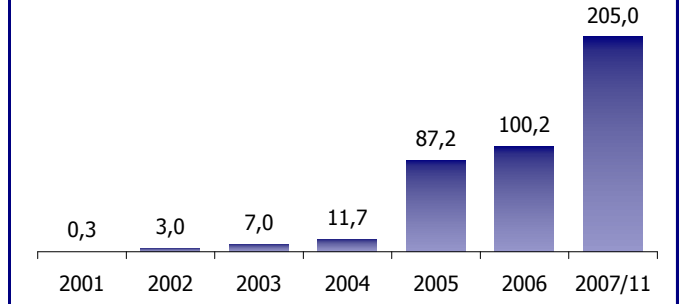
VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASASI

Vadeli işlem ve opsiyon piyasası (FORTS), RTS Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde faaliyet göstermektedir. FORTS İcra Kurulu, RTS Menkul Değerler Borsası Yönetim Kurulu ve RTS Türev Piyasası Komitesi üyelerinden oluşmaktadır.

FORTS, enstrümanların kapsamını geniş tutarak yatırımcılara risk faktörlerini piyasalar arasında bölme imkanı sunmuştur. İşlem gören kontratlar arasında,

- RTSİ'e dayalı vadeli işlem sözleşmeleri,
- RTSİ vadeli işlem sözleşmesine dayalı opsiyonlar,
- Hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri,
- Hisse senedi vadeli işlemlerine dayalı Opsiyonlar,

Vadeli İşlem ve Opsiyon İşlem Hacmi (Milyar \$)



Kaynak:RTS

- Altın, petrol ve petrol ürünlerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri,
- Faiz ve dövizde dayalı vadeli işlem sözleşmeleri bulunmaktadır.

FORTS piyasası her gün 10:30 ile 18:00 arasında açıktır. Takas işlemleri ise RTS Takas Merkezi tarafından sağlanmaktadır. Katılımcılar, takas işlemleri için Gazprom piyasası, T+0 piyasası ve FORTS piyasası arasında fon transferi yapabilmektedir.

Aracı kuruluşların FORTS piyasasında işlem yapabilmeleri için Rusya'da yerleşik olmaları gerekmektedir. Piyasa katılımcıları, takas ve işlem üyesi olmak üzere iki kategori altında toplanmaktadır.

2004 yılında 12 milyar \$ civarında olan vadeli işlem ve opsiyon hacmi, 2006 yılında 100 milyar \$ seviyelerine çıkmıştır. 2007 Kasım ayı itibarıyla 205 milyar \$'lık işlem kaydedilmiştir. Yakın bir zamanda hava durumu türevlerinin piyasaya çıkarılması planlanmaktadır.

DÖVİZ PİYASASI

Döviz piyasasında ABD Doları/Ruble üzerinde aynı gün, ertesi gün ve bir sonraki gün valörlü olarak 3 farklı tipte işlem yapılabilmektedir.

RTS, elektronik işlem altyapısına sahiptir. RTS Döviz piyasasında işlem yapabilmek için RTS Döviz veya REUTERS Dealing terminalleri kullanılabilir. Aynı gün valörlü işlemler 10:00-15:00 arası, ertesi gün ve bir sonraki gün valörlü işlemler ise 10:00-17:00 arasında gerçekleşir.

Döviz piyasası takas işlemlerinde teslim karşılığı ödeme modeli uygulanmaktadır. Her bir piyasa katılımcısı RTS Takas Merkezine karşı yükümlüdür.

IV. YATIRIMCILAR

Rusya, yabancı şirketlerin ve yatırımcıların ülke içindeki finansal faaliyetlerini ve yatırımlarını kolaylaştırmak için birçok hukuki düzenleme ve yapısal değişiklik yapmıştır. 1999 yılında çıkartılan Yabancı Yatırımcılar Kanunu, bu yönde önemli bir adım olmuştur.

1998 yılında yaşanan krizin ardından doğrudan yabancı yatırımcıları desteklemek için mevcut kanunlar gözden geçirilmiştir. Vergi kanunundaki değişiklikler en dikkat çekici düzenlemelerden biridir. Yeni düzenlemeyle yabancı yatırımcılar, piyasaya girdikten sonra vergiler artırılsa mağduriyet yaşamamaları için, Rusya Hükümetinin belirlediği bir süre zarfında vergi artışından etkilenmeyeceklerdir.

Kanun ile birlikte, yabancı yatırımcıların korunması ve yerli yatırımcılarla aynı haklara sahip olmaları hedeflenmiştir. Ancak, kanun yabancıların belirli sektör yatırımlarına kısıtlamalar getirmiş, 39 sektörü ise yasaklamıştır. Kısıtlanan sektörler içinde, telekomünikasyon, beyaz şarap, havacılık ve bankacılık bulunmaktadır. Bunun yanında, nükleer üretim faaliyeti, bazı stratejik yeraltı kaynaklarının çıkartılması, su kaynaklarının kullanımı ile ilgili alanlarda yasaklar bulunmaktadır.

Bankacılık alanında getirilen kısıtlamalarda yaban-

MICEX Yatırımcı Sayısı (bin)

	2004	2005	2006	2007/11
Tüzel Kişi	5.0	8.6	10.7	12.5
Bireyler	63.2	95.7	198.9	407.6
Yerleşik Olmayan	0.2	0.6	1.2	2.0
Toplam	69.2	106.6	213.6	426.1

Kaynak: MICEX

cı bankaların şube açmasına izin verilmemektedir. Bunun yerine yabancı bankaların ortaklık kurarak piyasalarda bulunmasına izin verilmektedir. Yabancı bankaların yapabileceği faaliyetlere sınırlamalar getirilmiştir. Bunun yanında, banka çalışanlarının en az %75'i Rus vatandaşı olmak zorundadır.

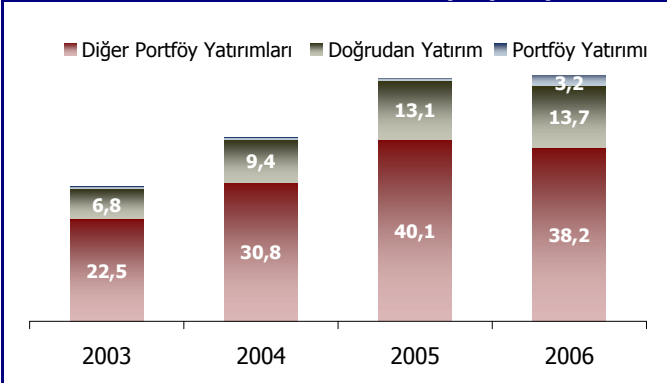
Yabancı yatırımların dağılımı grafikte yer almaktadır. Grafikte yer alan diğer yatırımlar ticari ve diğer kredileri ifade etmektedir. 2006 yılında portföy yatırımları 3 milyar \$'a çıkmıştır. Diğer yatırımlar ise 38 milyar \$'a gerilemiştir.

MICEX'in yatırımcılarla ilgili verileri incelendiği zaman, yerleşik olmayan yatırımcıların sayılarının düşük kaldığı görülmektedir. Ancak, bireysel yatırımcı sayısı 2005 yılından bu yana 4 kat artmış ve 407.600 kişiye çıkmıştır. Tüzel kişilerde bu artış hızı daha yavaş olmakla beraber, Kasım 2007'de tüzel yatırımcı sayısı 12.500'e çıkmıştır.

Rusya piyasalarında karşılaşılan önemli bir sorun, merkezi bir takas ve saklama sisteminin olmamasıdır. Mevcut yapı, yatırımcılar için hem faaliyet giderine hem de zaman kaybına dönüşmektedir. Bundan dolayı FFMS, merkezi bir sistem ile farklı saklama kuruluşlarının eşgüdümü için ortak platform oluşturmayı planlamaktadır.

Rusya piyasasındaki bir diğer sorun da mevzuattan kaynaklanmaktadır. Rusya'da bir finansal varlığın menkul kıymet olarak kabul edilebilmesi için o varlıkla ilgili doğrudan bir kanunun olması gerekmektedir. Mevzuattaki bu düzenlemelerden ötürü piyasadaki araçların çeşitlenememesi, Rusya gibi gelişmekte olan bir piyasa için önemli bir dezavantaja neden olmaktadır. Bundan dolayı FFMS Menkul Kıymetleştirme ile ilgili yeni hukuki düzenlemeler yapılmadan ilerlemenin zor olduğunu vurgulamıştır.

Türlerine Göre Yabancı Yatırım Hacmi (Milyar \$)



Kaynak: Federal Devlet İstatistik Servisi

GENEL DEĞERLENDİRME

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasının ardından kurulan Rusya Federasyonu, komünizmden serbest piyasa ekonomisine geçmiştir. Sahip olduğu doğal kaynakların zenginliği açısından birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisine göre avantajlı durumda olan Rusya, finans sektöründeki altyapı eksikliğinden dolayı kırılğan yapısını sürdürmektedir. Sermaye piyasasının düzenleyici kurumu olan Federal Finansal Piyasalar Servisi, altyapı geliştirme çalışmalarını sürdürmektedir.

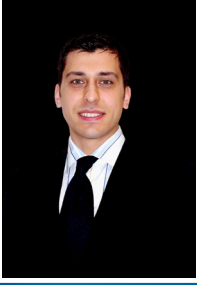
Yerel borsaların daha yaygın olduğu bir sistem ile hayata geçen sermaye piyasası, ilerleyen yıllarda bu yerel yapıların birleşerek ulusal borsaları oluşturmasıyla yoluna devam etmiştir. Ülkede, 1995 yılında kurulan RTS ve 1997 yılında faaliyet göstermeye başlayan MICEX olmak üzere iki ulusal borsa bulunmaktadır. Her iki borsada da kote olan şirketler vardır. Diğer yandan her iki borsa yapısal, kurumsal ve altyapısal olarak farklılıklar göstermektedir.

Piyasalarda yer alan ürünlerin çeşitliliği kısıtlıdır. Öte yandan, bankacılık sektörüne olan güvenin Asya Mali Krizinden sonra azalmasına bağlı olarak, özel şirket tahvili ihracı artmıştır. Bununla birlikte, döviz piyasası işlem hacminin yüksek olduğu görülmektedir. Türev piyasası hacmindeki ciddi artışla beraber, araç çeşitliliği de artmıştır. Ancak buna rağmen, türev piyasasının gelişim aşamasında olduğu söylenebilir. Sermaye piyasası büyüklüklerinin ülke ekonomisine oranla ufak kaldığı gözlenmektedir.

KAYNAKÇA

Dünya Bankası	www.worldbank.org
Federal Devlet İstatistik Servisi	www.gks.ru
Federal Finansal Piyasalar Kurumu	www.fcsn.ru
Maliye Bakanlığı	www.minfin.ru
MICEX Menkul Kıymetler Borsası	www.micex.con
Moscow Times	www.moscowtimes.ru
Russian Trading System	www.rts.ru
Rusya Merkez Bankası	www.cbr.ru
Ulusal Menkul Kıymet Piyasası Kurumları Birliği	www.naufor.ru
Uluslararası Para Fonu	www.imf.org

Rusya, iktisadi gücü ve kaynakları açısından değişik fırsatları içinde barındırmakla birlikte, global piyasalardaki dalgalanmalara karşı dayanıklı olabilmek için yapısal çalışmalara hız kazandırmıştır.



Özcan Çikot
ocikot@tspakb.org.tr

POLONYA SERMAYE PİYASASI

312,685 km² yüzölçümü ve 38 milyonluk nüfusu ile Avrupa'nın nüfus yoğunluğu en yüksek ülkesi olan Polonya, Doğu Bloku'ndan ayrılan ilk ülkedir. Haziran 1989'da yapılan seçimler ile ilk demokratik hükümet kurulmuş ve serbest piyasa ekonomisine geçiş başlamıştır.

1989'da %351'i bulan enflasyon oranı ile mücadele için "Şok Terapi" programı uygulamaya konulmuştur. Bu programla, sıkı mali politikalar ve serbest fiyat uygulamasına geçilmiştir. Özellikle devlet işletmelerinin ve finans kurumlarının yeniden yapılandırılıp özelleştirilmesine ağırlık verilirken, bankacılık reformu ve sermaye piyasasının oluşturulması da program için ayrı bir önem taşımaktaydı.

Polonya, Avrupa Birliği'ne üyelik için ilk başvurusunu 1992 yılında yapmıştır. 1 Mayıs 2004'te dokuz ülke ile beraber, Avrupa Birliği'nin en büyük genişlemesi esnasında, tam üye sıfatıyla Birliğe üye olmuştur.

2006 yılı sonu itibarıyla Polonya'nın gayri safi yurtiçi hasıla değeri 341 milyar \$'dır. Polonya, GSYİH bakımından 2006 yılı içinde dünyada 24. sırada iken, Türkiye 392 milyar \$ ile 18. sırada yer almıştı. Diğer taraftan enflasyon uzun bir süredir tek hanelerde devam etmekte olup, 2006 sonunda %1 civarında seyretmektedir.

I. SERMAYE PİYASASI YAPISI

1989'da serbest piyasa ekonomisine geçiş ile beraber, ülkede sermaye piyasasının temelleri de atılmış ve ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Bununla beraber, Polonya Hazine Bakanlığı tarafından Nisan 1991'de Varşova Borsası (Warsaw Stock Exchange-WSE) anonim şirket statüsünde kurulmuş, eş zamanlı olarak

Polonya Sermaye Piyasası Kurulu da hayata geçirilmiştir.

Polonya sermaye piyasası, **Varşova Borsası (WSE)** etrafında gelişmiştir. Varşova Borsası, hem spot hem de türev piyasalarını barındırmaktadır.

Piyasadaki bir diğer aktör de saklama işlemlerinin yapıldığı **Ulusal Saklama Kurumu'dur (Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.-KDPW)**. KDPW, borsada gerçekleşen işlemler ile aracı kurum ve müşterilerinin elektronik ortamdaki kayıtlarını kontrol edip saklama işlemlerini gerçekleştirir.

Borsa Dışı İşlemler Kurumu **MTS-CeTO** (Centralna Tabela Ofert), piyasada rolü olan bir diğer kurumdur. MTS-CeTO borsa dışında işlem gören halka arz edilmiş menkul kıymet işlemlerinin organize edilmesi amacıyla 1996'da kurulmuştur. Başlangıçta ismi CeTO olarak geçmesine rağmen, İtalya'da devlet tahvili ve diğer sabit getirili menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasa olan MTS S.p.A. Italy ile yapılan ortaklık sonucu ismi MTS-CeTO olarak değişmiştir. Ortakları arasında %25 ile MTS S.p.A., %31 ile Varşova Borsası, %37 ile çeşitli banka ve bazı iştirakleri, %6 ile aracı kurumlar ve %1 ile diğer kurumların payı bulunmaktadır. Daha çok borçlanma araçları için çalışan bu kurum, borsa dışı işlemler ile ilgili olarak kural ve düzenlemelerin hazırlanması, uygulamaların denetimi ve kullanılan elektronik sistemin kontrolü ile ilgilenmektedir.

Tüm bu sistem içinde takas ve saklama işlemlerinin

Polonya Ekonomisi	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nüfus (bin)	38,248	38,230	38,205	38,182	38,165	38,141
GSYİH (milyar \$)	190	198	217	253	304	341
GSYİH (%Δ)	1.2	1.4	3.9	5.3	3.6	6.1
Enflasyon (%Δ, yıllık)	3.6	0.8	1.7	4.4	0.7	1.4
Toplam Dış Borç (milyar \$)	72	85	107	130	133	168
Cari Denge (milyar \$)	-5	-5	-5	-11	-5	-8
Doğrudan Yabancı Yatırım (milyar \$)	6	4	5	13	10	15
Kaynak: Dünya Bankası, Polonya Merkez Bankası, Uluslararası Para Fonu						

nakit takasını **Polonya Merkez Bankası (National Bank of Poland–NBP)** gerçekleştirmektedir.

Aracı kuruluşlar, ihraççı kurumlar ve yatırımcılar da piyasanın birer parçasıdır. Piyasanın başında ise gerek denetimin sağlanması, gerekse düzenlemelerin hazırlanması konusunda yetkili olarak **Polonya Finansal Denetim Otoritesi-PFSA (Komisja Nadzoru Finansowego-KNF)** bulunmaktadır.

29 Kasım 1996'da kurulan **Aracı Kuruluşlar Odası (Izba Domow Marklerskich)**'nin kuruluş ve faaliyetleri, Finansal Araçlar Hakkındaki Yasa, Ekonomi Odaları Hakkındaki Yasa ve Aracı Kuruluşlar Odası Statüsü'ne dayanmaktadır.

Odanın amaçları arasında, sektöre yönelik gelişmelere katkıda bulunmak, sermaye piyasası kurumları ile beraber piyasa düzenlemelerini hazırlamak ve geliştirmek, özdüzenleme yetkinliğini artırarak devletin diğer düzenleme yapma yetkisi olan kurumlarından bu görevi almak bulunmaktadır. Ayrıca, aracı kurumlarda işlem ve uygulamaların doğru yapılmasını temin ederek hem sermaye piyasasının istikrarını ve güvenliğini sağlamak, hem de menkul kıymet yatırımcılarını korumak, sermaye piyasasının ve ekonominin gelişmesine katkıda bulunacak çalışma ve eğitimler düzenlemek de odanın amaçları arasındadır.

Odaya üyelik zorunlu değil, gönüllüdür. Halihazırda 20 üyesi bulunan Aracı Kuruluşlar Odası, aracı kuru-

luşlarda uyulması gereken mesleki ve etik kuralları belirleyip, bu kurallara uyulup uyulmadığının takibini yapmaktadır. Düzenlemeler tüm üyeler için zorunludur. Bir üyenin yasal düzenlemeleri veya oda tarafından belirlenen kural ve uygulamaları ihlal etmesi durumunda, ilk önce odanın hukuk birimi tarafından değerlendirmeye alınır. Değerlendirme sonucunda oda; uyarı, kınama, para cezası, üyeliği askıya alma veya üyelikten çıkarma gibi cezalar uygulayabilir.

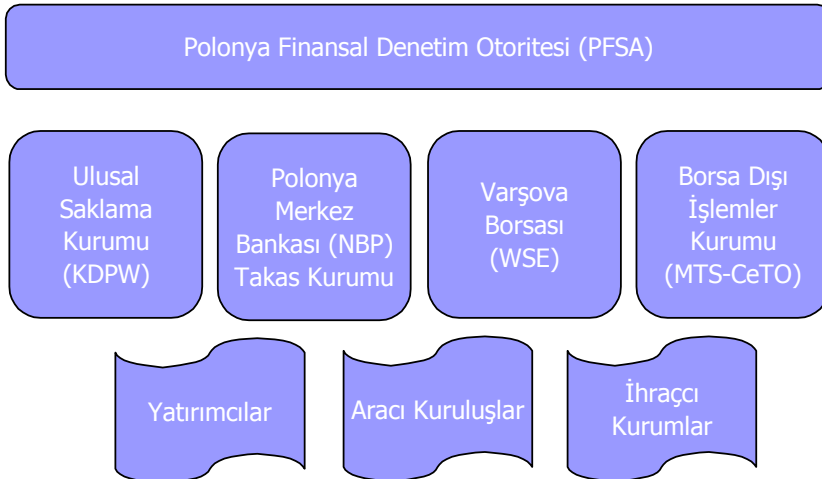
Polonya finans piyasasında düzenleme ve denetleme rolünü Polonya Maliye Bakanlığı, Polonya Merkez Bankası ve Polonya Finansal Denetleme Otoritesi, üstlenmiştir.

1. Polonya Maliye Bakanlığı

Maliye Bakanlığı'nın sorumlulukları arasında kamu finansmanı, devlet bütçesi ve finansal kurumların denetimi yer almaktadır. Maliye Bakanlığı'nın sermaye piyasalarında düzenleme fonksiyonu bulunmaktadır. Düzenleme fonksiyonu hem ülke içinde, hem de Avrupa Birliği'ndeki kanun yapımı çalışmalarını kapsamaktadır. Maliye Bakanlığı'nın Finansal Piyasalar Geliştirme Departmanı'nın Sermaye Piyasaları Bölümü, bu çalışmaları İhraççılar ve Sermaye Piyasası Altyapısı ile Yatırım Fonları daireleri aracılığıyla sürdürmektedir.

Bakanlık, piyasa katılımcıları ile sürekli diyalog içinde bulunmak amacıyla Finansal Piyasaları Geliştirme Konseyini kurmuştur. Bu konsey, Polonya Merkez Bankası, Varşova Borsası, Ulusal Saklama Kurumu ile bankalar, ihraççı şirketler, brokerlar, yatırım fonu yöneticileri gibi piyasa katılımcılarının kurmuş oldukları birlik ve organizasyonların katıldığı, toplam 32 katılımcıdan oluşan bir platformdur. Periyodik toplantılar, çalışma grupları ve bazı önemli konular üzerine kurulan takımlar halinde çalışan konsey, Bakanlığa önerilerde bulunur. Konsey, düzenleyici olarak Bakanlığın, denetleyici olarak Polonya Finansal Denetleme Otoritesinin ve finansal piyasa katılımcılarının bulunduğu ortak bir forum görevini de üstlenmiştir. Diğer taraftan, sermaye piyasaları konusunda Polonya

Polonya Sermaye Piyasası Yapısı



Kaynak: WSE

Hükümeti'nin Avrupa Birliği platformunda sunacağı görüşü de belirler.

2. Polonya Merkez Bankası

Genel anlamda merkez bankalarının sorumluluklarını taşımaktadır. Ülkede para basımı ve sirkülasyonu ile likidite yönetiminden sorumludur. Bununla beraber Polonya Merkez Bankası'nın, mevduatların güvence altına alınması ve bankacılık sektörünün sağlıklı işlemesi için bankalar üzerinde düzenleme ve denetleme yetkisi bulunmaktadır. Para takas sisteminin, bankaların operasyonlarının kontrol ve denetimini yapmakta, interbank para piyasasında ise aktif olarak rol almaktadır. Ayrıca merkezi yönetime bankacılık hizmeti sağlamakta, devletin ve diğer merkezi yönetimdeki kurumların hesaplarını tutmaktadır.

Diğer taraftan, Bankacılık Denetleme Komisyonu ve bu komisyonun kararlarını uygulayan Bankacılık Denetleme Teftiş Kurulu Merkez Bankasının bünyesinde bulunmaktadır. Komisyonunun sorumlulukları arasında, müşteri varlıklarının güvenliği için gerekli bankacılık prensiplerinin belirlenmesi, bankaların denetim birimlerinin organizasyonu ve denetim prosedürleri konusunda görüşlerini bildirmek yer almaktadır. Bununla birlikte, Para Politikası Kurulu'na görüş sunmak ve bankaları periyodik olarak denetleyerek finansal standart ve yasal düzenlemelere uyup uymadığının takibini yapmak da sorumlulukları arasındadır. Komisyonunun görev ve sorumlulukları, 2008 yılı başından itibaren Polonya Finansal Denetleme Otoritesi'ne geçmiştir.

3. Polonya Finansal Denetleme Otoritesi (PFSA)

Polonya sermaye piyasaları 1991 yılında kurulurken, sermaye piyasası otoritesi olarak Polonya Sermaye Piyasası Kurumu yetkili kılınmıştır. Piyasanın kurulma aşamasında, başta ABD ve Fransa olmak üzere bazı ülkelerin piyasa yapıları örnek alınmıştır. Polonya'da, yasal düzenlemeler yapılırken, ilgili Avrupa Birliği direktifleri göz önünde tutulmuştur.

Daha sonra 21 Temmuz 2006 tarihli Finansal Piyasaların Düzenlenme-

sine ilişkin yasa ile finansal piyasaların denetleme yetkisinin tek bir çatı altında toplanarak Polonya Finansal Denetleme Otoritesi'ne verilmesi kararlaştırılmıştır. Bu sebeple 19 Eylül 2006 tarihinden itibaren Polonya Sermaye Piyasası Kurumu ve Polonya Sigorta ve Emeklilik Fonu Denetim Kurumu görevlerini tamamlamıştır. Diğer taraftan 31 Aralık 2007 tarihinde ise Bankacılık Denetim Komisyonu ve Bankacılık Denetleme Teftiş Kurulu'nun faaliyetleri durdurularak bu kurumların yetkileri de 1 Ocak 2008'den itibaren Polonya Finansal Denetleme Otoritesine geçmiştir.

Bu yeni denetleme otoritesinin yetki alanına bankacılık, emeklilik şirketleri, sigortacılık, sermaye piyasaları, elektronik para transferi kurumları, kredi kurumları ve yatırım şirketleri girmektedir. Varşova Borsası, Ulusal Saklama Kurumu, yatırım firmaları, yatırım fonu şirketleri, brokerlar, yatırım danışmanları ve ihracçı şirketler PFSA denetimindedir.

PFSA'nın denetiminden Başbakanlık sorumludur. Kurul, Başbakan tarafından beş yıllığına atanan bir başkan, başkanın önerisi ile atanan iki başkan yardımcısı ve dört kurumun birer temsilcisinden oluşur. Bu kurumlar; Başbakanlık, Polonya Merkez Bankası, Sosyal Güvenlik Bakanlığı ve Maliye Bakanlığı'dır.

Polonya Finansal Denetleme Otoritesi, bir çok ülkede olduğu gibi piyasayı düzenleme sorumluluğunun yanı sıra, piyasa katılımcılarını denetleme görevini de üstlenmiştir. PFSA, broker, yatırım danışmanı ve portföy yöneticilerine lisans vermektedir. Yasal anlamda bir engeli bulunmayan her kişi brokerlık yapabilmek için lisans alabilir. Bunun için PFSA bünyesindeki Brokerlık Sınavı Komitesi ve Yatırım

Polonya Finansal Denetleme Otoritesi Organizasyon Şeması



Kaynak: PFSA

Danışmanlığı Sınavı Komite'lerinin düzenlediği sınavlardan yeterli notu almak yeterlidir.

Diğer taraftan portföy yönetimi ile uğraşanlar da dahil olmak üzere aracı kurumlara, yatırım fonlarına, bu fonların kurucularına ve menkul kıymet ihraççılarına piyasada işlem yapabilmeleri için PFSA tarafından izin verilmektedir. Aracı kurumların sahip olmaları gereken asgari sermaye tutarları AB'nin Sermaye Yeterliliği Direktifi'nde belirtilen tutardan daha fazladır.

PFSA'nın diğer sorumlulukları arasında; piyasalarda, işlemlerin kurallara uygun ve rekabetçi şekilde gerçekleşmesi için denetimin yapılması ve kamuoyunun piyasa bilgilerine eşit şekilde ulaşabilmesinin sağlanması bulunmaktadır. Bununla beraber, PFSA yatırımcıların korunması ve menkul kıymet piyasalarının kusursuz işleyebilmesi için gereken ölçütlerin belirlenip bunların organize edilmesinden de sorumludur.

Ayrıca, piyasanın adil ve şeffaf olması açısından PFSA yatırımcıları da denetlemektedir. İçerden öğrenenlerin ticareti ve fiyat manipülasyonları gibi şüpheli işlemler araştırılır.

Bununla beraber şirketler, büyük hacimli blok işlemlerinde PFSA ile Rekabeti ve Tüketiciyi Koruma Kurumu'na %5'ten fazla payı olan ortaklar hakkında bilgi verir.

II. VARŞOVA BORSASI

Polonya'daki ilk borsa 12 Mayıs 1817'de açılmış, 16 Mayıs 1817'de işlemlere başlamıştır. Bu ilk borsa "Ticaret Borsası" olarak anılıyordu. II. Dünya Savaşı'ndan önce, başta Varşova olmak üzere, Katowice, Kraków, Lviv, Łódź, Poznań ve Vilnius'ta toplam yedi borsa bulunmaktaydı. Ancak Varşova Borsası tüm işlem hacminin %90'ından fazlasını gerçekleştirmekteydi. Varşova Borsası'nda 130 adet hisse senedi ile devlet, belediye ve özel kurumların ihraç ettikleri tahviller işlem görmekteydi.

Geçmiş 19. yüzyıla dayanan Polonya sermaye piyasası, II. Dünya Savaşı'ndan sonra komünist rejim altında kapatılmıştır. 1989'da siyasi rejimin demokrasiye kayması, komünist olmayan bir hükümetin

göreve gelmesi ile sermaye piyasaları yapılanmaya başlamıştır. Çeşitli yasal düzenlemelerle beraber, ülkenin borsası ve sermaye piyasalarının denetlenip düzenlenmesi amacıyla bazı kurum ve kuruluşlar piyasada yerlerini almıştır.

1. Borsa Yönetimi

Varşova Borsası (Warsaw Stock Exchange–WSE) 1991 yılında Hazine Bakanlığı tarafından anonim şirket statüsünde kurulmuştur. Borsanın denetimini, Polonya Finansal Denetim Otoritesi yapmaktadır.

11.3 milyon \$ sermayeli Varşova Borsası'nın tamamına yakını Hazine Bakanlığına aittir. Bununla beraber, çok küçük bir payı ise bankalar, aracı kurumlar ve borsaya kote bir şirketin de içinde bulunduğu 37 kuruluşa aittir. Bu yapısı ile Orta ve Doğu Avrupa'nın tek kamu borsasıdır. Varşova Borsası, 2005 yılında McKinsey & Company Poland, Ernst & Young Audit ve CDM Pekao SA'dan (Unicredito HVB Grup'a bağlı bir aracı kurum) oluşan bir danışmanlık konsorsiyumu ile özelleştirme çalışmalarına başlamıştır.

Tüm borsa ortaklarının oluşturduğu Borsa Genel Kurulu'nun, borsanın iç yönetmeliklerinin onaylanması, yönetim kurulu üyelerinin ve borsa başkanının seçilmesi gibi sorumlulukları vardır. Borsa Yönetim Kurulu, borsa işlemleri ile üyelerin kontrol ve denetiminden sorumlu olup oniki kişiden oluşmaktadır. Borsa yönetimi ise, borsanın günlük işleyişi ve yönetiminden sorumludur.



Varşova Borsası'nın 14 departmanında 200'e yakın çalışanı bulunmaktadır. Piyasa işlemlerinin kontrolü, endekslerin geliştirilmesi, türev ürünler ve bilgilendirme yayınlarının hazırlanması ve üye ilişkilerinden sorumlu olan Planlama ve İş Geliştirme Departmanı; piyasa işlemleri, veritabanları, operasyon ve ağ yönetimi-güvenliği ile ilgilenen Bilgi Teknolojileri Departmanı; ihracçı kuruluşlar ile ilişkilerle ilgilenen Kotasyon Departmanı bu departmanlardan bazılarıdır. Varşova Borsası'nın organizasyon yapısı şemada sunulmaktadır.

Varşova Borsası'nın sermaye piyasaları ile ilgili bazı iştirakleri de bulunmaktadır. Borsanın, Ulusal Saklama Kurumu'nda %33.33; Borsa Dışı İşlemler Kurumu'nda %31.15 ve Varşova Borsası Binası Centrum Geldowe'da %24.79'luk payı bulunmaktadır. Bunların dışında, kredi derecelendirme kurumu Fitch Polska S.A., elektronik işlem platformu

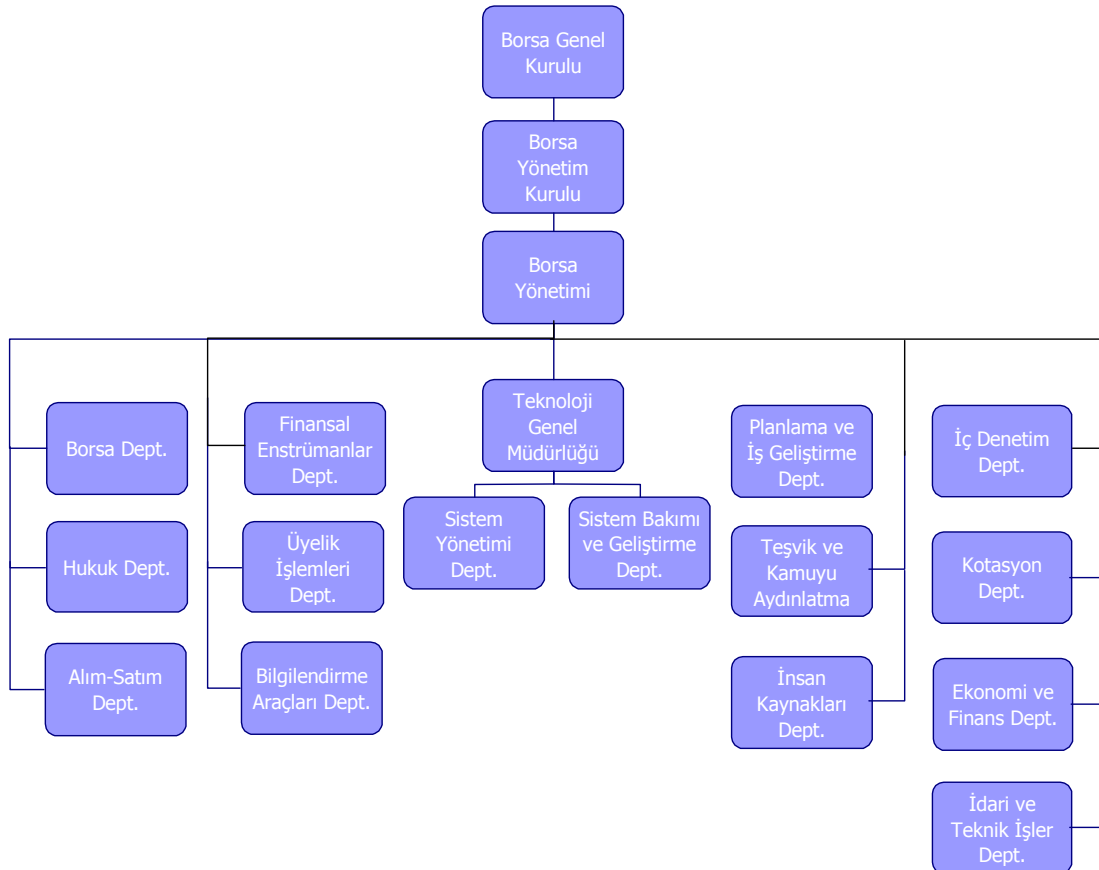
sağlayıcısı XTRADE S.A. ve elektronik güvenlik ve sertifikasyon şirketi Centrast S.A. Centrum Zaufania i Certyfikacji'de değişik oranlarda hissesi bulunmaktadır. Bunlara ek olarak Varşova Borsası, Londra Borsası, Deutsche Börse ve Euronext Paris'in hissedarları arasındadır.

Varşova Borsası'nda işlem yapabilmek için borsaya üye olmak gereklidir. Borsa üyeleri arasında banka ve aracı kurumlar bulunmaktadır. Borsaya doğrudan üye olamayan bireysel ve kurumsal yatırımcılar veya üye olmayı tercih etmemiş olan diğer aracı kurumlar, borsa üyeleri aracılığı ile işlem yapabilmektedir.

2. Piyasalar

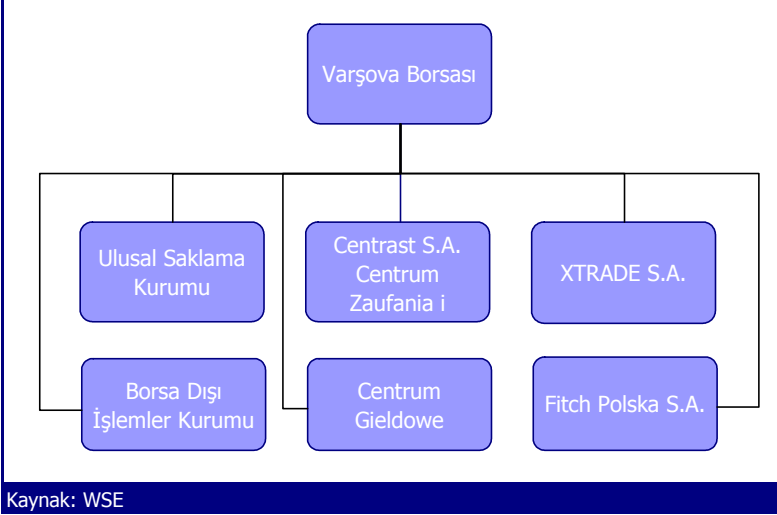
Varşova Borsası çok uzun bir geçmişe sahip olmamasına karşın çeşitli enstrümanların işlem gördüğü bir borsa olmuştur. Varşova Borsası'ndaki başlıca piyasalar;

Varşova Borsası Organizasyon Şeması



Kaynak: WSE

Varşova Borsası İştirakleri



- Hisse Senedi Piyasası,
- NewConnect,
- Tahvil-Bono Piyasası,
- Türev Araçlar Piyasalarıdır.

2.1. İşlem Sistemleri ve Ürünler

Hisse senetleri, ön alım (rüçhan) hakları, tahvil, bono ve türev ürünleri Varşova Borsası'nda işlem gören başlıca ürünlerdir. Bunlara ek olarak çeşitli enstrümanlara dayalı olarak çıkarılan yapılandırılmış ürünler ve yatırım ortaklığı payları işlem görebilmektedir.

Varşova Borsası'nda temel olarak, sürekli müzayede ve tekli fiyat olmak üzere iki alım-satım sistemi mevcuttur. Bu sistemlere ek olarak büyük hacimli alım-satımlarda blok satış imkanı da mevcuttur.

Tabloda da görüldüğü gibi tekli fiyat sistemi, hisse senetleri ve ön alım (rüçhan) hakları için geçerli iken, sürekli müzayede ve blok satış tüm enstrümanlar için uygulanmaktadır.

İşlem Gören Ürünler ve İşlem Sistemleri	Tekli Fiyat	Sürekli Müzayede	Blok Alım-Satım
Hisse Senetleri	+	+	+
Ön Alım (Rüçhan) Hakkı	+	+	+
Tahvil-Bono		+	+
Türev Ürünler		+	+
Yatırım Ortaklığı Payları		+	+

Kaynak: WSE

2.2. Hisse Senedi Piyasası

Kasım 2000'den itibaren Varşova Borsası'nda, Varşova Borsası Alım-Satım İşlem Sistemi (Warsaw Stock Exchange Trading System-WARSET) adı verilen elektronik bir sistem kullanılmaktadır. Bir arayüz ile girilen emirler, internet kanalı kullanılarak TANDEM ismi verilen merkez bilgisayara iletilir. TANDEM, gelen emirlerin geçerliliğini kontrol edip eşleştirme yapar. Gerçekleşen işlemler TANDEM aracılığı ile takas ve mutabakat işlemleri için Ulusal Saklama Bankası'na aktarılır.

Yeni ihraç edilecek bir hisse senedi, sürekli müzayede sistemi ile işleme başlatılır. Ancak Borsa Yönetim Kurulu, ilgili enstrümanın dolaşımdaki hisse senedi adeti ve piyasa değeri gibi bazı kriterleri göz önünde tutarak işlem göreceği sistemi değiştirebilir. Enstrümanın likiditesi de işlem göreceği sistemi belirlemede önemli bir etkidir. Likidite hesabında ortalama piyasa değeri, ortalama işlem sayısı ve işlem hacmi göz önünde tutulmaktadır.

Bir hisse senedinin tekli fiyat sisteminden sürekli müzayede sistemine geçebilmesi için ilgili hisse senedi ihraççısının bir borsa üyesi ile en az bir piyasa yapıcılığı sözleşmesi olması gerekmektedir. Buna alternatif olarak, ihraççının piyasa yapıcı ile Borsa'da oluşan koşullardan daha iyi olması şartıyla sürekli olarak kotasyon verebileceğine dair bir sözleşmesinin bulunması gerekmektedir.

Sürekli müzayede sisteminde, ilk bir saat içinde verilen fiyat tekliflerine göre açılış fiyatı belirlenir. Sürekli müzayede seansında da girilen emirler eşleşmeye başlar. Sürekli müzayede seansının devamında, aşırı fiyat hareketlerini önlemek için 10 dakikalık bir kapanış seansı düzenlenir. Açılış seansında olduğu gibi kapanış seansında da tek fiyat belirlenir. Bu aşamada girilen tüm emirler kapanış fiyatı baz alınarak gerçekleşmektedir.

Tekli fiyat sisteminde ise, hisse senedi ve likiditesi düşük olan diğer enstrümanlar için gelen emirler, belirlenen tek bir fiyat üzerinden işlem görür. Fiyat belirleme işlemi günde iki defa yapılır. Bu sistemde ilk aşama açılış öncesidir. Sisteme girilen alım-satım emirleri ile birlikte teorik fiyat belirlenir ve ilan

Hisse Senedi Piyasası

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	11/2007
Toplam Şirket Sayısı	225	230	216	203	230	255	284	345
Yerli Şirketler	225	230	216	202	225	248	272	324
Yabancı Şirketler	---	---	---	1	5	7	12	21
Toplam Piyasa Değeri (myr. \$)	31	26	29	45	98	130	218	325
Yerli Şirketler	31	26	29	37	72	95	150	206
Yabancı Şirketler	---	---	---	7	26	36	68	119
Halka Açılan Şirket Sayısı	13	9	5	6	36	35	38	73
İşlem Hacmi (myr. \$)	41	20	17	21	40	59	115	174
Kaynak: WSE								

edilir, ancak emirler gerçekleştirilmez. Daha sonra 15 dakikalık fiyat belirleme seansında, işlem fiyatı belirlenir. Bu fiyatın yayınlandığı anda tekli fiyat işlemleri gerçekleştirilir.

Varşova Borsası'nda, Borsa ile piyasa yapıcılığı anlaşması yapmış olan kurumlar bulunmaktadır. Piyasa yapıcılar, Borsa Yönetim Kurulu'nun belirlemiş olduğu esaslar çerçevesinde bazı enstrümanlara alım-satım fiyatı vermektedir. Borsa üyesi olmayan kurumlar, Borsa üyesi olan bir kurum üzerinden piyasa yapıcılığı yapabilir. Borsa, birden fazla piyasa yapıcı ile aynı enstrüman için anlaşma yapabilir.

Diğer taraftan ihraççı kuruluşların da kendi piyasa

yapıcıları olabilmektedir. Bir ihraççının piyasa yapıcısı, Borsa üyesi veya başka bir finansal kurum olabilir. Bazı durumlarda, ilgili enstrümanın likiditesinin artırılması için Borsa, ihraççı kuruluştan bir piyasa yapıcısı ile çalışmasını isteyebilir.

Varşova Borsası'nda iki farklı piyasa faaliyet göstermektedir; Ana Piyasa ve Paralel Piyasalar. İki piyasanın da farklı kotasyon, düzenleme ve kuralları bulunmaktadır.

Ana piyasa, şirketlerin işlem gördükleri, kotasyonda oldukları piyasayı ifade etmektedir. Paralel piyasada işlem gören araçlar ise menkul kıymet ihraççısının isteğiyle veya son üç ayda ilgili enstrümanda bir işlemin gerçekleşmemesi durumunda, ya da ihraç esnasında istenilen koşulları taşıyamayan menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasadır.

Ana ve paralel piyasalarda kotasyon şartları aşağıda sunulmaktadır;

Ana piyasada kote olabilmek için:

- Menkul kıymetlerin halka açılabilmesi için izin verilmiş olması,
- Menkul kıymetlerin el değiştirmesinde bir sınırlamanın olmaması,
- Başvuruda hedeflenen piyasa değerinin en az 1,000,000 Avro değerinde olması,
- Son üç yıla ait finansal tablolarının hazırlanmış olması gerekmektedir.

Paralel piyasada kote olabilmek için:

- Menkul kıymetlerin halka açılabilmesi için izin verilmiş olması,
- Menkul kıymetlerin el değiştirmesinde bir sınırlamanın olmaması,

Sürekli Müzayede Sistemi

08:30-09:30	Açılış Öncesi
09:30-09:31	Açılış Fiyatının Belirlenmesi
09:31-16:10	Sürekli Müzayede
16:10-16:20	Kapanış Öncesi
16:20-16:21	Kapanış Fiyatının Belirlenmesi
16:21-16:30	Kapanış Sonrası
16:30-16:35	Sonraki Seans Açılış Öncesi

Kaynak: WSE

Tekli Fiyat Sistemi

08:30-11:00	Açılış Öncesi
11:00-11:15	Fiyat Belirleme
11:15-11:16	Tekli Fiyat İşlemleri
11:16-11:45	1. Seans Sonrası
11:45-14:45	Açılış Öncesi
14:45-15:00	Fiyat Belirleme
15:00-15:01	Tekli Fiyat İşlemleri
15:01-15:30	2. Seans Sonrası
15:30-16:35	Sonraki Seans Açılış Öncesi

Kaynak: WSE

- İhraççının herhangi bir iflas veya tasfiye durumunun söz konusu olmaması gerekmektedir.

Hisse senedi piyasası, Polonya'nın Mayıs 2004'te Avrupa Birliği'ne tam üye olmasıyla büyük değişimler göstermiştir. İşlem gören şirket sayısında 2004 yılında önemli bir artış yaşanırken, Kasım 2007 sonu itibariyle işlem gören şirket sayısı 2004'teki sayının %50'si kadar artarak 345'e ulaşmıştır. Yerli şirketler kadar yabancı şirketlerin de Varşova Borsası'na ilgisi giderek artmıştır. Kasım 2007 itibariyle 21 yabancı şirket borsada işlem görmektedir.

Halka açılan şirket sayısı da 2004 yılında önemli bir sıçrama yapmıştır. 2004 yılından itibaren yıllık 36 civarında olan halka açılan şirket sayısı, Ocak-Kasım 2007 döneminde 73 ile bir önceki yıla göre iki katlık bir artış göstermiştir. Bununla beraber, 2004 yılına kadar işlem hacminde bir duraklama görülse de 2004 yılında tekrar 2000 yılındaki işlem hacmi seviyelerine ulaşılmıştır. Devam eden yıllarda artan bir trend görülmektedir. Kasım 2007 sonu itibariyle Varşova Borsası'nda 174 milyar \$'lık hisse senedi işlem hacmi gerçekleşmiştir.

WSE'de hisse senetlerinin piyasa değeri giderek artmaktadır. Ama en ilginç nokta, 2003 yılında ilk yabancı şirket kotasyonunun gerçekleşmesi sonucu oluşan piyasa değerindeki ciddi artıştır. Sadece tek bir yabancı şirket, Bank Austria Creditanstalt AG, bu yıldaki toplam piyasa değerinin %16.5'ini oluşturmuştur. 2007 Kasım itibariyle, yabancı şirketlerin piyasa değeri, 325 milyar \$ olan toplam piyasa değerini %37'si kadardır.

2.2.1. Diğer Ürünler

Borsada işlem gören diğer ürünler yapılandırılmış ürünler, yatırım ortaklığı payları ve ön alım (rüçhan) haklarıdır.

Yapılandırılmış Ürünler: 25 Ağustos 2006'da Varşova Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. Şimdiye

Yapılandırılmış Ürünler		
	2006	11/2007
İşlem Hacmi (bin \$)	367	3,746
Ürün Sayısı	2	12

Kaynak: WSE

Yatırım Ortaklıkları

	2002	2003	2004	2005	2006	11/2007
İşlem Hacmi (mn. \$)	6	873	66	49	65	34
Yatırım Fonu Sayısı	4	5	16	21	32	38

Kaynak: WSE

tir. İlk iki yapılandırılmış ürünün ihraççısı Deutsche Bank AG London'dır. İlk "db Magic Three" olarak isimlendirilmiş 3 yıllık tahvildir. Bu tahvil, hisse senedi, para, emtia ve emlak piyasalarına bağlı olarak oluşturulmuştur. İkinci yapılandırılmış ürün de yine 3 yıllık bir bono olup, WIG20 endeksinin getirisine bağlıdır. Yapılandırılmış ürünler, paralel piyasada günde iki defa yapılan tekli fiyat sisteminde işlem görmektedir.

Gerçekleşen işlem hacmine bakıldığında ise, henüz yeni ürünler olduğu için ciddi rakamlara ulaşamadığı görülmektedir. 2007'nin Ocak-Kasım döneminde işlem hacmi 3.8 milyon \$ dolayındadır.

Yatırım Ortaklığı Payları: Yatırım ortaklığı payları, kapalı uçlu yatırım ortaklıkları tarafından belirli bir vade için ihraç edilir. Yatırım sertifikalarının itfasi gerçekleşip, fon katılımcıları sahip oldukları sertifika sayısına bağlı olarak ödemelerini aldığı anda yatırım ortaklığı tasfiye edilir.

2002 yılında 4 olan yatırım ortaklığı sayısı, 2007 yılı içinde yapılan 6 yeni ihraç ile 38'e ulaşmıştır. 2004 yılından itibaren borsada işlem gören ortaklıkların sayısında önemli bir artış gerçekleşmiştir. Ancak, 2003 yılında 873 milyon \$'a ulaşan işlem hacmi, 2004 yılından itibaren artan sertifika sayısına rağmen bir daha bu seviyelere çıkamamıştır.

2.2.2. Endeksler

Varşova Borsası'nda 14 farklı endeks hesaplanmaktadır. Bu endekslerden WIG20, mWIG40, sWIG80, WIG ve TechWIG endeksleri anlık olarak hesaplanabilirken, WIG sektör endeksleri birinci ve ikinci seansın fiyat sabitlemeleri ve kapanış fiyatları baz alınarak günde üç defa hesaplanır. Endekslerde kullanılan şirketler seçilirken, şirketlerin halka açıklık oranlarının en az %10 olması ve bu oranın piyasa değerinin 1 milyon Avro'dan büyük olmasına dikkat edilmektedir. Borsada hesaplanan endekslerin kapsam ve detayları ise şu şekildedir:

WIG20 Endeksi: Nisan 1994'te hesaplanmaya başlayan endekste, "blue chip" olarak değerlendirilen piyasa değeri en büyük ve likiditesi en yüksek olan 20 şirket bulunmaktadır.

mWIG40 Endeksi: Aralık 1997'den itibaren hesaplanan endeks, 40 orta ölçekli şirketi kapsamaktadır. WIG20 ve sWIG80 endekslerine dahil olan şirketler, yabancı şirketler ve piyasa değeri 1 milyar Avro'dan fazla olan şirketleri kapsamamaktadır.

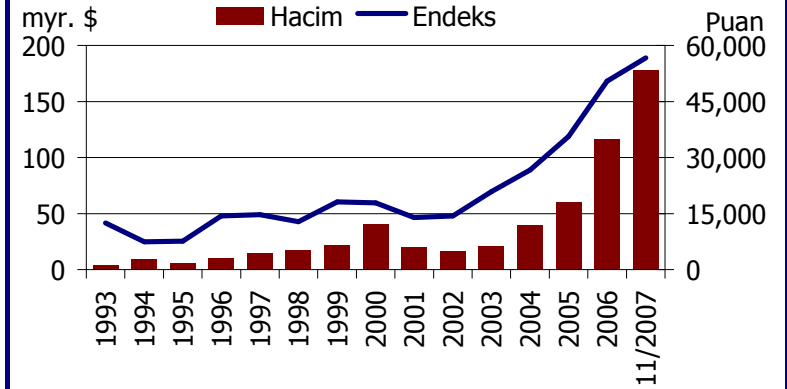
SWIG80 Endeksi: Aralık 1994'te hesaplanmaya başlayan endeks 80 küçük şirketi kapsamaktadır. WIG20 ve mWIG40 endekslerine dahil şirketler, yabancı şirketler ve piyasa değeri 100 milyon Avro'dan fazla olan şirketleri kapsamamaktadır.

TechWIG Endeksi: Ocak 2000'den itibaren hesaplanmaya başlayan fiyat endeksidir. Varşova Borsası'nın şirketleri sektörel sınıflandırmasında bilgi işlem, telekomünikasyon ve elektronik medya sektöründe faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır.

WIG-PL Endeksi: Aralık 2003'ten itibaren hesaplanmaya başlanmıştır. Borsaya kote olmuş yerli firmaları kapsayan bir endekstir ve halka açık kısmının değeri 1 milyon Avro'dan fazla olan, ya da halka açıklık oranı %10'un üzerinde olan şirketleri kapsamaktadır.

WIG Endeksi: Borsanın ilk endeksi olup Nisan 1991'de hesaplanmaya başlanmıştır. Halka açık kıs-

WIG Endeksi



Kaynak: WSE

mının değeri 1 milyon Avro'dan fazla olan ya da halka açıklık oranı %10'un üzerinde olan tüm şirketleri kapsamaktadır. Toplam getiri endeksidir.

WIG-Sektör Endeksleri: 8 farklı sektörel endeks hesaplanmaktadır. WIG-banking, WIG-construction, WIG-developers, WIG-IT, WIG-media, WIG-oil&gas, WIG-food ve WIG-telecom endeksleri hesaplanmaktadır. Birinci seanstan sonra, ikinci seanstan sonra ve seansın kapanışında olmak üzere günde üç defa açıklanan toplam getiri endeksleridir.

Polonya Borsası'nın temel endeksi olan WIG endeksi 1991 yılında 1,000 baz puan ile kurulmuş 2002 yılında 14,367 puan olmuştur. Ancak, son beş yılda bu değer sert bir çıkış ile Kasım 2007 sonunda 56,680 puana çıkmıştır. Borsada gerçekleşen işlem hacmi endeks ile paralel hareket artmıştır, Ocak-Kasım 2007 döneminde 178 milyar \$'lık işlem hacmi gerçekleşmiştir.

2.3. NewConnect

Ağustos 2007'de Varşova Borsası, KOBİ pazarı olarak adlandırılabilen yeni bir piyasa daha açmıştır.

Daha çok yerli, genç, gelişmekte olan, özellikle ileri teknoloji üreten ama bir taraftan da özsermaye ihtiyacı olan şirketler için uygun bir yapısı vardır. Bu profile olan ihraççı şirketler, Varşova Borsası'nda işlem gören şirketlere göre daha düşük kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ile sermaye piyasasından fon sağlama olanağına kavuşmuştur. Ek olarak,



burada işlem görmek isteyen şirketlerin üstlenmesi gereken kotasyon ve işlem maliyetleri ana pazardaki şirketlere göre daha düşüktür.

NewConnect'te:

- Büyüme potansiyeline sahip,
- 3-4 yıldan fazla bir geçmişi olmayan veya yeni kurulmakta olan,
- Yaklaşık 8 milyon \$'lık piyasa değeri hedefleyen,
- Faaliyet alanı bilgi teknolojileri, elektronik medya, telekomünikasyon, biyoteknoloji, çevre güvenliği, alternatif enerji gibi gelişmekte olan sektörler olan,
- Gelecekte borsada ana pazarda işlem görmeyi hedefleyen şirketlerin yer alması beklenmektedir.

NewConnect'te iki türlü halka açılma durumu söz konusudur. Birincisi, bir aracı kurum aracılığıyla hisse senetlerinin klasik talep toplama yöntemiyle halka arz edilmesidir. İkincisi ise tahsisli satış yöntemidir. Bu yöntemde, hisse senetleri 99 yatırımcıya kadar ihraççının yetkili danışmanı tarafından satılır. Hisse senetlerini almak isteyen yatırımcılar yetkili danışman ile irtibata geçer, yetkili danışmanın sunacağı teklif doğrultusunda satış gerçekleşir.

NewConnect'te işlem görmek isteyen şirketlerin bazı yardımcı aktörlere ihtiyaçları vardır. Bunlar yetkili danışman ve piyasa yapımcıdır.

Yetkili Danışman: Şirketler, NewConnect'e kote olurlarken, hem ön hazırlık aşamasında, hem de ihraç sonrasındaki gerekli bildirimlerin hazırlanmasında bağımsız bir Yetkili Danışman ile anlaşma yapmalıdır. Yatırım şirketleri, denetim firmaları ve finansal danışmanlar Yetkili Danışmanlık yapabilirler. Yetkili Danışmanlar, ihraçtan sonra en az bir yıl şirketle çalışmaya devam etmek zorundadır.

Piyasa Yapıcısı: İhraççı şirket en azından iki yıllık bir süre için bir yatırım şirketini piyasa yapıcısı olarak atamalıdır. Piyasa yapıcısı istenildiği takdirde ihraççı şirketin Yetkili Danışmanı da olabilir.

İhraç edilen hissenin önemli bir kısmının profesyonel yatırımcıların elinde bulunması, Varşova veya başka bir organize piyasada işlem görmesi ve en az iki yıl-

dır faaliyet göstermesi durumunda, Varşova Borsası ihraççı şirket için Yetkili Danışman ve Piyasa Yapıcısı bulundurma koşullarından vazgeçebilir.

NewConnect, yüksek risk alabilen bireysel yatırımcılar, hedge fonlar, fonlar, varlık yönetimi şirketleri, girişim sermayesi ve risk sermayesi şirketlerinin yatırım yapabileceği bir platformdur.

NewConnect'in işlem platformu, Varşova Borsası'nın da işlemlerinde kullandığı WARSET sistemidir. Şirketler alım-satım işlemlerinde emir ve kotasyon bazlı alım-satım sistemi olmak üzere iki alternatiften birisini seçebilirler. Emir bazlı sistemde sürekli müzayede ve tekli fiyat sistemi mevcutken, kotasyon bazlı sistemde sadece sürekli müzayede sistemi geçerli olur. Emir Bazlı Sistem seans saatleri tabloda görülmektedir.

NewConnect'te kote olan şirketler, organize piyasadaki şirketlere göre daha az açıklama yapma yükümlülüğüne sahiptir. Bu şirketler Varşova Borsası'ndaki şirketler gibi çeyrek dönemlerde rapor sunmak zorunda değildir. Denetimden geçmemiş, sadece belirlenen bilgileri içeren yarı dönemlik rapor hazırlayabilir, herhangi bir uluslararası muhasebe standardını kullanabilirler. Ancak, yıllık bağımsız denetimden geçmiş finansal raporlar hazırlayıp, kurumsal yönetim kurallarına uymaları gerekmektedir.

NewConnect'te işlem gören şirket sayısı Ağustos 2007'de 5 ile başlamış, 21 Aralık 2007 itibarıyla 24

Emir Bazlı Sürekli Müzayede Sistemi

08:30-10:00	Açılış Öncesi
10:00	Açılış Fiyatının Belirlenmesi
10:00-14:30	Sürekli Müzayede
14:30-15:00	Kapanış Öncesi
15:00	Kapanış Fiyatının Belirlenmesi
15:00-16:30	Sonraki Seans Açılış Öncesi

Kaynak: NewConnect

Emir Bazlı Tekli Fiyat Sistemi

08:30-09:30	Açılış Öncesi (1. Seans)
09:30-09:45	Açılış Seansı (1. Seans)
09:45-14:30	Açılış Öncesi (2. Seans)
14:30-14:45	Açılış Seansı (2. Seans)
14:45-16:30	Açılış Öncesi (Sonraki Gün)

Kaynak: NewConnect

**Rakamlarla NewConnect
(21/12/2007)**

Şirket Sayısı	24
Toplam İşlem Hacmi (mn. \$)	115
Piyasa Değeri (mn. \$)	450
Kaynak: NewConnect	

olmuştur. Aynı tarih itibarıyla toplam işlem hacmi 115 milyon \$, piyasa değeri ise 450 milyon \$'dır.

milyar \$ seviyelerindedir.

2.5. Türev Ürünler Piyasası

Türev Ürünler Piyasası'nda vadeli işlem sözleşmeleri, opsiyonlar ve borsa yatırım fonları işlem görmektedir.

Ocak 1998'de, Varşova Borsası, WIG20 Endeksi'ne dayalı ilk vadeli işlem sözleşmesini işleme koyarak türev ürünler piyasasının başlangıcını yapmıştır. Bugün, WIG20, mWIG40, TechWIG endekslerine, 8 farklı hisse senedine, ABD Doları ve Avro ile kupon ödemeli devlet tahvillerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir. Opsiyonlar tarafında ise WIG20 endeksine ve beş farklı şirketin hisse senetlerine dayalı Avrupa tipi opsiyonlar işlem görmektedir. Diğer bir ürün olan borsa yatırım fonu ise MiniWIG20 endeksine dayalıdır.

WSE, her türev ürün için kontrat detaylarını belirlemiştir. Ulusal Saklama Bankası da bu ürünlerin takas, saklama, kayıt ve teminatları konusundaki uygulamaları belirlemiş ve yönetmektedir.

Türev ürünler için Varşova Borsası'nda sürekli müzayede sistemi uygulanmaktadır. Devlet tahviline dayalı vadeli işlem sözleşmeleri dışındaki diğer vadeli işlem sözleşmeleri ile opsiyonlar, sürekli müzayede sistemine göre saat 9:00 ile 16:20 arasında işlem görmektedir. Devlet tahviline dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde ise işlemler 16:30'a kadar devam etmektedir. Devlet tahviline dayalı vadeli işlem sözleşmeleri hariç, diğer türev araçlarda açılış ve kapanış seansları yapılmaktadır. 16 Ekim 2006'dan itibaren yatırımcılar vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyon kontratları için blok alım-satım yapabilmektedir.

Borsa yatırım fonlarında işlem saatleri diğer türev ürünler gibi saat 9:00 ile 16:20 arasında gerçekleşmektedir. Bu ürünlerin açılış, işlem ve kapanış fiyatları için referans fiyata göre %5'lik fiyat değişim limiti bulunmaktadır.

1998 yılında başlayan vadeli işlem sözleşmeleri hızla yükselen bir

Varşova Borsası'nda işlem yapabilen tüm yatırımcılar, NewConnect'te de işlem yapabilmektedirler. NewConnect'in NCIndex isimli bir endeksi bulunmaktadır.

2.4. Tahvil-Bono Piyasası

Varşova Borsası'nda devlet ve şirket tahvilleri olmak üzere iki türlü borçlanma aracı sürekli müzayede ve blok satış sistemlerine göre işlem görmektedir.

Devlet tahvilleri, vadelerine göre 2, 3, 5 ve 10 yıllık tahviller olarak dört grupta işlem görmektedirler. Ayrıca, değişken faizli, sabit faizli ve iskontolu olabilirler.

Şirket tahvilleri devlet tahvillerine göre daha sınırlıdır. Varşova Borsası'nda yalnızca iki tane şirket tahvili işlem görmektedir. Bunlar, Comarch Şirketi tarafından ihraç edilen hisse senedine çevrilebilir tahvil ve Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank-EIB) tarafından Polonya Zloty'si cinsinden ihraç edilen tahvillerdir.

Tahvil piyasasında işlem hacmi 2003 yılında en yüksek rakamlara ulaşmış, ardından düşüşe geçmiştir. İhraç edilen tahvil sayısı da 2004'e kadar artış göstermiş, ancak daha sonra gerilemeye başlamıştır. 2001 yılında ihraç edilen ilk yabancı tahvile rağmen piyasada ciddi bir canlanma olmamıştır. Özel sektör tahvilleri az da olsa piyasada işlem görmektedir. 2000 yılında Leasingu i Finansów Clif S.A. şirketi tarafından ilk özel şirket tahvili ihraç edilmiştir. Kasım 2007 itibarıyla, ihraç edilen tahvil sayısı 58 iken, bunun 4 tanesi yabancı ülke tahvilidir. Yine bu dönem itibarıyla tahvil-bono piyasasında işlem hacmi 1.3

Tahvil Piyasası

	1997	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	11/2007
Tahvil Sayısı	44	48	53	61	70	81	76	65	58
Yabancı Tahvil Sayısı	---	---	1	2	4	4	4	4	4
İşlem Hacmi (mn. \$)	3,834	1,108	1,288	1,076	3,388	2,793	1,689	1,902	1,281
Kaynak: WSE									

Sürekli Müzayede Sistemi

08:30-09:00	Açılış Öncesi
09:00-09:01	Açılış Fiyatının Belirlenmesi
09:01-16:10	Sürekli Müzayede
16:10-16:20	Kapanış Öncesi
16:20-16:21	Kapanış Fiyatının Belirlenmesi
16:21-16:30	Kapanış Sonrası
16:30-16:35	Sonraki Seans Açılış Öncesi

Kaynak: WSE

grafik çizmektedir. İşlem hacminde 2004 yılı yine bir dönüm noktası olmuştur. 2004'te işlem hacmi 42 milyar \$ iken, 2005'te bu rakam yaklaşık iki katına çıkmış ve 73 milyar \$'a ulaşmıştır. Ocak-Kasım 2007 döneminde ise işlem hacmi 251 milyar \$ olurken, işlem gören kontrat sayısı günlük ortalama 37.318 iken dönem sonunda açık pozisyon sayısı 73.426'dır.

Opsiyonlar, Varşova Borsası'nda ilginin sürekli arttığı bir enstrüman olmuştur. Opsiyonların işlem görmeye başladığı 2003 yılında işlem hacmi 170 milyon \$ iken, Ocak-Kasım 2007'de bu tutar 11 milyar \$ civarına ulaşmıştır.

Borsa yatırım fonları, çıktıkları ilk yıl olan 2002'deki ilgiyi bir daha hiç yakalayamamış, azalan bir işlem hacmi göstermiştir. 2002 yılında 16 milyon \$ olan işlem hacmi, Kasım 2007 itibarıyla 1 milyon \$ seviyelerine kadar gerilemiştir.

2.6. Takas ve Saklama

Polonya'da saklama işlemleri 1991 yılında Varşova Borsası'nın bir iştiraki olarak kurulan Ulusal Saklama Kurumu (KDPW) tarafından gerçekleştirilmektedir. 1994 yılında anonim şirket statüsü kazanan Kurum, tüm menkul kıymetleri kaydi olarak elektronik or-

tamda tutmaktadır. Polonya Merkez Bankası ise, KDPW tarafından yönetilen nakit takas işlemlerini gerçekleştirmektedir.

KDPW üyesi banka ve aracı kurumların KDPW bünyesinde birer saklama hesapları, Polonya Merkez Bankası'nın Ödeme Sistemleri Departmanı bünyesinde ise birer banka hesabı bulunur. Aracı kurumlar bu sistemde doğrudan hesap açamadıkları için, ödeme sistemindeki hesaplarını bankalar üzerinden açabilmektedirler.

Bir yatırımcı aracı kurumun sisteminden, borsanın alım-satım sistemine emrini gönderir. İşlem gerçekleşince Borsa tarafından işlem raporu aracı kuruma gönderilir. Daha sonra gerçekleşen işleme ait detaylar KDPW'ye raporlanır. Bu bilgiler doğrultusunda KDPW işlemin takas gününde yapılacak olan ödeme tutarını hesaplar ve KDPW üyesi olan işlemin taraflarına gönderir. Diğer taraftan işlemin nakit takası için ilgili bankalara raporlama yapılır. Ayrıca türev işlemleri için KDPW takas merkezi görevini üstlenmiştir.

Menkul kıymet takası, üyelerin takas-saklama sistemindeki saklama hesaplarından gerçekleşirken, eşzamanlı olarak bankadaki hesaplarından da menkul kıymet karşılığı olan paranın takası gerçekleşir. Organize piyasada hisse senetlerinde takas günü T+3'tür. Hazine bonosu işlemlerinde T+2, türev işlemlerinde ise T+0'dır. Blok işlemlerde ise takas tarihi tarafların anlaşmasına bağlı olarak aynı gün veya daha ileri bir tarih olabilir.

Bazı şirketlerin hem Varşova Borsası'nda hem de başka ülke borsalarında kote olmasından dolayı yabancı menkul kıymetlerin takası da gerçekleşti-

Türev Araçlar

	1998	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	11/2007
İşlem Hacmi (mn. \$)									
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	172	14,147	24,746	20,145	31,066	41,966	72,985	129,681	250,891
Opsiyonlar					170	932	3,543	6,684	10,701
Borsa Yatırım Fonu				16	9	5	2	4	1
Kontrat Sayısı (Gün. Ort. Adet)									
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	97	6,064	15,019	12,755	16,860	14,153	21,428	25,442	37,318
Opsiyonlar					299	1,014	1,306	1,516	1,588
Açık Pozisyon Adedi (Yıl Sonu)									
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	699	11,952	12,815	19,283	22,535	30,270	33,418	73,946	73,426
Opsiyonlar					847	4,775	6,845	4,509	34,176

Kaynak: WSE

Yatırımcı Profili (İşlem Hacmi Dağılımı, %)		Yatırımcı Türü	2002	2003	2004	2005	2006
Hisse Senedi	Yabancı		35	32	33	41	31
	Yerli Bireysel		29	29	35	26	35
	Yerli Kurumsal		36	39	32	33	34
Vadeli İşlem Söz.	Yabancı		2	2	4	5	9
	Yerli Bireysel		79	74	74	75	66
	Yerli Kurumsal		19	24	22	20	25
Opsiyon	Yabancı		---	---	6	1	3
	Yerli Bireysel		---	---	74	75	71
	Yerli Kurumsal		---	---	20	24	26
Yatırımcı Sayısı (Bin Kişi)			1,016	947	851	853	909

Kaynak: WSE

ilmektedir. Bu amaçla KDPW, Avusturya, Estonya, Macaristan, Slovakya takas kurumları ile Euroclear Bank ve Clearstream Banking Luxembourg ile ortak çalışmalar yürütmektedir.

KDPW'nin yapılan işlemlerde garantör rolü de vardır. Böylece piyasadaki risk takip edilir ve gerekli tedbir ve teminatların belirlenmesi sağlanır. Bununla beraber KDPW Takas Garanti Fonu'nun yönetilmesinden sorumludur.

KDPW bir taraftan da menkul kıymet ihraççı kuruluşları ile çalışmaktadır. İhraççı kuruluşların temettü ödemelerinde yatırımcıların temettü alacaklarını aracı kurum ve bankaların hesaplarına aktarır. Yabancı menkul kıymetler için Avro, Amerikan Doları ve Macar Forinti cinsinden ödeme yapabilmektedir.

Bir banka veya aracı kurumun iflasına karşın, bünyesinde bulunan yatırımcı hesaplarının korunması için 2001 yılında Yatırımcıları Koruma Fonu kurulmuştur. Son verilere göre Yatırımcı Koruma Fonu'na 22 aracı kurum ve 16 saklamacı banka üyedir. 1 Ocak 2005'ten itibaren yatırımcı başına 11,000 Avro'luk yatırım tutarı koruma altında iken, 1 Ocak 2008'den itibaren bu tutar 22,000 Avro'ya çıkarılacaktır.

Yatırımcı Profili (Hisse Senedi Sahipliği Dağılımı, %)		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Yabancı		36	56	54	60	55	44	39
Kamu Kesimi		48	22	19	9	7	13	20
Bireysel		7	11	13	14	16	18	17
Finans Kurumları		4	7	10	13	17	17	17
Şirketler		6	5	5	4	5	8	8
Toplam		100	100	100	100	100	100	100

Kaynak: FESE

2.7. Yatırımcı Profili ve Vergilendirme

Polonya sermaye piyasasında hisse senedi yatırımcı profili incelendiğinde, yabancı, yerli bireysel ve yerli kurumsal yatırımcıların 2006 yılı itibarıyla işlem hacimlerinin hemen hemen eşit dağıldığı görülmektedir. Vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlarda yerli bireysel yatırımcıların %60'ın üzerinde payı bulunması dikkat çekicidir.

Avrupa Borsalar Federasyonu'nun (FESE) yaptığı çalışmaya göre, Polonya'daki hisse senedi portföylerinin %39 gibi büyük bir kısmını yabancı yatırımcılar ellerinde tutmaktadırlar. Burada dikkat çeken bir diğer husus 2003'ten itibaren artış gösteren ve 2005'te %20 olan kamu kesimi yatırımcılarıdır. Diğer taraftan bireysel yatırımcılar, 2005 itibarıyla sektördeki yatırımcıların %17'sini oluşturmaktadır.

Polonya'da sermaye piyasası kazançlarında yerli ve yabancı yatırımcılar için tek bir vergi oranı, %19 uygulanmaktadır. Yabancı ülke vatandaşları için çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları geçerlidir.

III. POLONYA ENERJİ BORSASI (POLPX)

Nisan 1999'da, Ekonomi Bakanlığı, Hazine Bakanlığı ve Maliye Bakanlığı tarafından enerji piyasasının liberalleşmesi ve enerji sektörünün özelleştirilmesi için bir enerji borsasının kurulması konusunda anlaşmaya varılmıştır. Aralık 1999'da ise Bakanlar Kurulu Ekonomi Komitesi, enerji borsasının kurulmasıyla ilişkin bir düzenleme çıkarmıştır.

Hazine Bakanlığı, Polonya Enerji Borsası'nın (Towarowa Gielda Energii S.A.) kurulması için Temmuz 1999'da bu borsayı kurabilecek bir konsorsiyum arayışına girmiştir. Eylül 1999'da yapılan ihale sonucunda Elektrim S.A. liderliğindeki konsorsiyumun bu görevi üstlenmesine karar verilmiştir. Kasım 1999 itibarıyla ortak-kurucular ile anlaşma imzalanmış, Aralık'ta ticari kaydı yapılarak faaliyetlerine başlamıştır. Borsanın ilk işlemi ise 30 Haziran 2000'de Ertesi Gün

Polonya Enerji Borsası Ortaklık Yapısı

Hazine Bakanlığı	22%
Elektrim SA	10%
Varşova Borsası	2%
Diğer Şirketler	66%
Toplam	100%

Kaynak: POLPX

Piyasası'nda (Day-Ahead Market) gerçekleşmiştir.

Borsanın ortaklık yapısına bakıldığında %22 ile Hazine Bakanlığı en büyük ortak durumundadır. Bunun yanında, Varşova Borsası'nın %2'lik, Elektrim S.A. şirketinin %10'luk payı vardır. Geri kalan paylar ise 15 enerji şirketi tarafından paylaşılmıştır.

Borsanın amacı öncelikle Polonya'da bir enerji piyasasının oluşturulması, ileride uluslararası bir boyut kazandırılarak Avrupa'daki diğer enerji borsaları ile

ortak çalışmaların yapılmasıdır. Öte yandan, enerji ile ilgili diğer sektörlerde etkinliği artırarak, Avrupa Birliği'nin gereksinimlerini sağlamak, güvenli bir piyasa oluşturabilmek, işlem maliyetlerini minimal düzeyde tutarak, doğru ve güvenilir fiyat oluşumunu sağlamak amaçlanmıştır.

Borsanın idari yapısına bakıldığı zaman öncelikle tüm ortakların katılımıyla oluşan ve yılda en az bir defa toplanan bir genel kurul mevcuttur. Daha sonra genel kurul üyeleri arasından seçilen ve 8 ile 12 arasında değişen üye sayısına sahip bir yönetim kurulu vardır. Son olarak yönetim kurulu tarafından atanan ve sayısı 1 ile 5 arasında değişebilen yürütme komitesi bulunmaktadır. Yürütme Komitesi ayda en az bir defa toplanır ve borsanın yönetimi ile işleyişine dair konularda karar alır.

Elektrik, sıvı ve gaz yakıtlar, atık gazlar, emisyon



hakları, bu ürünlerin fiyatları ve sahip oldukları haklar, borsada işlem gören ana ürünlerdir. Emisyon izinlerine dolaylı veya doğrudan bağlı olan değeri gösteren ve yeşil sertifika olarak adlandırılan sertifikalar da borsada işlem gören araçlardır. Emisyon hakkı, belli bir zaman diliminde havaya verilebilecek karbondioksit (CO₂) ya da sera etkisi bulunan başka bir gazın 1 Mg karbondioksite eşdeğer miktarını ifade etmektedir.

Bir kurumun borsada işlem yapabilmesi için, bu kurumun üyelik başvurusunun Borsa Yönetim Kurulu tarafından kabul edilmesi gereklidir. Borsaya emtia konusunda uzman yerli ve yabancı aracı kurumlar; enerji üretimi, taşımacılığı, dağıtımı ve ticareti yapma izni bulunan enerji şirketleri ve menkul kıymet piyasasında çalışan aracı kurumlar üye olabilmektedir. Gaz Piyasası'nda işlem yapmak isteyen kurumların Enerji Sektörü Düzenleme Kurumu (Power Sector Regulatory Office) tarafından verilen lisanslara sahip olmaları gerekmektedir.

Eğer başvuran üye fiziksel takas gerektiren piyasada faaliyet gösterecek ise Enerji Sektörü Düzenleme Kurumu tarafından bu işi yapabileceğine dair lisansı bulunması gerekmektedir.

Diğer taraftan, üye eğer emtia aracı kurumu ya da menkul kıymet aracı kurumu ise bu borsada aracılık yapabileceğine dair Polonya Finansal Denetleme Otoritesi'nden izin almış olması gereklidir.

Üye, yabancı bir aracı kurum, menkul kıymet aracı kurumu veya bir enerji şirketi ise, Takas Kurumu üyesi bir emtia aracı kurumu ile anlaşmış olmalıdır.

Borsa üyelerinden bazıları, borsa ile yaptıkları anlaşmalar doğrultusunda piyasa yapıcılığı görevini üstlenir. Borsa bir piyasa için birden fazla piyasa yapıcı ile anlaşılabilir. Piyasa yapıcılık yetkisinin kaldırılmasında ise, Polonya Finansal Denetleme Otoritesi onay verir.

Enerji Borsası'nda 4 farklı piyasada işlemler gerçekleştirilmektedir.

1. Ertesi Gün Piyasası

Fiziki olarak elektrik enerjisinin bir gün sonrasında teslimine dayalı, her gün işleyen bir piyasadır. Kon-

tratlar günün 24 saati için ayrı ayrı yazılabilmektedir. Tekli fiyat ve sürekli müzayede sistemine göre işlem görmektedir. Tekli fiyat sisteminde sonuçlanmayan emirler sürekli müzayede sisteminde işlem görür. Sürekli müzayede ve tekli fiyat sistemlerinin dışında, Borsa aracılığıyla tezgahüstü piyasa işlemleri de yapılabilmektedir. Takas işlemlerini Borsa gerçekleştirmektedir. Bu piyasada sorumlu takas kurumu ise Bank Ochrony Srodowiska S.A. (BOS S.A.) Bankası'dır.

2. Gaz Piyasası

Ana ürün konusu, borsanın türünü belirlediği gaz ürünlerdir. Tekli fiyat ve sürekli müzayede sistemi mevcuttur. Borsanın emirler konusunda iptal, limit koyma ve askıya alma yetkisi vardır. Sürekli müzayede sisteminde emirlerin parçalı şekilde gerçekleşmesi de mümkündür.

3. Yeşil Sertifika Piyasası

Yeşil Sertifika Piyasasının konusu yenilenebilir enerji kaynaklarından elde edilen enerjidir. Bu piyasada Yeşil Sertifika Kaydı bulunan üyeler işlem yapabilmektedir. Bu sertifikalar fiziksel olarak değil, elektronik form halinde olup her biri 1 kWh'lik elektrik enerjisini baz almaktadır. Tekli fiyat ve sürekli müzayede yöntemlerine göre işlem görmektedir. Bu piyasalarda gerçekleşmeyen emirler yine borsa tarafından yürütülen tezgahüstü piyasalarda işlem görebilmektedir. Yeşil sertifikalarda fiyat dalgalanmaları için bir sınırlama bulunmamaktadır. İşlemler, çarşamba günleri saat 12:00 ile 15:00 arasında gerçekleştirilmektedir.

4. Emisyon Hakkı Piyasası

Borsa Kurulu tarafından işlem göreceği olan emisyon hakları belirlenir. Tekli fiyat ve sürekli müzayede sistemleri ile tezgahüstü piyasa işlemlerinin yapılabildiği bu piyasa, salı ve perşembe günleri 11:00 ile 13:30 saatleri arasında hizmet vermektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Komünist rejimin ardından, Polonya'daki serbest ekonomiye geçiş çalışmaları, sermaye piyasalarında yeniden yapılanmayı gerektirmiştir. Varşova Borsası'nın kurulduğu 1991 yılı, sermaye piyasaları

için milat olmuş ve çok hızlı bir gelişim görülmüştür. Bugün 325 milyar \$ piyasa değerine sahip olan Varşova Borsası'na yabancı ilgisi, hem yatırımcı, hem de menkul kıymet ihraççısı olarak artmıştır. Varşova Borsası bünyesinde bulunan ve KOBİ piyasası olarak tanımlanabilecek NewConnect ile farklı bir kulvarda yer alan Enerji Borsası, yeni ve gelişmesi beklenen piyasalardır. Kısa bir geçmişe sahip olmasına karşın, piyasada çeşitli finansal araçlar işlem görmektedir. Polonya Sermaye Piyasası'nın ikinci miladı ise ülkenin Avrupa Birliği'ne tam üye olarak girdiği Mayıs 2004'tür. Bu tarihten itibaren sermaye piyasasının her alanında olumlu gelişmeler görülmüştür.

KAYNAKÇA

"Geography and the Future of Stock Exchanges: Between Real and Virtual Space"	Dariusz WÓJCIK, Kasım 2006
Avrupa Borsalar Federasyonu	www.fese.eu
Dünya Bankası	www.worldbank.org
NewConnect	www.newconnect.pl
Polonya Aracı Kuruluşlar Odası	www.idm.com.pl
Polonya Cumhuriyeti Ankara Büyükelçiliği	www.polonya.org.tr
Polonya Enerji Borsası	www.polpx.pl
Polonya Finansal Denetim Otoritesi	www.knf.gov.pl
Polonya Maliye Bakanlığı	www.mofnet.gov.pl
Polonya Merkez Bankası	www.nbp.pl
Polonya Sermaye Piyasası Kurumu	www.kpwig.gov.pl
Polonya Ulusal Saklama Kurumu	www.kdpw.com.pl
Uluslararası Para Fonu	www.imf.org
Varşova Borsası	www.gpw.pl



Esra Esin Savaşan
esavasan@tspakb.org.tr

GÜNDEMDEKİ MEVZUAT DEĞİŞİKLİKLERİ

2007 yılının son ayında yapılan sermaye piyasası mevzuatı değişiklikleri incelendiğinde, Sermaye Piyasası Kurulunca finansal tavsiyelere ilişkin hazırlanan tebliğin kamuoyunun görüşüne açıldığı ve borsa dışı teşkilatlanmış menkul kıymetler piyasalarının kuruluş ve çalışma esaslarını düzenleyen yönetmelikte değişikliğe gidildiği görülmektedir.

Aşağıda sırasıyla, kamuoyunun görüşüne sunulan düzenleme taslağı ile gerçekleştirilen değişikliklere yer verilmiştir.

DÜZENLEME TASLAKLARI

FİNANSAL TAVSİYELERE İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ TASLAĞI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:V, No:55 sayılı "Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ", yatırım danışmanlığı faaliyeti ve bu faaliyeti yapacak olan kurumlara sermaye piyasasında medya ve elektronik ortam da dahil, yatırım tavsiyelerinde bulunacak kişi ve kuruluşlara ilişkin ilke ve esasları düzenlemektedir. Kamuoyunun görüşüne açılan Finansal Tavsiyelere İlişkin Esaslar Tebliğ Taslağı (Taslak), söz konusu Tebliğin yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelere ilişkin esaslarını düzenleyen dördüncü bölümünü yürürlükten kaldırmaktadır.

Taslağın son şeklinin verilerek Resmi Gazete'de yayımlanması ile ilgili Tebliğ'in,

- Medya ve elektronik ortamda sunulan yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyeleri düzenleyen 17.,
- Sermaye piyasasında, medya ve elektronik ortam da dahil olmak üzere, sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç eden ortaklık ve kuruluşlar hakkında ve sermaye piyasası ile ilgili diğer konularda yönlendirici nitelikte yorum ve tavsiyelerde bulunacak kişi ve kuruluşların uyması gereken esaslar ile bilgilendirme yükümlülüğünü belirle-

yen 18. ve 19.,

- Söz konusu yorum ve tavsiyelerde yer verilmesi gerek uyarı notunun yayımlanmasına ilişkin esasları düzenleyen 20.,

maddeleri yürürlükten kalkacaktır. Amaçlanan, mevcut durumda dar bir kapsamda düzenlenen yönlendirici nitelikteki yorum ve tavsiyelere ilişkin esasların AB sermaye piyasaları müktesebatı ile uyumlaştırılmasıdır.

Bu çerçevede Taslak, dağıtım kanalları yoluyla sunulmak veya kamuya yayımlanmak amacıyla hazırlanan finansal tavsiyelerin içermesi gereken bilgiler ile bu tavsiyeleri hazırlayan veya kamuya dağıtanlarla, bu tavsiyelerin konusunu teşkil eden finansal araç veya ihraççılar arasındaki çıkar ilişkilerinin ve çatışmalarının kamuya açıklanmasına ilişkin esasları belirlemektedir.

Taslak hükümlerine,

- Aracı kuruluşlar,
- Portföy yönetim şirketleri,
- Ticari faaliyeti finansal tavsiyeler hazırlamak olan gerçek ve tüzel kişiler ve bu kişilerle istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan gerçek kişiler,
- Yukarıda sayılanlar dışında kalan ve ticari faaliyeti dışında finansal araçlar konusunda doğrudan bir yatırım kararını içeren finansal tavsiyeleri hazırlayan gerçek veya tüzel kişiler,

tabidir.

Taslakta "finansal tavsiye" kapsamına bir veya daha fazla finansal araç veya ihraççı hakkında, kamuya veya dağıtım kanallarına yönelik olarak hazırlanan ve finansal araçların mevcut veya gelecekteki fiyat veya değerlerine ilişkin yorum da dahil, açıkça veya zımnen bir yatırım stratejisini öneren veya tavsiye

eden her türlü araştırma veya bilgi girmektedir. Taslak uygulamasında "dağıtım kanalları", bilgiye geniş bir kitle tarafından ulaşılmasına imkan sağlayan veya sağlayabilecek nitelikte olan her türlü iletişim kanalı olarak öngörülmüştür.

yıl süre ile uzatılabileceği düzenlenmekteydi. Yapılan değişiklik ile, sürenin gerektiğinde Kurul tarafından uzatılabileceği yönündeki hüküm, süre kısıtlaması kaldırılarak yeniden düzenlenmiştir.

DÜZENLEME DEĞİŞİKLİKLERİ

BORSA DIŞI TEŞKİLATLANMIŞ MENKUL KIYMETLER PİYASALARININ KURULUŞ VE ÇALIŞMA ESASLARI HAKKINDA YÖNETMELİKTE DEĞİŞİKLİK YAPILMASINA DAİR YÖNETMELİK

18.03.2003 tarih ve 25052 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik’te (Yönetmelik) değişiklik yapan "Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik" 8.12.2007 tarih ve 26724 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

Yönetmeliğin amacı; başta küçük ve orta büyüklükteki işletmeler olmak üzere, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip işletmelerin sermaye piyasalarından fon sağlamasına imkan tanımak üzere, sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı teşkilatlanmış piyasaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, üyelik, denetim ilke ve esaslarını düzenlemektir.

Yönetmelikte, "kurucu şirket" olarak nitelendirilen ve piyasaya ilişkin organizasyonu oluşturmak, geliştirmek, piyasanın güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamakla görevli olacak bir anonim şirketin kurulması öngörülmektedir. Bu şirketin (Gelişen İşletmeler Piyasaları A.Ş.) kuruluş çalışmaları Birliğimiz koordinasyonunda yürütülmektedir.

İlgili Yönetmeliğin kurucu şirketin faaliyete geçmesine ilişkin hususlarını düzenleyen 7. maddesinde değişikliğe gidilmiştir. Yönetmelik uyarınca, kurucu şirketin, kuruluş onayının alınmasını takiben en geç bir yıl içinde Kurula faaliyet izni almak üzere başvurması şarttır. Bu sürenin gerektiğinde Kurul tarafından bir

Yurt İçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon YTL	2005	2006	2007/09	%Δ
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	%Δ
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				
Milyon YTL	2005	2006	2007	%Δ
Milyon \$	218.318	230.038	336.089	46,1%
Halka Açık Kısımın Piyasa Değeri (Milyon \$)	162.814	163.775	288.761	76,3%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	50.328	51.815	85.439	64,9%
	31%	32%	30%	A.D.

İMKB'de İşlem Gören Hisse Senedi Sayısı				
	2005	2006	2007	%Δ
İşlem Gören Şirketler	304	316	319	0,9%
İşlem Gören Borsa Yatırım Fonları	2	6	8	33,3%

Birincil Halka Arzlar				
	2005	2006	2007	%Δ
Toplam Hacim (Milyon \$)	1.803	949	3.389	257%
Şirket Sayısı	11	19	11	-42%

Halka Açık Şirket Karlılığı				
	2004	2005	2006	%Δ
Kar Eden Şirket Sayısı	221	227	223	-1,8%
Zarar Eden Şirket Sayısı	90	81	102	25,9%
Kar Edenlerin Toplam Karı (Milyon YTL)	12.117	14.056	20.677	47,1%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı (Milyon YTL)	-909	-3.973	-1.235	-68,9%
Toplam Kar/Zarar (Milyon YTL)	11.209	10.083	19.441	92,8%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü				
Milyon \$	2005	2006	2007	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	786	599	691	15,4%
B Tipi Yatırım Fonları	20.977	15.701	21.832	39,1%
Emeklilik Yatırım Fonları	913	2.048	3.935	92,2%
Borsa Yatırım Fonları	40	88	232	161,9%
Yatırım Ortaklıkları	360	280	357	27,6%
Gayrimenkul Yat.Ort.	1.864	1.487	2.738	84,2%
Risk Sermayesi Yat.Ort.	69	68	64	-6,4%
Toplam	25.010	20.271	29.849	47,3%
Kurumsal Yatırımcı/GSMH	8,3%	5,0%	5,5%	A.D.

Yatırımcı Sayısı				
	2004	2005	2007	%Δ
Açık Hesap Sayısı	2.177.516	2.390.687	--	A.D.
Bakiyeli Hesap Sayısı	1.072.663	1.001.353	1.060.569	5,9%
Bakiyeli Hesap/Toplam Nüfus	8,3%	5,0%	5,5%	3,3%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri				
Milyon \$	2005	2006	2007/11	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyeleri	33.812	35.083	67.183	91,5%
Saklamadaki Payı	67%	68%	72%	5,9%
Hisse Senedi İşlem Hacimleri	83.275	88.519	134.955	A.D.
İşlem Hacmi Payı	20%	19%	24%	24,0%
Net Hisse Senedi Yatırımı	3.989	1.144	4.528	A.D.

TSPAKB Üyeleri	2005	2006	2007	%Δ
Aracı Kurumlar	108	106	104	-1,9%
Bankalar	41	40	41	2,5%
Toplam	149	146	145	-0,7%

İMKB İşlem Hacimleri*	Milyar \$	2005	2006	2007/11	%Δ
Hisse Senedi Piyasasında					
Aracı Kurum	403	454	553	A.D.	
Tahvil/Bono Piyasasında					
Aracı Kurum	708	744	793	A.D.	
Banka	3.163	3.344	3.725	A.D.	
Tahvil/Bono Piyasası Toplam	3.871	4.088	4.519	A.D.	

*:Alım-Satım Toplamıdır.

VOB Verileri*	2005	2006	2007/11	%Δ
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	2	7	21	213,2%
Hacim (Milyon YTL)	6.059	35.753	208.024	481,8%
Açık Pozisyon (Dönem Sonu-Milyon)	0	0	54	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler					
	Milyon \$	2005	2006	2007/09	%Δ
	Dönen Varlıklar	1.591	1.636	2.809	71,7%
	Duran Varlıklar	321	274	390	42,4%
	Aktif Toplam	1.912	1.910	3.199	67,5%
	Kısa Vadeli Yükümlülükler	663	735	1.412	92,0%
	Uzun Vadeli Yükümlülükler	25	24	27	13,4%
	Özsermaye	1.119	1.048	1.589	51,7%
	Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	1.912	1.910	3.199	67,5%
	Net Komisyon Gelirleri	366	363	370	A.D.
	Esas Faaliyet Karı	226	124	180	A.D.
	Net Kar	204	131	190	A.D.
	Personel Sayısı	5.916	5.898	5.933	0,6%
	Şubeler	234	246	243	-1,2%
	İrtibat Bürosu	69	64	51	-20,3%
	Acente Şubeleri	4.406	4.514	4.552	0,8%

İMKB-100 Endeksi ve İşlem Hacmi	2005	2006	2007	%Δ
İMKB-100	39.778	39.117	55.698	42,4%
İMKB-100 (En Yüksek)	40.012	48.192	58.232	20,8%
İMKB-100 (En Düşük)	22.888	31.492	36.630	16,3%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon \$)	794	919	1.197	30,3%

Yurt Dışı Borsa Endeksleri	2005	2006	2007	%Δ
Arjantin Merval	1.543	2.090	2.152	2,9%
Brezilya Bovespa	33.456	44.474	63.886	43,6%
Fransa CAC 40	4.714	5.544	5.614	1,3%
Almanya DAX	5.438	6.653	8.067	21,3%
Hong Kong Hang Seng	14.876	19.965	27.813	39,3%
Hindistan BSE Sens	9.398	13.787	20.287	47,1%
Japonya Nikkei 225	16.111	17.226	15.308	-11,1%
Meksika IPC	17.803	26.448	29.537	11,7%
Rusya RTS	1.126	1.922	2.291	19,2%
Güney Afrika FTSE/JSE	18.097	24.915	28.958	16,2%
İngiltere FTSE 100	5.619	6.221	6.457	3,8%
ABD S&P 500	1.249	1.425	1.468	3,1%
ABD Nasdaq 100	1.663	1.788	2.085	16,6%

A.D.: Anlamalı 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

