T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

BAĞIMSIZLIK SONRASI AZERBAYCAN SERMAYE PİYASASININ YAPISI VE GELİŞİM SÜRECİNİN İNCELENMESİ

Yüksek Lisans Tezi

MAGSUD GUBADLI

İSTANBUL, 2018

T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ

SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

BAĞIMSIZLIK SONRASI AZERBAYCAN SERMAYE PİYASASININ YAPISI VE GELİŞİM SÜRECİNİN İNCELENMESİ

Yüksek Lisans Tezi

MAGSUD GUBADLI

DANIŞMAN: DOÇ. DR. LEVENT ÇİNKO

İSTANBUL, 2018

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Bağımsızlık Sonrası Azerbaycan Sermaye Piyasasının Yapısı ve Gelişim Sürecinin İncelenmesi

TÜRÜ : Yüksek Lisans

TEZİ HAZIRLAYAN : Magsud GUBADLI

ANABİLİM DALI : Sermaye Piyasası ve Borsa

SAVUNMA TARİHİ : 05.06.2018

JÜRİ ÜYELERİ

GÖREVİ	**ADI SOYADI**	**İmza**
Danışman	Doç.Dr.Levent ÇİNKO	
Üye	Doç.Dr.Server DEMİRCİ	
Üye	Doç.Dr.Elif HAYKIR HOBİKOĞLU	

Marmara Üniversitesi Göztepe Kampusu Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü 34722 Kadıköy / İSTANBUL
0 (216) 347 69 51 (Faks)
0 (216) 418 20 88
Ayrıntılı bilgi için:
bse@marmara.edu.tr
http://bse.marmara.edu.tr

ÖNSÖZ

Yazarı olduğum bu çalışmamın önsözünü yazmak benim için büyük bir sorumluluk ve düşüncelerimi ifade edecek her kelimenin dikkatle seçilmesini arz etmektedir. Bu çalışma, zorlu bir süreç ve yoğun hazırlığın sonucunda bilime katkı sunmanın verdiği mutlulukla birlikte, aynı zamanda bilim yolundaki uzun bir maratonun başlangıcında olduğumun sorumluluğunu hatırlatmaktadır. Nitekim, o hedefe giden yolda bizlere inanan, ellerinden gelen bütün desteği esirgemeden yanımızda olan kişi ve kuruluşları görmek en büyük motivasyon kaynağımızı oluşturmaktadır. Bu sebeple, çalışmamda bana yardımlarını temin eden, her daim yanımda olan ve güvenen kişilere şükran ve teşekkürlerimi sunarım.

Özellikle, yaşadığım bütün sıkıntılarda zaman ve mekan fark etmeden yardımını esirgemeyen, daima bana destek olan saygıdeğer danışmanım Doç. Dr. Levent Çinko hocama teşekkür ve minnettarlığı kendime borç bilirim.

Başarı adına en büyük adımın fedakarlık olduğuna inanmaktayım. Bu başarımda da her daim fedakarlıklarını eksik etmeyen, bana güvenen, en küçük başarımda bile benimle gurur duyan sevgili annem Gubadova Fatıma hanımefendiye ve sevgili babam Gubadov Eliyar beyefendiye benim ailem oldukları için, bana her zaman güvendikleri için, bugüne kadar yaptıkları eşsiz fedakarlıklar için ne kadar teşekkür etsem bile kifayetsiz kalacağını belirtmek isterim.

Kendi bilimsel çalışmalarının vermiş olduğu yoğunlukta bile bana desteğini esirgemeyen, çalışmamın sıkıntılı zamanlarında yanımda olan saygıdeğer eşim Efsane Gubadlı hanımefendiye ve en ufak gülümsemesiyle bile bütün yorgunluğumu, sıkıntılarımı yok ederek beni inanılmaz motive eden canım oğlum Ertuğrul Gubadlı'ya teşekkürlerimi ve sevgilerimi sunarım.

Bu çalışmamı canım oğlum Ertuğrul Gubadlı'ya ithaf eder, kendisinin gelecekteki bilimsel çalışmalarında ona motivasyon kaynağı olmasını temenni ederim ...

09.05.2018 Magsud Gubadlı

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖNSÖZ ..... **i**

İÇİNDEKİLER ..... **ii**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **v**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **vii**

GRAFİKLER LİSTESİ ..... **viii**

KISALTMALAR LİSTESİ ..... **ix**

GİRİŞ **1**

I BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR, İŞLEYİŞİ VE TÜRLERİ

1.1. Piyasa Kavramı 3

1.2. Piyasa Türleri 4

1.2.1. Finansal Piyasa 6

1.2.1.1. Para Piyasası 11

1.2.1.2. Sermaye Piyasası 14

1.2.1.2.1. Sermaye Piyasası Türleri 18

1.3. Sermaye Piyasası ve Para Piyasası İlişkileri 22

1.4. Sermaye Piyasası İşlevleri ve Ekonomik Etkileri 25

II BÖLÜM

AZERBAYCAN EKONOMİSİNİN GENEL DEĞERLENDİRİLMESİ

2.1. Azerbaycan Cumhuriyetinin Tarihi 29
2.2. Bağımsızlık Sonrası Azerbaycan (Birinci Dönem: 1991-1994) 30
2.3. Bağımsızlık Sonrası Azerbaycan (İkinci Dönem: 1995-2003) 31
2.4. Bağımsızlık Sonrası Azerbaycan (Üçüncü Dönem: 2004-Günümüz) 33
2.5. Azerbaycanın Makro Ekonomik Göstergeleri 35
2.5.1. GSYH Göstergeleri 36
2.5.2. Enflasyon Göstergeleri 39
2.5.3. İstihdam Göstergeleri 41
2.6. Özelleştirme Politikaları 43
2.7. Azerbaycanda Para Politikası 45
2.8. Sermaye Yatırımları 51

III BÖLÜM

BAĞIMSIZLIK SONRASI AZERBAYCAN SERMAYE PİYASASI GELİŞİMİ VE YAPISI

3.1. Azerbaycan Sermaye Piyasası Tarihi 56
3.2. Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi 65
3.2.1. FIMSA Tarafından Gerçekleştirilen Plan ve Programlar 68
3.2.2. Bilgilerin Elektronik Açıklanması Sistemi 73
3.2.3. Yatırımcı Haklarının Korunması 74

3.2.4. Verilen Lisanslar 76
3.3. Bakü Fon Borsası 78
3.4. Ulusal Takas ve Saklama Kuruluşu 83
3.5. 2011-2020 Menkul Kıymetler Piyasası Gelişimi Devlet Programı 85

IV BÖLÜM

AZERBAYCAN SERMAYE PİYASASININ ALT PİYASA GÖSTERGELERİNİN YILLARA GÖRE İNCELENMESİ

4.1. Menkul Kıymetler Piyasası 90
4.1.1. Devlet Menkul Kıymet Piyasası 94
4.1.1.1. Devlet Tahvilleri 97
4.1.1.2. Merkez Bankası Notları 99
4.1.1.3. Repo 101
4.1.2. Şirket Menkul Kıymet Piyasası 103
4.1.2.1. Şirket Tahvilleri 105
4.1.2.2. Hisse Senedi 109
4.1.3. Türev Piyasası 112
SONUÇ 114
KAYNAKÇA 117

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo 1. Para Piyasası Araçları 14
Tablo 2. Sermaye Piyasası Araçları 18
Tablo 3. Sermaye ve Para Piyasasında Faaliyette Bulunan Piyasa Tarafları 23
Tablo 4. Para Piyasası / Sermaye Piyasası Farkları 24
Tablo 5. Yıllara Göre Azerbaycan Cumhuriyeti GSYH Verileri 37
Tablo 6. Yıllara Göre İstihdam Göstergeleri 43
Tablo 7. Yıllara Göre Para Arzı Miktarları (milyon AZN) 48
Tablo 8. Yıllara Göre Yapılan Yatırım Grupları (milyon AZN ve USD ile) 52
Tablo 9. Yıllara Göre Yabancı Yatırımlar (milyon USD ile) 53
Tablo 10. Denetlenen Sermaye Piyasası Kuruluşları Tarafından FIMSA'ya Yıllık Ödemeler 68
Tablo 11. Yıllara Göre Verilen Lisanslar (Sayı ile) 77
Tablo 12. Yeni Düzene Göre Verilen Lisanslar (Sayı ile) 78
Tablo 13. Yıllara Göre BFB Dolaşım Hacmi 80
Tablo 14. BFB'de İşlem Tarifeleri 81
Tablo 15. BFB'de Listing Tarifeleri 82
Tablo 16. Yıllara Göre MDM Tarafından Gerçekleştirilen Sözleşme Sayısı 85
Tablo 17. Yıllara Göre Azerbaycan Menkul Kiymetler Piyasası Verileri (milyon AZN ile) 90
Tablo 18. Yıllara Göre Devlet Menkul Kıymet Piyasası Verileri (milyon AZN ile) 96
Tablo 19. Yıllara Göre Devlet Tahvilleri Verileri (milyon AZN ile) 98
Tablo 20. Yıllara Göre Merkez Bankası Notları Verileri (milyon AZN ile) 100
Tablo 21. Yıllara Göre Repo Verileri (milyon AZN ile) 102
Tablo 22. Yıllara Göre Şirket Menkul Kıymet Piyasası Verileri (milyon AZN ile) 104
Tablo 23. Yıllara Göre Şirket Tahvilleri Verileri (milyon AZN ile) 108
Tablo 24. Yıllara Göre Hisse Senedi Verileri (milyon AZN ile) 111

Tablo 25. Yıllara Göre Türev Piyasası Verileri (milyon AZN ile) 113

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1. Ekonomik Sistemde Piyasa Türleri 5
Şekil 2. Finansal Sistemin İşleyişi 6
Şekil 3. Finansal Sistem Şeması 10

GRAFİKLER LİSTESİ

Sayfa No.

Grafik 1. Petrol/Petrol Dışı Sektörün GSYH İçinde Yıllara Göre Payı 39
Grafik 2. Yıllara Göre Enflasyon Oranı 41
Grafik 3. Merkez Bankasının Yıllara Göre Uyguladığı Politika Faiz Oranları 49
Grafik 4. Yıllara Göre Toplam Menkul Kıymet Piyasasının Petrol Dışı GSYH'da Yeri ...93

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

ACMB : Azerbaycan Cumhuriyeti Merkez Bankası

ADB : Asya Kalkınma Bankası

ADİF : Azerbaycan Mevduatları Sigortalama Fonu

ADİK : Azerbaycan Devlet İstatistik Kurumu

a.g.e : Adı Geçen Eser

a.g.m : Adı Geçen Makale

AZN : Azerbaycan Yeni Manatı

BFB : Bakü Fon Borsası

CESD : Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Merkezi

CETA : Azerbaycan Merkezi Borsa Ticaret Sistemi

Ed. : Editör

FIMSA : Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi

GSYH : Gayri Safi Yurtiçi Hasıla

IMF : Uluslararası Para Fonu

IOSCO : Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü

ISDA : Uluslararası Swap ve Türev Araçları Birliği

MDM : Ulusal Takas ve Saklama Kuruluşu

MEAS : Bilgilerin Elektronik Açıklanması Sistemi

MKDK : Menkul Kıymetler Devlet Komitesi

ss. : Sayfa Sayısı

SSCB : Sovyet Sosyalist Cumhuriyetleri Birliği

SOCAR : Azerbaycan Devlet Petrol Şirketi

SOFAZ : Azerbaycan Devlet Petrol Fonu

USD : Amerikan Doları

WB : Dünya Bankası

WEF : Dünya Ekonomik Forumu

GİRİŞ

Bağımsızlığının ilan edilmesiyle serbest piyasa ekonomisine geçiş sürecini başlatan Azerbaycan Cumhuriyeti'nin ekonomik politikaları sermaye piyasasından da kenarda kalmamıştır. Ülke sermaye piyasasının oluşturulması için gerekli yasal ve piyasa düzenlemeleri yapılmış, bunların yanı sıra geliştirilen mevzuat, kararnameler ve programlar yabancı gelişmiş ülke ekonomilerinin ilgili alandaki tecrübeleri doğrultusunda hayata geçirilmiştir. Azerbaycan ülke bağımsızlığının ilk yıllarını kapsayan süreçde sermaye piyasasının oluşum dönemi olarak nitelendirilen dönemden başarıyla çıkmıştır. Bu süre zarfında sermaye piyasasının faaliyetinin temin edilmesi zemininde gerekli kurum ve kuruluşların faaliyeti için çalışmalara başlanmış ve bu faaliyetlerin çerçevesini oluşturan gerekli düzenlemeler temin edilmiştir. Daha sonraki dönemde genel itibarile finansal piyasalarda işlem derinliğinin arttırılması hedef belirlenerek gelişim dönemi olarak nitelendirilen sürece adım atılmıştır. Ülke sermaye piyasasının gelişimi günümüze kadar devam etmekte, küresel dünyanın getirdiği piyasa yeniliklerini Azerbaycan'da da gerçekleştirmek için daha öncesinde kabul edilen faaliyetler, program ve mevzuat maddeleri bu yeniliklere uygun bir şekilde yeniden tasarlanmaktadır.

Sermaye piyasası ekonomi için fon kaynağı temin etmekle birlikte aynı zamanda aktif piyasa faaliyetlerinden kenarda kalmış fonların piyasaya kazandırılmasını ve ekonomik gelişime katkı sağlamayı hedeflemektedir. Sovyetler Birliği sonrasında bağımsızlığını kazanarak serbest piyasa ilkelerini uygulayan Azerbaycan'da da sermaye piyasası kanalıyla finansal piyasaların etkinleştirilmesini sağlamaya yönelik politikalar geliştirmiştir. Ekonomik kalkınmayı temin etmek adına yabancı yatırımcıların ülke finansal piyasalarına teşvik edilmesi ve sermaye piyasası aracılığıyla devletin ekonomik politikaları sayesinde fon fazlası olan piyasa katılımcılarının ekonomik faaliyetlerde bulunması amaçlanmıştır.

Yatırımları motive etmek, piyasanın etkinliğinin sağlanması dışında aynı zamanda sermaye piyasasının devletin ekonomik politikalarının hayata geçirilmesinde araç rolü üstlendiği de görülmektedir. Devlet finansal dalgalanmalara karşılık olarak hızlı ve etkin

şekilde sermaye piyasası araçları sayesinde piyasaya müdahale ede bilmekte, bununla da yaşana bilecek olumsuz ekonomik etkenler ortadan kaldırılmaktadır.

Bu çalışmada ele alınan temel amaç Azerbaycan Cumhuriyeti'nin bağımsızlığını kazandığı ilk yıllardan bu günümüze kadarki geçen sürede sermaye piyasasında yaşanan gelişmeleri ve bu süreçte kat edilen mesafeyi ortaya koymak, sermaye piyasası alanında yapılan çalışmaları, yetkili kurum ve kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen faaliyetleri incelemekle birlikte yıllara göre sermaye piyasası alt piyasalarının verilerinin incelenmesi sonucunda ülke sermaye piyasasının gelişimi ile ulusal ekonomi içindeki konumu hakkında değerlendirme yapmaktır.

Çalışmamız 4 bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde sermaye piyasası hakkında temel teorik bilgilere yer verilmekte, finansal piyasalar ve onların türleri, işleyişi hakkında fikir oluşturma adına gerekli bilgiler ifade edilmektedir.

İkinci bölüm, ülke sermaye piyasasının daha iyi anlaşılması ve ekonomi içindeki yerinin belirlenmesi adına Azerbaycan ekonomisi, onun temel makro ekonomik göstergeleri hakkında bilgileri sunmaktadır.

Üçüncü bölümde sermaye piyasasının faaliyetlerinde görev alan kurum ve kuruluşlar hakkında detaylı bilgiler ifade edilmekte, ayrıca devletin ekonomik politikaları içinde sermaye piyasasının yerinin belirlenmesi kanunlar, gelişim programları ve yasal mevzuatlar çerçevesinde değerlendirilmektedir.

Dördüncü bölümde ise Azerbaycan sermaye piyasasının alt piyasa verileri yıllara göre belirtilmekte ve bu veriler ışığında değerlendirilme yapılarak günümüze kadarki gelinen mesafe incelenmektedir. Böylece bu çalışmamızla Azerbaycan ulusal ekonomisinde ülke sermaye piyasasının gelecek perspektifleri hakkında fikir oluşturulmaktadır.

I BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR, İŞLEYİŞİ VE TÜRLERİ

Bu bölümde piyasa kavramı ve türleri hakkında bilgi verilerek ardından kısaca finansal piyasa kavramı ele alınıp günümüzdeki önemi, yapısı ve kendi içinde bölünmüş olduğu türleri ile para piyasası, para piyasası araçları olmakla aynı zamanda diğer bir finansal piyasa türü olan sermaye piyasası, sermaye piyasası araçları, fonksiyonları, onun ekonomik katkıları ve para piyasası ile sermaye piyasasının arasındaki ilişkiler incelenecektir.

1.1. Piyasa Kavramı

Piyasa kelimesini kökeni itibarile incelediğimizde İtalyan kökenli "Piazza" kelimesinden meydana geldiği görülmektedir.[1] Piyasa kavramı birçok tanıma sahip olmaktadır. Bu tanımlar içerisinde en geniş ve en yaygın olanı "Piyasa, ticareti yapılan çeşitli mal ve hizmetlerle bunları arz ve talep eden kişi ve kuruluşların bir araya geldiği ticari ortam" şeklinde ifade etmek mümkündür.[2] Taner ve Akkaya'ya göre bu tanım "*piyasa, alıcı ve satıcıların belirli bir fiyat üzerinde anlaştıkları yer veya süreç olarak tanımlanabilir*" şeklinde ifade edilmiştir.[3] Piyasada işlemler bazen fiziksel mekanlarda yapıla bileceği gibi diğer taraftan da fiziksel mekanlara bağlı olmasına gerek yoktur. Alıcı ve satıcı tarafları elektronik yolla ve ya dealing ve s. gibi yollarla iletişim kura biliyorlarsa bu da bir piyasa oluşumu demektir. Bu piyasalara örnek olarak uluslararası döviz piyasaları gösterile bilir. Nitekim bu piyasada da her iki taraf arasında dealing ve ya telefon ağı daha yaygındır.

Piyasalar bir ülke sınırlarında ola bilecekleri gibi ("domestic market" şeklinde ifade edilir) ayrıca bir ülkenin sınırları dışında ve uluslararası böyutta da mevcut ola bilmektedirler

[1] Haluk AYTEKİN, **Ansiklopedik Bankacılık ve Finansal Terimler Sözlüğü,** 1. Baskı, Ankara: Palme Yayıncılık, 2008, s. 681
[2] Gültekin RODOPLU, **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, 1. Baskı, İstanbul: Yaylım Matbaası, 1993, s.1.
[3] Berna TANER ve Cenk AKKAYA, **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler,** 3. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2016, s.1

("international market").[4] Piyasanın olumlu ve olumsuz olmak üzere çeşitli özellikleri mevcut olmaktadır. Olumlu özellikleri arasında:

- Piyasada meydana gelen fiyatın taraflara uyarı vermesi ve yeni seçimlere olanak tanıması
- Katılımcıların piyasada oluşa bilecek kar/zarar faktörünü kendi sorumluluklarında taşıması
- Farklı beklenti ve yönler sebebiyle oluşan çeşitliliklere ait mal ve hizmetlerin oluşturulabilmesi
- Piyasa ekonomilerinde oluşmuş şeffaflık

Olumsuz yönleri içinde ise:

- Piyasa tarafları arasında aynı eşdeğerliliğin olmaması ve ya aradaki eşitsizliği daha da büyütme eğilimi
- Bilgi manipülasyonu oluşturulması
- Kısa vadeli kazanc sebebiyle piyasada kısa vadeli işlemlerin öne çıkması
- Enformasyon iletilmesindeki gayri-şeffaflık ve ya gecikmelerin piyasa oluşumuna engel olması şeklinde nitelendirile bilir.[5]

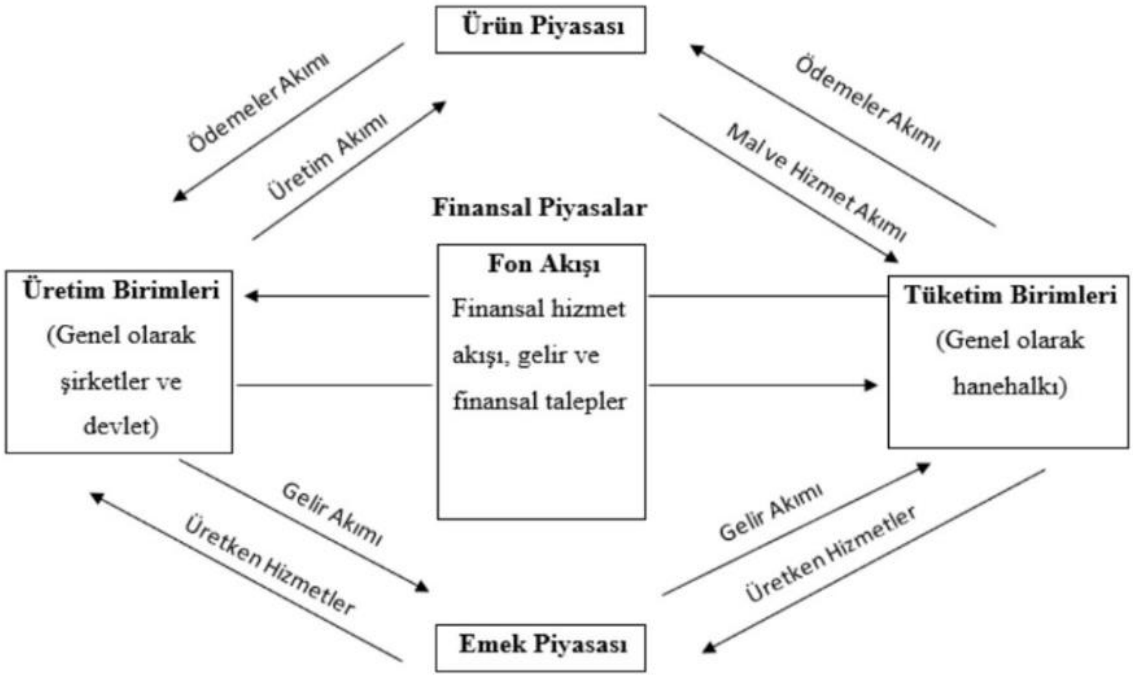
Ancak günümüzde piyasa kavramı sadece mal ve hizmetler bakımından arz ve talep edenleri bir araya getirmekle kalmamaktadır. Bunun yanı sıra fon fazlası olanlarla fon talep edenleri bir araya getiren piyasa türleri de bulunmaktadır.

1.2. Piyasa Türleri

Piyasalar reel piyasa ve finansal yani mali piyasalar olmakla iki gruba ayrılmaktadır. Reel (gerçek) piyasalar dediğimizde belirtildiği gibi mal ve hizmetlerin bir arada buluştuğu piyasa türü düşünülmektedir.

[4] AYTEKİN, **a.g.e.,** ss.681-682
[5] Selim SOYDEMİR ve Abdullah AKYÜZ, **Sermaye Piyasası ve Borsa Ekonomik Analiz, Kurumsal ve Yasal Yapı, Tarihçe ve Tanıklar,** 2. Baskı, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2016, ss.29-30

Rose ise çalışmalarında reel piyasayı iki ayrı piyasaya ayırarak: faktör piyasası ve ürün piyasası şeklinde nitelendirmiştir. Faktör piyasası, diğer adıyla emek piyasasında iş gücü, yönetsel beceriler ve diğer kaynaklar en yüksek fiyatları sunan birimlere ve kuruluşlara satılmaktadır. Ürün piyasasında ise nihai malların veya hizmetlerin tüketiciler, işletmeler ve kamu sektörü tarafından satın alındığı piyasadır. Tamamlanmış malların satışına odaklanmakta, ham ve ya diğer ara malzemeleri kapsayan ticareti içermemektedir. Tüketici birimleri gelirlerinin çoğunu faktör piyasalarından ürün pazarlarında mal ve hizmet satın almak için kullanırlar.[6] Finansal piyasalar ise fon fazlası olan kişi ve kuruluşların yapmış oldukları tasarruflarını fon eksiği olan bireylerin ve ya kuruluşların kullanımına sunduğu piyasa türüdür.[7]



Şekil 1. Ekonomik Sistemde Piyasa Türleri

[6] Peter ROSE, **Money and Capital Markets The Financial System in The Economy,** 1. Edition, U.S: Business Publications, 1983, s.s.6-7

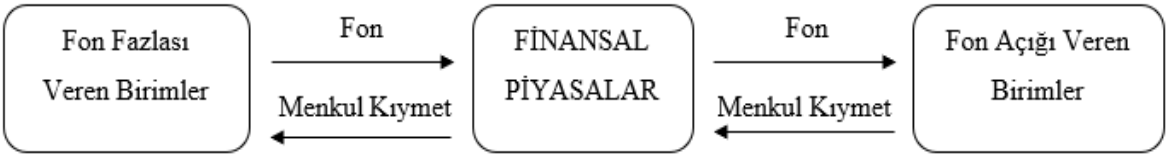
[7] İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu,** 21. Baskı, İstanbul: İMKB Yayınları, 2011, s.4

Kaynak: ROSE Peter, **Money and Capital Markets The Financial System in The Economy,** 1. Edition, U.S: Business Publications, 1983

1.2.1. Finansal Piyasa

Finansal piyasalar ekonomide her hangi bir finansal hakkı temsil eden araçların ticaretinin yapıldığı piyasa türüdür. Finansal piyasa fon fazlasıyla fon ihtiyacının bir araya geldiği piyasadır. Robinson'a göre finansal piyasalar, her bir ekonomik birimin, yatırım kararından elde edilen gelirden tasarruf kararını ayırmasına izin verir. Finansal piyasalarda borç verme, bir kişinin üretime yatırım yapmak zorunda kalmadan tasarruf etmesini mümkün kılar. Bu nedenle finansal piyasada borçlanma, gelirden tasarruf etmek zorunda kalmadan bu araçlara yatırım yapmayı ve onları finanse etmeyi hedef olarak amaçlamaktadır.[8]

Ekonomik olarak elde ettiği gelirden geriye tasarruf sağlayanlar meydana getirdikleri tasarruf fazlasını en yüksek getiri sunan araçlara yöneltirken bunun tam tersi olarak bu tasarruflara ihtiyaç duyan taraflar en düşük maliyetle bu tasarrufları kendilerine çekmenin arzusundadırlar. İşte her iki tarafın ortak fiyatta anlaşa bildiği nokta finansal piyasaların denge noktasında kesişmesini göstermektedir.



Şekil 2. Finansal Sistemin İşleyişi
Kaynak: GÜNAL Mehmet, **Para Banka ve Finansal Sistem,** 2. Baskı, Ankara: Yeni Dönem Yayınları, 2007

[8] Roland ROBINSON and Dwayne WRIGHTSMAN, **Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth,** 2. Edition, McGraw-Hill Companies, 1981, s.4

Finansal sistemin stabil şekilde çalışması fonların daha efektif alanlara yönlendirilmesini temin etmekte, bu sebepten giderek azalma gösteren risk primi sebebiyle ekonomik gelişime ve büyümeye büyük katkı sağlamaktadır. Diğer taraftan finansal sistemin parçası olan kuruluşların meydana gelmesi piyasa katılımcılarının bunlardan yararlanarak ellerindeki kaynakları geleneksel sektörlerden daha yenilikçi alanlara yönlendirmesi ve bu sektörlerdeki yatırımları teşvik etmesine oluşum sağlamaktadır. Gelişme sürecinde olan ülke ekonomilerinde bu denli finansal kuruluşların yetersiz olma sebebi bu kuruluşların vermiş olduğu hizmetlere talebin düşük düzeyde olmasıdır.[9]

Finansal piyasanın fonksiyonlarını aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür:

- Fonun piyasa katılımcıları arasında akışını temin etmek
- Menkul kıymetleri likiditeye çevire bilme
- Menkul kıymetlerin fiyatını oluşturmak
- Ekonomik kaynakları ve fonları meydana getire bilmek[10]

Sarıkamış'a göre finansal piyasaların ilaveten aşağıdaki özellikleri bulunmaktadır:

- "Tasarrufu özendirmek ve arttırmak, böylece sermaye birikimi sağlamak"
- "Ülke fonlarının etkin kullanımını olanaklı kılmak"[11]

Ancak fon akışı bu kadar sade ve kolay yapıda olmamakta, finansal piyasalarda sadece fonu arz eden ve bu fona ihtiyaç duyan kısımdan oluşmamaktadır. Yatırımını doğru değerlendirmek isteyenler bu fonlarını doğru yönde kullana bilmek, oluşa bilecek risklerde fonlarını koruya bilmek amacıyla bu fonun akışına destek sağlayan, risk yönetimini

[9] SOYDEMİR ve AKYÜZ, **a.g.e.,** ss.54-55
[10] Necmettin ÖZARSLAN, "Türk Sermaye Piyasasında Aracı Kuruluşların Rolü ve Etkinliği",(**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,** Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010), s.5.
[11] Cevat SARIKAMIŞ, **Sermaye Pazarları,** 3. Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları, 1998, s. 20

profesyönel şekilde bilen uzman kurumlardan destek almaktadırlar.[12] İşte bu noktada finansal piyasaların düzenli ve akıcı bir şekilde devamlı çalışması için aşağıdaki unsurlara ihtiyaç vardır. Bu unsurlar bir bütün olarak finansal sistemi meydana getirmektedirler[13]:

- Tasarruf sahipleri: Bir başka değişle fon arz edenler olarak ifade edilir. Bu unsurların en önemlisi olarak düşünüle bilir, çünkü tasarruf sahipleri olmadan finansal piyasaların varlığı mümkün olamaz. Tasarruf eden yani ödünç veren taraf hanehalkı olabileceği gibi aynı zamanda şirketler, devlet ve yabancılar da ola bilir.

- Yatırımcılar: Diğer bir ifadeyle fona ihtiyaç duyanlar olarak nitelendirile bilir. Yine aynı şekilde fona ihtiyaç duyan taraf bireyler ola bileceği gibi devletler, şirketler ve yabancılar da ola bilmektedir.

- Yatırım/finansman araçları: Finansal piyasalarda araç olarak kullanılan kıymetler olarak tanımlanır. Finansal piyasa bu kıymetler üzerinde kurulmuştur. Tasarruf sahipleri yatırım ve finansman araçları elde ederek fonlarını ihtiyaç duyanlara yönlendirir, yatırımcılar ise bu araçlar yoluyla kendi finansal ihtiyaçlarını kolaylıkla karşılaya bilir. Yatırım ve finansman araçlarına örnek olarak para, sosyal güvenlik fonları, tahvil ve hisse senetleri gibi araçlar gösterilebilir.

- Yardımcı kuruluşlar: Fonların akımına aracılık yapacak olan kuruluşlardır. Bunlara örnek olarak bankalar, aracı kuruluşlar, menkul kıymet borsaları, yatırım ortakları gibi ve s. yardımcı kuruluşlar vardır. Bu kuruluşlar fonların etkin ve hızlı bir şekilde arz edenlerle o fonu talep edenlerin buluşmasını sağlarlar.

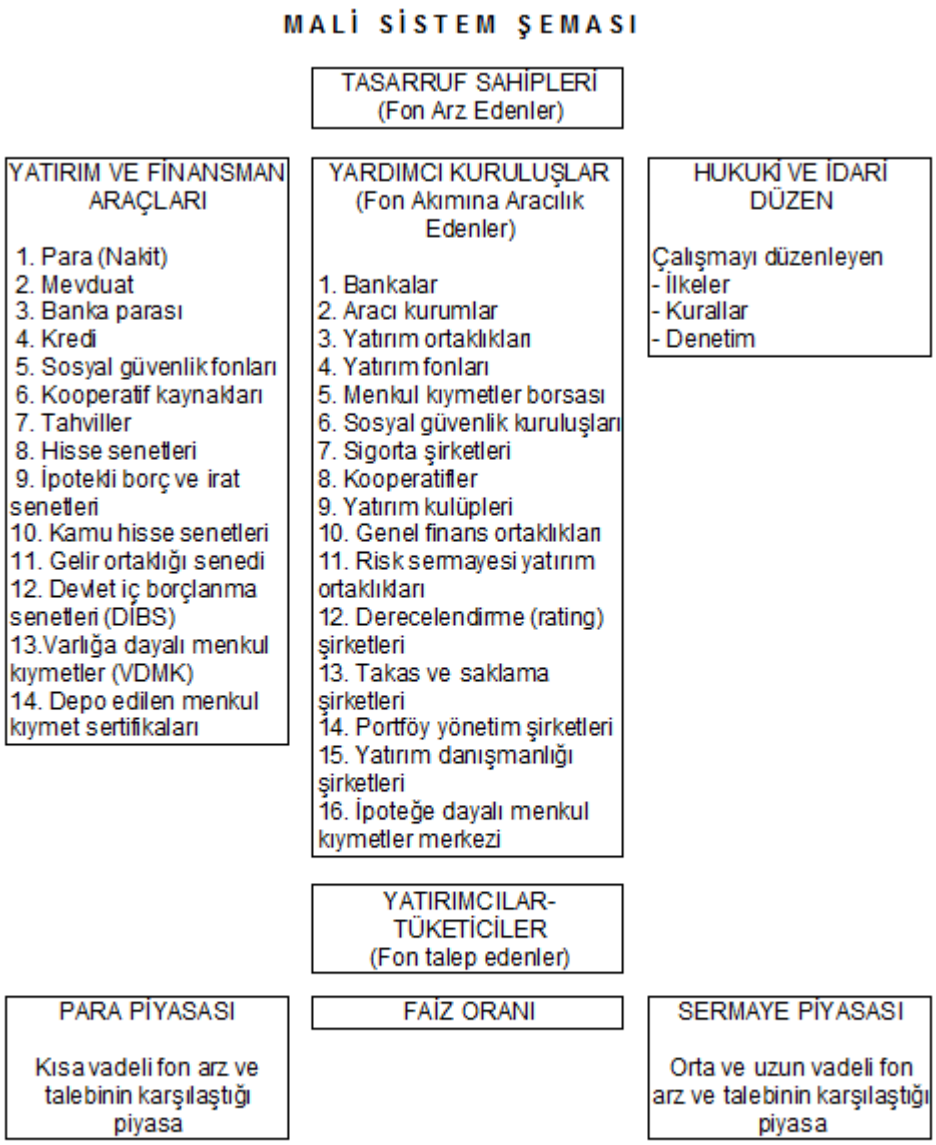
[12] Yılmaz AYDIN, "Finansal Piyasalar", Aysel GÜNDOĞDU (Ed.), **Finansal Piyasalar ve Kurumlar Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bakış** içinde (49-78), Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016, ss.49-50
[13] Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, **Finansal Piyasalar,** İstanbul, 2014, s.4

- Hukuksal ve idari düzenleme: Bu düzenlemeler finansal piyasaların kusursuz ve etkin çalışmalarını sağlayan temel ilkeler toplusudur. Her alanda hukuki düzenleme olduğu gibi finans sektöründe de işlemlerin hukuki düzende sağlanması gerekmektedir. Hukuksal düzenlemelere örnek olarak denetim, tüzükler, kanunlar ve s. gösterile bilir.

Yukarıdaki belirttiğimiz unsurları da katarak genel bir tanımla finansal sistemi ifade edersek:

"Fona ihtiyaç duyan kişilerlerle (ve/ve ya kuruluşlarla) fonunu arz etmek isteyen kişilerin (ve/ve ya kuruluşların) bir araya etkin şekilde gelmesini sağlamaya çalışan yardımcı kuruluşlarla hukuksal ve idari düzenleme ile oluşturduğu kurallardan meydana gelen yapıya finansal (mali) sistem adı verilir".[14]

[14] T.C. Milli Eğitim Bakanlığı, Sermaye Piyasası Faaliyetleri, 2011, http://megep.meb.gov.tr/mte_program_modul/moduller_pdf/Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Faaliyetleri.pdf (14/02/2018) ss. 3-5



Şekil 3. Finansal Sistem Şeması
Kaynak: İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu,** 21. Baskı İstanbul: İMKB Yayınları, 2011

1.2.1.1. Para Piyasası

Finansal sistem birimleri kendi içlerinde borçlanma sebepleri, borçlanma vadeleri bakımından çeşitlilik içermektedirler. Böylece finansal piyasalar kendi içeriğinde değişebilmekte ve çeşitli alt başlıklarla konu ele alınmaktadır. Finansal piyasaların alt başlıklı bir piyasalarından biri olan para piyasası vade olarak bir yıl ve ondan daha kısa süreleri kapsayan fonların arz-talebinin karşılaşıldığı piyasa türüdür. Para piyasasından sağlanan fonların süresi en fazla bir yıla kadar sürebilmekte ve kurumların çalışanlarının ücretlerinin ödenmesinde, şirketlerin stoklarını yenileme işlerinde, faaliyet giderlerinin karşılanmasında ve diğer sermaye gereksinimlerinin giderilmesinde önemli katkı sağlamaktadır.

Para piyasası bunların yanı sıra geçici olarak nakit bolluğu yaşayanlarla geçici olarak fon ihtiyacı olanların karşılaşa bildiği ortamdır. Süre bir gün ola bileceği gibi bu süre bir yıla kadar da ulaşa bilmektedir. Para piyasasıdan fonun giriş-çıkışı arasındaki boşluğu minimalize etmek, giderlerin gelirleri aştığı durumlarda kısa dönemli krediler sayesinde bu farkları kapatmak, ayrıca nakit fazlalığı oluşan zamanlarda da bu fon fazlasından faiz geliri elde etmek amacıyla kullanılmaktadır. Bu nedenle para piyasasının temel kaynağı tasarruf sahiplerinin bankalarda tutmuş oldukları mevduattır. Para piyasasında süre kısa olması sebebiyle faizler ve risk oranları diğer piyasalara göre daha düşük ölçektedirler.[15] İyi çalışan para piyasası daha uzun dönemleri içeren piyasanın oluşturulmasında ön ayak rolünü oynar. Çünkü para piyasası likidite durumu bir diğer tabirle yatırım için hazır fonun olması durumunda bir değer-fiyat meydana getirir. Uzun dönemli menkul kıymetler için kısa dönemli faiz dereceleri önemli gösterge olarak düşünülür. Bu sebeple para piyasası daha likit ve dolaşımı yüksek ise finansal piyasa katılımcıları uzun dönemli işlemler yerine kısa dönemli işlemler yapma ihtimaline sahip olur ki böyle olduğu takdirde uzun dönemlerde yatırım oranlarında düşüşe sebebiyet olur. Aktif para piyasalarının var olmamaları durumunda ise piyasa katılımcıları, uzun dönemli faiz derecelerinin uygun olduğuna güven

[15] TANER ve AKKAYA, **a.g.e.,** s.6

hiss etmez ve arzu ettiklerinde kendilerinde bulundurdukları finansal değerleri paraya dönüştürebilmede şübhe içerisine girerler.[16]

Para piyasasının esas ekonomik işlevi, ekonomik birimlerin likidite durumlarını ayarlayabilmeleri için efektif bir araç rolünü oluşturmasıdır. Genel olarak her ortak birim, finansal kurum, ticari şirket veya devlet kuruluşu sürekli bir likidite yönetimi sorununa sahiptir. Sorun, nadiren nakit girdilerinin zamanlaması ve nakit harcamaların muhtemel bir şekilde senkronize olmasından kaynaklanır. Para piyasası araçları, ekonomik birimlerin nakit gelirleri ve nakit harcamaları arasındaki uçurumu azaltarak likidite problemlerini çözmelerini sağlar. Örneğin, bir işletmenin geçici nakit fazlası vardır. Parayı bir çek hesabına bırakmak yerine, firma para piyasalarına 1 ila 30 günlük bir süre boyunca ya da gerekirse daha uzun süre yatırım yapabilir ve piyasa faiz oranını kazanabilir. Tam aksi bir durumda, bir banka, ticari kuruluş ve s. yasal rezerv şartlarını karşılamak için geçici olarak nakit rezervlerinin yetersiz kalması durumunda, bu geçici ihtiyacı karşılamak için para piyasasına gidebilir.[17]

Para piyasasında ihtiyaç duyulan fon kaynakları genellikle ülke içinden karşılanmaktadır. Ancak bunun yanı sıra bu kaynaklar bazı durumlarda yabancı kaynaklarla da temin edile bilmektedir. Para piyasası bir çok durumlara göre değişiklik göstere bilir. Bunlara örnek olarak ülkenin bulunmuş olduğu konjenktürel durum, politika, ekonomik değişkenleri göstermek mümkündür.[18]

Para piyasası menkul kıymetleri genellikle, daha uzun vadeli menkul kıymetlerden daha yaygın olarak işlem görmektedir ve dolayısıyla daha likit olma eğilimindedir. Ayrıca, kısa vadeli menkul kıymetler, uzun vadeli menkul kıymetlerden daha küçük dalgalanmalara sahiptir ve bu da onları daha güvenli yatırımlar yapmaktadır. Sonuç olarak, şirketler ve bankalar bu piyasayı aktif olarak kullanarak, sadece geçici olarak bekletdikleri fazla fonları faiz elde etmek için kullanıyorlar.[19]

---

16 Marc LEVİNSON, **Finansal Piyasalar Kılavuzu,** Cengiz YAVİLİOĞLU, İlhan EGE ve Gülüzar KURT (çev.), Ankara: Liberte Yayınları, 2007, ss.55-56

17 David KIDWELL and Richard PETERSON, **Financial Institutions, Markets and Money,** 4. Edition, Dryden Press, 1990, ss. 485-486

18 Ayfer Yıldırım ÖKÜZCÜ, "Sermaye Piyasası ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsasının Gelişimi",(**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,** Hacette Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1994), s.11

19 Frederic S. MISHKIN, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets,** 4. Edition, U.S: Harper Collins College Publishers, 1995, s.26

Para piyasalarının ekonomik rolü göz önüne alındığında - likidite düzeltmelerini sağlamak - para piyasası araçlarının genel özelliklerini ve bunları çıkarabilecek firma türlerini anlamak zor değildir. Özellikle, para piyasası araçlarına yatırım yapan insanlar mümkün olduğunca az risk almak istemektedir. Dolayısıyla, bu araçlar :

(1) düşük temerrüt (iflas) riskine,

(2) kısa vadeye ve

(3) yüksek pazarlanabilirliğe (likiditeye) sahip finansal alacaklardır.[20]

Para piyasası likiditesi yüksek olduğundan bu piyasa araçlarına aynı zamanda para benzeri (near moneys) ifadesi de kullanılır. Bu piyasada katılımcılar bilgiye çeşitli araçlarla (mesela telefon, internet ve s.) ulaşa bildikleri için rekabetin en fazla olduğu piyasa türüdür. Yatırımcılar ulusal düzeyde olduğu gibi uluslararası boyutlarda da yatırım yapma imkanı elde ede bilmektedirler. Ancak uluslararası düzeyde yatırım kendiyle beraberinde faiz ve döviz kuru riskini getirmektedir. Risklerin yanısıra uluslararası piyasa değişik faiz oranları, vergi muafiyyetleri gibi avantajlar sebebiyle gitgide yükselmekte ve işlem miktarı artmaktadır. Para piyasası araçları bireyler ve özellikle finansal kuruluşlarca kar getirisi sağlamak amacıyla aynı zamanda da likidite talebini karşılamak için satın alınmaktadır. Piyasada büyük oran itibarile kurumlar işlem gerçekleştirdiği için ortalama işlem üst seviyededir, ayrıca işlemler iletişim ağı yoluyla gerçekleşmektedir.[21]

Para piyasasında işlem gören araçlar genel itibarile hazine bonoları, mevduat sertifikaları, finansman bonoları, repo sözleşmeleri, banka bonoları şeklinde sıralanabilir. Para piyasasında finansal araçlar sermaye piyasasında ticareti yapılan aralara kıyasla daha yüksek likiditeye sahiptir ancak getiri itibarile daha düşük düzeydedirler.[22]

[20] KIDWELL and PETERSON, **a.g.e.,** s.486
[21] Mehmet GÜNAL, **Para Banka ve Finansal Sistem,** 2. Baskı, Ankara: Yeni Dönem Yayınları, 2007, s.24
[22] GÜNAL, **a.g.e.,** s.20

Tablo 1. Para Piyasası Araçları

PARA PİYASASI ARAÇLARI	İHRAÇ EDEN KURULUŞLAR
Hazine Bonoları	Hükümetler
Mevduat Sertifikaları	Bankalar ve Tasarruf Kuruluşları
Finansman Bonoları	Bankalar, Finansman Şirketleri ve Diğer Şirketler
Eurodolar Mevduat	Uluslararası Bankalar
Kabul Kredisi	Bankalar
Merkez Bankası Fonları (Bankalararası Piyasa)	Mevduat Kurumları
Repo Sözleşmeleri	Firmalar ve Finansal Kuruluşlar

Kaynak: GÜNAL Mehmet, **Para Banka ve Finansal Sistem,** 2. Baskı, Ankara: Yeni Dönem Yayınları, 2007

1.2.1.2. Sermaye Piyasası

Finansal piyasanın türlerinden bir diğeri de sermaye piyasasıdır. Sermaye piyasası pay senedi gibi ortaklık sağlayan ve ya bono, tahvil türü alacaklık senedi oluşturan yatırım araçlarıyla tasarruf sahiplerinden fon ihtiyacı duyanlara kaynak temin eden piyasadır. Bu piyasada da kaynaklar genel itibarile tasarruf sahiplerinin birikimlerinden oluşmaktadır.[23] Sermaye piyasasının temeli İtalyada Floransa, Cenova gibi şehir devleti kuruluşlarının çıkarmış olduğu borçlanma araçlarına kadar gitmektedir. 12. yüzyılın sonlarında savaşların finansmanında kullanılan, ismine "prestiti" adı verilen faiz ödemeli vadesiz senetleri örnek göstermek mümkün. Daha sonradan 14. yüzyılın sonlarına kadarki süre boyunca Venedik şehir devleti tarafından sorunsuz şekilde ödenen bu araçlar uzun dönemi kapsayan yatırım araçlarına dönüştü ve diğer Avrupa ülkelerine kadar ulaştı. Modern anlamda sermaye piyasaları ise 18. yüzyılın başlarında ilk borsa olarak kabul gören Amsterdam Borsasının

[23] Turgay MÜNYAS, **Türkiye'de Sermaye Piyasasının Yapısı ve İşleyişi,** 1. Baskı, Bursa: Ekin Yayın, 2015, s.7

kurulması ile başlamıştır. Böyle bir borsanın kurulmasının en büyük avantajı likiditenin kolay sağlanması ve fiyat belirlenmesinin yeknesak olarak oluşmasını sağlanması idi. Sermaye piyasasının ilerlemesinde bir başka esas olay da "Sanayi Devrimi" olarak adlandırılan sanayileşme ve büyük boyutlarda üretimin makinalar aracılığıyla yapılmasıdır. Bu durumda sermaye ihtiyaçları artmış, büyük projelerin finansmanında söz konusu şirketler menkul kıymetler arz ederek sermaye ihtiyaçlarını karşılamaya çalışmışlardır.

Sermaye piyasasının oluşum ve gelişimi belirtilen durumlarla ilgili olarak orta çağa kadar gitse de gelişmiş ve sağlam altyapıya sahip sermaye piyasasının doğuşu 20. Yüzyılın başlarına tesadüf etmektedir. ABD'de "Blue Sky Laws" adlı kanunların kabul edilmesi ve sermaye piyasası araçlarının emisyonu için iznin kabulu ve ayrıca Büyük Buhran olarak isimlendirilen 1929 krizi ardından yürürlüğe konulan "Securities Act of 1933" kanunla izin sisteminin yerine kamuyu aydınlatma ilkesinin benimsenmesi olmuştur.

Günümüz dönemini kapsayan zaman zarfında ise 2001 yılı Enron krizi, 2008 yılı küresel krizinin yaşanması sermaye piyasası alanında yasal düzenlemelerin, yeni sistemlerin geliştirilmesini beraberinde getirmiştir. [24]

Sermaye piyasası bir yıldan daha uzun dönemi kapsayan ve devamlı fonların ticaretinin yapıldığı piyasalardır. Süresi bir yıldan daha az olan ve vadesiz fonların hareketi sermaye piyasası ile ilgili görülmemektedir. Para piyasası ve sermaye piyasası birbiriyle çok yakın piyasa oluşturmakta, kredi arzı ve talebine göre para piyasasına ait her hangi bir işlem sermaye piyasasına ve ya tam tersi şekilde sermaye piyasasında ait bir işlem para piyasasına geçiş yapa bilmektedir. Böyle oldukta sermaye piyasasını orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebinin yardımcı kuruluşlar aracılığıyla hareket sağladığı piyasa olarak nitelendirmek mümkündür. [25]

Sermaye piyasasının belirli faaliyetleri vardır. Belirlenmiş olan bu faaliyetler sermaye piyasasında lisansı olan ve izne bağlı olarak çalışan kurumlar tarafından

[24] Tekin MEMİŞ ve Gökçen TURAN, **Sermaye Piyasası Kanunu,** 3. Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları, 2017, ss.19-22
[25] TANER ve AKKAYA, **a.g.e.,** s.6

yürütülmektedir. Bu faaliyetler ayrıca sermaye piyasası kanunuyla da belirlenmiş çerçevede olan faaliyetler bütünüdür, aynı zamanda esas ve yan faaliyet olmak üzere iki katergoride değerlendirilmektedir.

Esas faaliyetler :

- Ülke sermaye piyasası denetleyici otoritesinde kayda alınan sermaye piyasası menkul kıymetlerinin halka arzına aracılık
- Önceleri ihraç edilmiş sermaye piyasası menkullerinin aracılık maksadıyla ticareti
- Portföy yönetimi
- Menkul kıymetlerin taahhütle alış-satışı
- Yatırım danışmanlığı
- Ticaret sistemlerinin ve borsa dışında pazar yerlerinin işletilmesi[26]

Yardımcı faaliyetler :

- Piyasayla ilgili danışmanlık sunmak
- Menkul kıymetlere dair işlemlerle alakalı yatırım imkanlarının araştırılması ve analizi
- Finansal aracılık hizmetleri
- Yatırım faaliyetleriyle ilgili ödünç/kredi verilmesi ve döviz işlemleri sunma[27]

Sermaye piyasasını diğer piyasalardan farklı kılan üç esas kriter bulunmaktadır. Bunlardan ilki vade yapısıdır. Bahsedildiği üzere sermaye piyasalarında vade bir yıl ve daha üzeri süreyi kapsıyor. İkinci kriter fon aktarım mekanizmasıdır. Çünkü sermaye piyasasında genel itibarile doğrudan aktarım hakimdir. Fon arz edenler bu fona ihtiyaç duyanları bilirler. Pay piyasasında finansmanı doğrudan aktarıma örnek göstere biliriz. Son olarak ise kamuyu aydınlatma kriteridir. Bu kural piyasa içerisinde en önemli kural olarak kabul edilmektedir. Çünkü kamuyu aydınlatma kriteri diğer koşullara ışık tutmakta, sermaye piyasasında güven

[26] İMKB, **a.g.e.,** s.41
[27] Ethem SANCAK, **Sermaye Piyasası Sözlüğü: Önemli 101 Kavram,** 1. Baskı, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2014, ss.80-81

oluşturmada önemli paya sahip olmaktadır. Özellikle halka açık anonim şirketler için bu kural bir yükümlülük oluşturmaktadır. [28]

Sermaye piyasası menkul kıymetlerinin (ya da fonların) başlıca tedarikçileri şirketler ve hükümetlerdir. Bu menkul kıymetler için hane halkı en büyük fon kaynağıdır. Daha uzun vadeleri göz önüne alındığında, bu araçlar ticaret yaptıkları piyasalarda para piyasası araçlarından daha fazla fiyat dalgalanmaları yaşarlar. Örneğin herşeyin sabit olduğu varsayıldığında, uzun vadeli borçlanma araçları, faiz oranlarındaki bir değişim için kısa vadeli borçlanma araçlarından daha geniş fiyat dalgalanmaları yaşamaktadır.[29]

Sermaye piyasasının gelişimi için aşağıda gösterilen unsurlara ihtiyaç vardır:

- Tasarruf seviyesinin yüksek düzeyde olması
- Şirketlerin uzun vadeli fonlara gereksinim duyması
- Anonim şirket sayısının artması ve halka açılma
- Sermaye piyasası katılımcısı olan kurumların üst düzeyde gelişme göstermesi
- Bu alanda uzman yetişmiş kişi ve kuruluşların mevcut olması
- Yeterli düzeyde hukuki düzenlemelerin olması
- Menkul kıymetlere ve diğer sermaye piyasası araçlarına yatırımı mümkün kılacak uygun ortamın oluşturulması[30]

Sermaye piyasasının genel araçları hisse senetleri ve tahvillerdir. Hisse senetleri, diğer adıyla pay senetleri, şirketler tarafından çıkarılıp sermayenin belirli kısmını temsil ederek sahibine kazanç sağlamayı amaçlayan menkul evrak iken tahviller özel ve ya devlet kesiminin borçlanarak orta ve daha uzun dönemde fon sağlamayı amaçladığı borç senedidir. Tahviller, fon sahipleri açısından pay senetlerine oranla daha az riske sahip oldukları için riskden korunmaya çalışan yatırımcılar için daha cazip kabul edilmektedir. Fon talep edenler

[28] SANCAK, **a.g.e..**, s. 75
[29] Anthony SAUNDERS and Marcia CORNETT, **Financial Markets and Institutions,** 5. Edition, U.S: McGraw Hill Publish, 2012, s.6
[30] MÜNYAS, **a.g.e.,** s.7

açısından ise tahvil maliyetinin pay senedi maliyetlerine kıyasla daha düşük düzeyde olması ve faiz ödemelerinin vergi matrahından düşülebilmesi, dolayısıyla fonlama maliyetinin de düşmesine sebep oluyor. Hususen enflasyonun yüksek olduğu zamanlarda paranın satın alma gücünün zayıflaması sebebiyle daha da kazançlı çıka bilmekteler.[31] Sermaye piyasası kendi içerisinde işlemlerine göre, belirli bir pazar yerinin olup olmamasına göre alt kategorilere ayrılmaktadır.

Tablo 2. Sermaye Piyasası Araçları

ARAÇLAR	İHRAÇ EDEN	VADE
Devlet Tahvilleri	Hükümetler	1-30 yıl
Belediye Tahvilleri	Belediyeler	10-30 yıl
Şirket Tahvilleri	Şirketler	10-30 yıl
İpotek Senetleri	Bireyler ve Şirketler	15-30 yıl
Hisse (Pay) Senetleri	Şirketler	-

Kaynak: GÜNAL Mehmet, **Para Banka ve Finansal Sistem,** 2. Baskı, Ankara: Yeni Dönem Yayınları, 2007

1.2.1.2.1. Sermaye Piyasası Türleri

Sermaye piyasasında işlemler fonların ve araçların aktarılma şekillerine, ilk kez ve ya tekrar alınıp satılmasına, piyasanın örgütlenme şekillerine göre çeşitlilik gösteriyor. Menkul kıymetlerin alım-satım işlemleri açısından sermaye piyasasını birincil piyasa, ikincil piyasa, üçüncül piyasa ve son olarak dördüncül piyasa şeklinde kategorilere ayırmak mümkün.

Birincil piyasa - Menkul kıymetlerin fona ihtiyaç duyanlar tarafından ilk kez ihraç edilerek fon arz edenlere satıldığı ilk el sermaye piyasası türüdür. Birincil piyasalarda fon

[31] Elif EREN, "Finansal Piyasalar Düzenlemeleri", Aysel GÜNDOĞDU (Ed.), **Finansal Piyasalar ve Kurumlar Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bakış** içinde (117-124), Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016, ss.122-123

ihtiyacı duyanlar çıkarttıkları menkul kıymetler aracılığıyla sermaye ihtiyaçlarını gidermiş olurlar. Bu sebeple birincil piyasanın temel işlevi, binalar, ekipman ve envanter gibi yeni yatırımı desteklemek için şirketin finansal sermayesinin yükseltilmesidir.[32] Birincil piyasalarda fon arz edenlerle talep edenler arasında bankaların ve ya diğer aracı kuruluşların aracılık etmesi bu piyasanın birincil piyasa olarak kabul görmesine engel oluşturmamaktadır.[33]

Birincil piyasalar toplum açısından fazla bilinen piyasa değildir. Bu piyasada menkul kıymetlerin ticaretine yardımcı olan en esas kuruluş yatırım bankalarıdır (investment banks). Bu tür bankalar bir işletmenin ihraç ettiği finansal varlığa fiyat garantisi sunmakta ve ardından piyasada ticaretini yapmaktadır. Bu işlem underwriting işlemi olarak adlandırılmaktadır.

İkincil piyasa – İhraç sonrası finansal varlıkları satın alan sahiplerinin bu menkul varlıkları nakte çevirmek arzusunda oldukları zamanda başvurdukları likidite sağlayıcı piyasadır. Anlaşıldığı üzere ikincil piyasalarda fonlar menkul kıymetleri ihraç eden şirket ve kuruluşlara değil, finansal varlıkları bu kuruluşlardan satın alarak sonradan satmak isteyi duyan tarafla bu menkul kıymeti satın alanlar arasında gerçekleşen piyasadır. Böyle oldukta ikincil piyasa, finansal varlıkların likiditesini arttırarak birincil piyasa için talep oluşturur ve kalkınmasını sağlar. İkincil piyasalarda en iyi teşkilatlanmış kuruluş borsalar olmaktadır. İkincil piyasalar, geniş yaygınlığı sebebiyle sermaye piyasası içinde piyasa türü olmaktan çıkarak kendisi menkul kıymetler piyasasını meydana getirmiştir. Çünkü burada ticareti yürütülen menkul kıymetler bir anonim şirketin finansal aracı olmaktan çıkmış, başlı başına mal ticareti gibi yürütülmektedir.[34]

Birincil piyasa, ikincil piyasa tarafından sağlanan likiditeden büyük ölçüde yararlanmaktadır. Çünkü yatırımcılar, ikincil piyasada daha sonra finansal varlıkları satamayacaklarını düşündükleri takdirde, birincil piyasada menkul kıymetler elde etmekten

---

32 ROSE, **a.g.e.,** ss.16-17

33 Güran YAHYAOĞLU ve Murat KORKMAZ, "TC Merkez Bankası, Sermaye Piyasası Kurulu ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun Kamu Kesiminde Finansal Piyasalara Müdahalesinin, Bankacılık Hukuku Açısından Değerlendirilmesi", [Electronic Version] *Akademik Bakış Dergisi,* 2012, Sayı: 28, (24/12/2017), s. 4

34 Sudi APAK ve Engin DEMİREL, **Finansal Yönetim Cilt 1. Sermaye Piyasaları,** 1. Baskı, İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim, 2009, ss.23-24

çekinmektedirler. Yani, aktif bir ikincil piyasa olmadan, birincil piyasadaki potansiyel hisse senedi veya tahvil ihraççıları, önemli likidite riski için yatırımcıları tazmin etmek amacıyla daha yüksek bir getiri oranı sağlamak zorunda kalacaklardır.[35]

Bütün bunlar göz önüne alındığında ikincil piyasaların 3 önemli fonksiyonu bulunmaktadır. Bunlar:

- Likidite Fonksiyonu : Finansal varlığı elinde bulunduran tarafın acil nakit ihtiyacında ve ya elindeki varlığı başka daha karlı yatırım araçlarıyla değiştirmek istediğinde bu finansal varlığı sata bilme imkanının olması
- Fiyatın Belirlenmesi Fonksiyonu : Birincil piyasada ticaret yapmaya başlayacak finansal varlığın fiyatı belirlendikte ikincil piyasada ticareti yapılan menkul değerin fiyatı da göz önüne alınır. Çünkü birincil piyasadan alınan menkul değerin ikincil piyasada satışı zamanı aldığı fiyattan daha düşük fiyatla satışı imkanı bu menkule olan ilgiyi azaltacaktır.
- Vade Belirleme Fonksiyonu : Borçlanma araçlarının emisyonunda birinci piyasadaki aracın vadelerini ikinci piyasada ticareti yapılan borçlanma aracının vadeleri belirler.[36]

Üçüncül piyasa – Borsada kayıtlı pay senetlerinin borsadan kenarda ticareti yapılmasıyla oluşan piyasadır. Bu piyasa tezgahüstü (over the counter) piyasa olarak da ifade edilir. Özel olarak Amerika Birleşmiş Devletlerinde (ABD) geniş kapsamda yaygınlışmış bu tür tezgahüstü piyasalar ticaret işlemleri her hangi bir mekana bağlı kalmaksızın eşitli araçlarla mesela telefon, internet ağı ve s. ile yapılmaktadır.[37] Üçüncül piyasalarda satıcı kısmında borsa brokerliği lisansı olmayan kurum ve kişiler olmaktadır. Bu kişi ve kurumlar alıcılar için kayıt tutma ve uygulama hizmetleri verirler. Bu piyasada satıcılar küçük komisyonla müşteri hizmetleri desteği sağlayarak üye aracılarla rekabet oluştururlar. Üçüncül piyasanın yatırımcı tarafları finansal araç ticaretinde fiyat hassasiyeti olan ve üyeliği bulunmayan broker kuruluşları arayan büyük nitelikte kurumsal yatırımcıdır.

---

35 Frank REILLY and Edgar NORTON, **Investments,** 6. Edition, Canada: Thomson South-Western Publish, 2003, s. 179
36 MÜNYAS, **a.g.e.,** ss. 9-10
37 Melikşah YASİN, "Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri", (**Yayınlanmamış Doktora Tezi,** Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002), s.20

Dördüncül piyasa – Bir finansal varlığın "yatırımcıdan yatırımcıya" şeklinde doğrudan aktarımının yapıldığı, taraflar arasında iletişim şebekesi ile oluşan bir piyasa türüdür. Burada yıllık ödeme ve ya çok düşük komisyonlar söz konusu olduğu için aktarım maliyetleri düşük düzeyde kalmaktadır. Taraflar pazarlık usulü ile daha uygun fiyat belirleye bilmekte bu da işlemi hızlandırmaktadır. Bu piyasada da telefon ve ya internet ağı oldukça yaygındır. Sistemde taraflar bir-birlerinin kimliklerini öğrenmeden ticari işlemlerini yerine getirebilmektedirler. Bu piyasada işlemler daha çok üst düzey yani kurumsallaşmış yatırımcılar arasında gerçekleşmektedir.[38]

Sermaye piyasasında bir diğer piyasa ayrımı piyasanın örgütlenme durumuna göre yapılanma şeklidir. Bu tür bir ayrıma konu olan piyasalar organize piyasa ve organize olmayan piyasa şeklinde de ifade edilmektedir.

Organize piyasalar – Sermaye piyasasında yapılan ticaretin belirli kurallar içerisinde gerçekleşdiği piyasadır. Bu piyasaların belirli mekanları, üyeleri, genel kabul görmüş kural, yasa ve yöntemleri mevcuttur. Örgütlenmiş piyasalarda piyasaya etki ede bilecek bilgiler fon arz edenler tarafından rahat bir biçimde elde edile bilmektedir. Tam rekabetin var olmasıyla piyasa taraflarının tek başlarına piyasaya etki edebilme iradesine sahip olmaması bulunmaktadır. Organize piyasalar sadece sermaye piyasasını değil kendi içine para piyasasını da almaktadır. Para piyasasında organize piyasa oluştura bilen kurumlara bankaları, sermaye piyasasında ise yatırım fonlarını, yatırım ortaklıklarını ve borsaları örnek göstere biliriz. Bu kuruluşlarda yapılan ticaret belirli kurallar çerçevesinde ve kontrol altında yönetilmektedir. Organize para piyasası bankalararası (interbank) para piyasasıdır. Burada temel işlem alanları iskonto senetleri, devlet tahvilleri ve döviz ile ilgilidir. Gelişmiş haberleşme araçları ile daima likit akımı oluşmaktadır. Bu piyasaların en önemli fonksiyonu finansal araçların ticareti için sürdürülebilir ve daimi pazarın oluşturulmasıdır.

Organize olmayan piyasalar – Organize piyasaların belirlemiş olduğu kuralların, belirli ticaret mekanlarının olmadığı bir diğer ifadeyle organize piyasalar dışında kalmış piyasa türüdür. Genel itibarile örgütlenmiş piyasalardan fon temin edemeyen, yeni faaliyete geçmiş ve küçük işletmeler bu piyasada bulunmaktadır. Poliçeler, bonolar, çekler ve borsada

[38] TANER ve AKKAYA, **a.g.e.,** ss. 42-43

kote edilmemiş finansal kıymetler organize olmayan piyasaların genel araçlarıdır. Burada fiyatlar pazarlıkla belirlenir ve işlemler iletişim ağıyla yerine getirilir. Örgütlenmemiş piyasaya ABD'de bulunan National Association of Securities Dealers (Nasdaq) örnek gösterile bilir.[39]

1.3. Sermaye Piyasası ve Para Piyasası İlişkileri

Para piyasası ile sermaye piyasası her ne kadar finansal piyasaların iki ayrı türü olarak kendilerine has özellikleri bulunsa da aynı zamanda bir birleriyle benzerlik ilişkisi içerisindedirler. Sermaye piyasası kavramını geniş anlamda ele aldığımızda para piyasasını da kendi kapsamına almaktadır. Böyle oldukta kredi arz/talebi iki piyasa arasında değişebilmektedir. Faiz oranları hem sermaye piyasasında hem de para piyasasında fon transferini belirleyen düzenleyici faktör ola bilmektedir. Fonlarını sunanlar yatırım isteklerini ve umdukları kara bağlı olarak bu piyasalardan biri ve ya her ikisine de yönelte bilirler. Bu fonlara ihtiyaç duyanlar da aynı şekilde her iki piyasadan fon borç ala bilirler. Bu sebepten piyasada aracılar örneğin bankalar hem sermaye piyasasında hem de para piyasasında işlemlerini gerçekleştire bilmektedir. Piyasalar arasında cari faiz oranları değişik olmasına rağmen, aralarında ilişki vardır. Böyle ki, fonlar genel itibarile az olan faiz derecelerinden yükseğe doğru hareket eder. Para piyasasında oluşan faiz artışı sermaye piyasasını da etkilemeye başlar. [40]

Sermaye piyasası ile para piyasası genel olarak aşağıda gösterilen sebeplerle yakından birbirleriyle ilgili olmaktadır:

- Daha önce de belirtildiği üzere bazı kurumlar tarafından hizmetler her iki piyasada da sunulmaktadır.
- Gelirler yakın ilişkidedir.
- İleriye ve geriye yönelik daimi bir fon transferi piyasalar arasında devam etmektedir

[39] MÜNYAS, **a.g.e.,** s.11
[40] Yasemin YALTA, "Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar", 2011, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi, http://www.acikders.org.tr/pluginfile.php/2307/mod_resource/content/4/bolum04-finansalpiyasa.pdf?forcedownload=1 (23/12/2017)

- Fonlarını sunanlar faiz oranlarına göre bir ya da ikisine birden tasarruflarını yöneltmeyi seçe bilmektedirler
- Aynı şekilde fon ihtiyacı duyanlar da bu ihtiyaçlarını her ikisinden temin ede bilmektedir
- Sermaye ve para piyasasında bulunan piyasa katılımcıları olan unsurlar arasında ortak faaliyetler açısından ortak noktalar mevcuttur.[41]

Tablo 3. Sermaye ve Para Piyasasında Faaliyette Bulunan Piyasa Tarafları

PARA PİYASASI		**SERMAYE PİYASASI**	
Arz Eden Taraf	**Talep Eden Taraf**	**Arz Eden Taraf**	**Talep Eden Taraf**
- Finansal kuruluşlar - Ticari bankalar - Hanehalkı - Merkez bankaları - Finansal olmayan şirketler - Devlet ve yerel yönetimler	- Ticari bankalar - Sosyal güvenlik kurumları - Finansal olmayan şirketler - Hanehalkı - Finansal kuruluşlar - Devlet	- Hanehalkı - Sigorta şirketleri - Kredi kuruluşları - Yatırım ortaklıkları - Yatırım fonları - Sosyal güvenlik kuruluşları	- İşletmeler - Hanehalkı - Devlet

Kaynak: ROSE Peter, **Money and Capital Markets The Financial System in The Economy,** 1. Edition, U.S: Business Publications, 1983; TANER Berna ve AKKAYA Cenk, **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler,** 3. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2016.

[41] Serpil CANBAŞ ve Hatice DOĞUKANLI, **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri,** 3. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2001, s. 9

Bütün bu benzer özellikler olmasına rağmen, sermaye piyasası ile para piyasası arasında çeşitli farklılıklar mevcuttur. Bu farklılıklar ise aşağıdaki gibidir :

- Para piyasasında bulunan kaynaklar süreli/süresiz mevduatlardır – Sermaye piyasasında uzun süreli tasarruflardır
- Para piyasasında kısa dönemli getiri olduğu için faiz ve risk düşük düzeydedir – Sermaye piyasasında hem faiz oranı hem de risk düzeyi yüksektir
- Para piyasasında kullanılan araçlar ticari senetler -Sermaye piyasasında araçlar menkul kıymetler olmaktadır
- Para piyasasının genel kullanım amacı kısa süreli geçici ihtiyaçların giderilmesi – Sermaye piyasasında ise daimi işletme sermayesinin ve sabit yatırımların finans kaynağını oluşturmaktır.[42]

  Bütün bu farklılıkları tablo halinde ifade edersek :

Tablo 4. Para Piyasası / Sermaye Piyasası Farkları

FARKLAR	PARA PİYASASI	SERMAYE PİYASASI
Kaynak Açısından	Vadeli/Vadesiz mevduat	Uzun müddetli tasarruf
Araç Açısından	Ticari senetler	Menkul kıymetler
Faizler Açısından	Düşük düzeyli	Yüksek düzeyli
Süre Açısından	Kısa dönemi kapsayan	Uzun dönemi kapsayan
Kullanım Açısından	Geçici nakit ihtiyacı/Döner varlık finansmanı	Sabit yatırım/Duran varlık finansmanı

Kaynak: YÜKSEL Ali ve RODOPLU Gültekin, **Sermaye Piyasası,** 1. Baskı, İstanbul: Formül Matbaası, 1980

[42] TANER ve AKKAYA, **a.g.e.,** s.8-9

1.4. Sermaye Piyasası İşlevleri ve Ekonomik Etkileri

Ekonomik büyüme ve gelişme her bir ülke ekonomisinin en temel amaç ve hedeflerinden birisidir. Bu nedenle de bir ülkenin sürdürülebilir, etkin gelişimi için sağlam finans sektörüne ihtiyacı vardır. Çünkü finansal sistem yatırım imkanlarını kanalize eder, dolayısıyla fonları ekonomiye kazandırır. Bu nedenle finansal piyasanın en önemli parçası olan sermaye piyasasının ülke ekonomileri için önemi büyük ölçüdedir. Sermaye piyasası gelişme amacı olan ekonomilerde tasarruf düzeylerinin arttırılması ve o tasarrufların verimli yatırım sektörlerine akımını sağlar. Yani likidite imkanını arttırarak ekonominin canlanmasına, üretim imkanlarının artmasına yardımcı olur. Çünkü küçük boyutlu tasarruflar sermaye piyasası kanallarıyla bir arada toplanarak büyük sermayeler meydana getirecektir. Sermaye piyasası, işlemlerin maliyetini minimal düzeyde tutarak riski dağıtarak likidite imkanı sağlamakla yatırımların ve tasarrufların artmasını temin etmektedir.[43] Aynı zamanda hanehalkının ellerinde tutmak yerine ekonomiye kazandırdıkları fonlar getirileriyle enflasyon riskinden de korunmuş olurlar. Dolayısıyla sermaye piyasasında fon sahipleri için verimli yatırım olanakları doğmakta, bu kaynakları ara piyasalarda kullanmak yerine verimli alanlara yatırım yapmaya çağrıştırmakta, şirketlerin finansman sorunları giderilmekte ve aynı zamanda toplumdaki gelir ve servet dağılımı sorununun çözülmesinde yardımcı olmaktadır.[44] Sermaye piyasasının gelişme gösteremediği ekonomilerde fonlar yetersiz kaynaklar sırasındadır ve faiz dereceleri yüksektir. Faiz derecesi ve risk düzeyi yüksek oldukta bu fonlar uzun süreli yatırımlar için rasyonel olmamaktadır. Sermaye piyasasının gelişimi risk düzeyini indirgendirerek faiz oranlarını azaltacağı ve bölgesel piyasaların yerine ulusal piyasa oluşturacağı için sektör ve bölgesel piyasalardaki faiz dereceleri farkını da azaltma eğilimi gösterecektir.[45]

Merkez Bankaları ayrıca para politikasının yürütülmesinde etkili bir sermaye piyasalarına da bağlıdır. Ekonomideki genel para ve kredi koşullarını rahatlatmaya veya

[43] AYDIN, **a.g.e.,** s.50-51
[44] Neslihan KARAÇAM, "İç Borçlanmanın Birincil ve İkincil Sermaye Piyasalarına Baskısı", **Kamu-iş Dergisi,** Cilt: XIV. Sayı 2, 2015, s.85
[45] TANER ve AKKAYA, **a.g.e.,** s.27

sıklaştırmaya çalıştıkça, Merkez Bankalarının sermaye piyasalarında menkul kıymet alım satımındaki faaliyetleri para arzını arttırmakta ya da düşürmekte ve böylece kredi koşullarını ekonominin tamamında azaltmakta ya da arttırmaktadır.[46]

Bütün bunların yanı sıra fona ihtiyaç duyan taraflar için sermaye piyasaları bankacılık sektörüyle kıyaslamada çok daha düşük maliyete sahiptir. Hisse senedi piyasası faiz ödemesi ve vade zorunluluğu olmaması, tahvil piyasası ise uzun dönemli olması açısından çok daha elverişlidir. Diğer yandan bankalardaki faiz oranları düşük olsa bile kredi masraflarını da hesab ettiğimizde maliyetler yükselmekte, fona ihtiyaç duyanlar için sermaye piyasası yine avantajlı konumda olmaktadır.[47]

Maddeler şeklinde ifade edersek sermaye piyasasının dolayısıyla finansal sistemin ekonomiyi etkileyen aşağıdaki unsurları bulunmaktadır:[48]

1) Sermaye birikiminin değişik kullanım sektörleri arasında paylaşımı
2) Sermaye birikiminin temin edilmesi
3) İşlem maliyetlerinin düşük düzeyde olması
4) Sektörler arasında risk paylaşımının mümkünlüyü
5) Likidite riskinin düşürülmesi
6) Fon talep eden kuruluşların kurumsallaşma mecburiyyeti
7) Gelir paylaşımının iyileştirilmesi
8) Fon kaynaklarının hareketliliğinin temini

Ekonomik gelişmede sermaye piyasasının olağan katkıları ile ilgili birçok literatür ve çalışmalar bulunmaktadır. Ekonomik büyüme ile finansal gelişme arasındaki bağlantı hakkında ilk araştırmalar Bagehot (1878), Schumpeter (1912), Hicks (1969) tarafından gerçekleştirilmiştir. Hicks ile Bagehot araştırmalarında finansal ilerlemenin İngilterede endüstriel gelişimde büyük ölçekte katkı sağladığını göstermişlerdir. Çünkü bu sektörde faaliyet gösteren birçok işletme finansal fonlarla desteklenmektedir. Schumpeterse farklı

[46] William WALLACE, **The American Monetary System An Insider's View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy,** 1.Edition, Switzerland: Springer International Publishing, 2013, ss.100-101
[47] Rövşen GARAYEV, "Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcının Önemi ve Azerbaycan'da Sermaye Piyasasının Etkinliğinin Sağlanmasında Kurumsal Yatırımcıların Rolü", (**Yayınlanmamış Doktora Tezi,** Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002), s.25
[48] SOYDEMİR ve AKYÜZ, **a.g.e.,** ss.55-65

açıdan konuyu değerlendirmekte, finans kesiminin yüksek karlılık sağlayan sektörleri fonlamayı ve bu sektörlerin çoğunlukla inovatif sektörler olduğunu ifade etmiştir. Böylece ekonomik büyümeyü destek sağlandığı belirtilmiştir.[49]

Bu araştırmalardan birisi de Levine ve Zervos'a aittir (1996). 1976-1993 yılları arasında 41 ülkenin verilerini kapsayan regresyon analiziyle ekonomik büyüme ile finansal derinlik ilişkisi üzerinde test gerçekleştirmişlerdir. Kullanılan ölçütler arasında sermaye piyasası kapitalizasyonu, risk çeşitliliği ve likidite göstergelerini bünyesine alan sermaye piyasası gelişimi endeksi yer almaktadır. Sonuç olarak gelinen bulgu sermaye piyasası gelişmesinin ekonomik büyümedeki etkisinin başka finansal derinlik faktörlerinden daha kuvvetli nitelikte olduğudur. [50]

Finansal piyasalar aynı zamanda çeşitli bilgi araçları yoluyla da ekonomik büyümede rol almaktadır. Her hangi bir işletmenin pay senetleri ile ilgili bir enformasyon firmanın daha karlı sektörlerde yatırım imkanlarını genişletmekte ve dolayısıyla bu da ekonomik büyüme üzerinde etki oluşturmaktadır.[51]

Konu ile ilgili araştırmalardan bir diğeri de Harris'in (1997) 1980-1991 dönemi için 49 ülkeye ait verilerle az gelişmiş ülkelerdeki sermaye piyasası gelişiminin ekonomik büyüme faktörü üzerinde yapmış olduğu araştırmadır. Araştırma sonucuna göre bu ülkelerde diğer araştırmaların tam tersine sermaye piyasası gelişiminin ekonomik gelişme üzerinde etkisinin düşük düzeyde ve yetersiz olduğu kanaatine gelinmiştir.

---

49 Yusuf DEMİR, Erdoğan ÖZTÜRK ve Mesut ALBENİ, "Türkiye'de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi", **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi,** Sayı 2, 2007, s.441
50 Cudi Tuncer GÜRSOY ve Alövsat MÜSLÜMOV, "Stock Markets and Economic Growth: A Causality Test", **Doğuş Üniversitesi Dergisi,** Cilt I Sayı 2, 2000, ss.125-126
51 DEMİR, ÖZTÜRK ve ALBENİ, **a.g.m.,** 443

Atje ve Jovanovich (1993) 1980-1988 yıllarını kapsayan 39 ülke verilerinde genel olarak sermaye piyasasının kişi başına milli gelir artışında pozitif rolü olduğu kanaatinde olmuştur.[52]

Ayrıca sermaye piyasasında risk çeşitlendirilmesi yoluyla ekonomik büyümeye katkı sağlamak mümkündür. Yapılan bazı araştırmalar sermaye piyasasında risk çeşitlendirme ile yüksek riskli, ayrıca yüksek getiri vaad eden yatırımların finansal kaynak edinmeye imkan sağladığı belirlenmiştir. Ancak buna rağmen yüksek riskin tasarrufları düşürerek ekonomik gelişmenin yavaşlaya bileceği de ifade edilmektedir.[53]

Finansal piyasalar ile ekonomik büyüme arasında etkileşimin gerçekleşmesi için birçok faktör dikkate alınmalıdır. Levine göre bu faktörler piyasanın temel problemleri olan bilgi ve işlem maliyetlerinin düşürülerek fonların finansal piyasalar aracılığıyla tasarrufları yönlendirmesi, risk yönetimini kolaylaştırması ile sermaye oluşumu ve teknolojik yenilikler gibi büyüme kanallarıyla ekonomik büyümeye etki ede bilmesidir. Bu faktörler hepsi bir arada iken bir ekonomik büyüme sürecini oluşturmaktadır.[54] Dolayısıyla, sermaye piyasası da dahil olmakla finansal piyasaların ekonomik gelişimde başarı elde ede bilmesi için bu faktörlerin kusursuz ve birbirlerine bağlı çalışması gerekmektedir. Aksi takdirde belirttiğimiz araştırmalarda da gösterildiği gibi elde edilen bulgular her bir ekonomiye göre farklılık göstere bilmektedir.

---

52 İsmail GÖKDENİZ, Mahmut ERDOĞAN ve Kahraman KALYÜNCÜ, "Finansal Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi ve Türkiye Örneği (1989-2002)", **Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi,** Sayı 1, 2003, ss.4-5

53 Alövsat MÜSLÜMOV, Güler ARAS, "Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi,** Cilt XVII. Sayı 198, 2002, s.92

54 Ross LEVİNE, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature,*1997, Vol. 35, No. 2, http://www.jstor.org/stable/2729790, (09/03/2018)

II BÖLÜM

AZERBAYCAN EKONOMİSİNİN GENEL DEĞERLENDİRİLMESİ

Bu bölümde Azerbaycan Cumhuriyeti'nin tarihi hakkında kısaca bilgi vererek ardından bağımsızlık sonrası geçmiş olduğu sosyo-ekonomik dönemleri değerlendirecek, bu süreçlerdeki makroekonomik göstergelerine genel olarak değinerek, ardından özelleştirme politikaları, yabancı sermaye yatırımlarının miktarı ve Azerbaycan ekonomisinin geçmişten bugüne kadarki süre zarfında gelişimi incelenmiş olacak. Azerbaycan ekonomisini kısaca incelememiz bize ülke sermaye piyasası hakkında daha geniş bakış açısı sunacak ve dolayısıyla konumuzun etkinliğine katkı sunacaktır.

2.1. Azerbaycan Cumhuriyetinin Tarihi

Azerbaycan Cumhuriyeti coğrafi konum olarak 44-52 dereceleri arası doğu uzunluğu, 38-42 dereceleri arası kuzey dairesinde bulunan, başkenti Bakü şehri olan ve Hazar denizi kıyısında yerleşen nüfusu yaklaşık 10 milyon kişi olan bir ülkedir. Azerbaycan büyük bir tarihi geçmişe sahipliğiyle, yerleştiği stratejik konum ve zengin kaynaklar sebebiyle geçmişten bugüne kadar bütün dünyanın ilgi odağında olmuştur. 1918 yılının 28 Mayıs tarihinde kurulan Azerbaycan Halk Cumhuriyeti var olduğu 23 aylık kısa dönemde büyük yeniliklere ve bağımsızlık yolunda unutulmayan işlere imza atmış ancak bu sürenin sonunda 28 Nisan 1920 tarihinde bağımsızlığını kaybetmiştir. Bu tarih itibarile ülke, işgal sonucunda Sovyet Sosyalist Cumhuriyetleri Birliği (SSCB) olarak tabir edilen ve 15 ülkeyi kapsayan devletler birliğinin içerisine katılmıştır. 1922 yılından 1936 yılını kapsayan süre zarfında Kafkasya Federatif Sovyet Cumhuriyeti'nin üyesi olmuş, 1936 yılında bu ittifak iptal edilerek Azerbaycan Sovyet Sosyalist Cumhuriyeti ismini almıştır. Ardından başlayan baskı politikaları, sürgünler ülkenin sosyolojik yapısının ve düşünen beyinlerinin yok olmasına yol açmıştır. Bu sürgünlerde ülkenin tanınan isimleri, edebiyatçıları, bilim adamları sürgün edilmiş ve ya idama çarptırılmıştır. Bu olaylardan çok uzun süre geçmeden 2. Dünya Savaşı

patlak vermiş, bu süreç de ülkenin kalkınmasında, sahip olduğu altyapıların yok olma derecesine gelmesine sebebiyet vermiştir. 1980 sonrası yıllarında yeni dünyanın oluşması, küreselleşme olgusu, SSCB'nin bu yeniliklere ayak uyduramaması ve yeniden inşaetme ("perestroyka" ve "glastnost" diye tabir edilen) projelerinin başarısızlığı yıllardan beridir kendi içinde özgürlük aşkını taşıyan Azerbaycanda bir kurtuluş harekatının başlaması için sebep oluşturmuştur. Nitekim SSCB bu özgürlük harekatının önünü kanlı şekilde almaya çalışsa da halk, yılmanın tam tersine daha büyük bir şevkle özgürlük harekatına katılmış ve bu harekat kısa bir zamanda başarıya ulaşmıştır. 18 Ekim 1991 yılı tarihinde Azerbaycan Cumhuriyeti devlet bağımsızlığını ilan etmiştir.[55] Bu özgürlük sadece ülke olarak özgürleşme harekatı olarak değil, aynı zamanda küresel dünyanın taleplerine ayak uydura bilen, komünist düşünceden serbest piyasa ekonomisine geçiş yapan, totaritar yönetimden yakasını kurtaran ve milli düçüncenin, milli ekonominin gelişiminin özgürleşmesi idi.

2.2. Bağımsızlık Sonrası Azerbaycan (Birinci Dönem: 1991-1994)

SSCB sonrası ilk dönem sayılan bu yıllarda Azerbaycan hem ekonomik hem sosyal hem de siyasi açıdan büyük zorluklarla karşı karşıya gelmiştir. Bir taraftaftan başlayan Karabağ savaşı bir taraftan ekonomik zorluklar, işsizlik ülkede makro sorunları beraberinde getirmiştir. Ekonomik sorunların ortadan kaldırılması için gerekli reformların kabul ve yürürlüğe konulamaması, bütçe gelirlerinin büyük bir kısmının savaşa yöneltilmesi, toprakların %20-sinin kaybıyla sonuçlanarak 1 milyondan kişiden fazla insanın yurtlarından kovulması sorunların içinden çıkılamaz hal almıştır. Devletin bağımsızlığının ilk restorasyonu yıllarına rastlayan bu dönem, geçmiş İttifak Cumhuriyetleri arasında ticari ilişkilerin zayıflaması, sonuçta sosyo-ekonomik durumun ciddi bozulması ile karakterize edilebilir. Aynı zamanda, bölgesel istikrarsızlık, ekonomik yönetimdeki yetersizlik ve mevcut ekonomik kurumların verimsizliği Azerbaycan'daki ekonomik krizi derinleştirdi. Uluslararası kuruluşların raporlarına göre, bu dönemde Azerbaycan ekonomik potansiyelinin yüzde 60'nı kaybetti, mevcut üretim altyapısı tükendi ve işsizlikteki keskin yükselişin arka planında hiperenflasyon gözlendi. 1991-1994 yılları arasında, Azerbaycan'ın reel Gayri Safi

[55] İrade NURİYEVA, **Azerbaycan Tarihi,** 1. Baskı, Bakü: Mütercim Yayınları, 2015, ss. 243-247, 295-304

Yurtiçi Hasılası(GSYH) yılda ortalama yüzde 17 azaldı ve devlet bütçesi temel olarak emisyon kanalları aracılığıyla finanse edildi ve serbest bırakılan ulusal para birimi doğal olarak keskin bir değer düşüşü gösterdi.

1990 yılıyla kıyaslamada 1994 yılı verilerinde GSYH tarım sektöründe %44'lük, tüketim verilerinde %75'lik, sanayide % 62'lik düşüşle sonuçlanmıştır. Bununla birlikte, genel yaşam standartları o dönemle kıyaslamada 3,6 kat düşüş sergilemiş, ayrıca reel ortalama ücretler %80 oranında azalma göstermişdir. Enflasyon dört haneli boyutlara ulaşmıştır.

Bunların yanı sıra bu dönemde bazı reformlar yürürlüğe konulmuş, bununla da ekonomik durumun düzeltilmesi yönünde adımlar atılmaya çalışılmıştır. 1991 yılında "Özel Mülkiyet Kanunu" yürürlüğe girmiş ve hemen ardından 1992 yılında fiyat liberilizasyonu gerçekleştirilmiştir. Daha sonra ise "Azerbaycan Milli Bankası hakkında" kanunu ve "Yabancı Yatırımlar hakkında" kanunu kabul edilmiş ve yerel para birimi olarak manat kabul görmüştür. 1993 yılına gelindiğinde küçük ölçekte olan işletmelerin özelleştirilmesiyle ilgili yasa yürürlüğe girmiştir. Bunlardan kısa bir süre sonra aktiv devam eden savaşın sonlarına gelinmiş, 1994 yılının Mayıs ayında "Bişkek Protokolü" olarak isimlendirilen anlaşmayla ateşkes elde edilmiştir. Bundan sonra ülke, yeni bir ekonomik sürece adım atmış ve ekonomik-sosyal reformlarda yeni bir ivme kazanmıştır.[56]

2.3. Bağımsızlık Sonrası Azerbaycan (İkinci Dönem: 1995-2003)

Bu dönem, öncelikli olarak, ülkedeki siyasi istikrarı, piyasa ekonomisine geçişi ve etkin ekonomik ilişkileri sağlayacak stratejik ekonomik reformların uygulanması sonucunda yüksek kaliteli ekonomik büyüme için bir zemin oluşturmasıyla karakterize edilebilir. Bahs edilen süreçte küçük ölçekli işletmelerin özelleştirilmesi sonuçlandırılmış, hizmet sektörü öncelikli olarak özel sektör girişimcilerine havale edilmiş makroekonomik istikrar sağlanmıştır. Bu gibi önemli reformların yanı sıra büyük ölçekli toprak reformunun gerçekleşmesi, devlet mülkiyetinin özelleştirilmesi bu döneme denk gelmektedir. 1995

[56] Yusuf HUMBETOV, Fazil KERİMOV ve Hatire GURBANOVA, **Azerbaycan Ekonomisi,** Bakü: Gence Yayın Evi, 2018, ss. 34-37

yılında Uluslararası Para Fonuyla (IMF) ilk stabilizasyon anlaşması yapılmıştır. Bu anlaşma sonucunda Azerbaycan Cumhuriyeti Merkez Bankasındaki (ACMB) döviz rezervlerinde artış sağlanmış, ekonomideki döviz kaynaklarının yönetilmesi ve kontrol altında tutulması daha kolay hale getirilmiştir.[57] Dönemin diğer önemli hadisesi ise Azerbaycan'ın hızlı gelişmesini sağlayan petrol stratejisinin temelinin oluşturulması olmuştur. 1994 yılında, Haydar Aliyev'in 13 şirketten oluşan uluslararası bir konsorsiyum ile Azeri-Çırak-Güneşli petrol alanlarının geliştirilmesi konusunda imzaladığı "Asrın Sözleşmesi" nin ilk ekonomik faydası kendini göstermeye başladı. Bu süreçte, ekonomik büyüme, ulusal para birimi ve fiyat istikrarı ve işsizliğin önemli ölçüde azaltılması ile kaybedilen potansiyel geri döndü. Ülkenin stratejik döviz rezervleri oluşturulmuş, bankacılık sistemine olan güven restore edilmiş ve sürdürülebilir devlet bütçe fonları sağlanmıştır. 1995 yılı ile 2000 yılları arasında petrol anlaşmalarından ülke ekonomisine 673 milyon dolar kazanç sağlanmıştır.[58] Bu anlaşmanın ardından 1995 yılında Ana Yasanın kabul edilmesi ülke yönetiminin şekillendirilmesinde, hem istikrarlı ortamın sağlanmasında hem piyasa ekonomisine geçişi suratli kılmakta hem de yabancı yatırımın ülkeye gelmesine zemin oluşturmuştur. Petrol stratejisinin bir sonraki aşaması, yabancı şirketlerin petrol sahalarının ortaklaşa geliştirilmesinden elde edilen petrol gelirlerinin ve bu sektörlerin gelişiminin ve sosyo-ekonomik projelerin uygulanmasının verimli yönetimi olmuştur. Bu hedefle Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonu (SOFAZ) 29 Aralık 1999 tarihli Haydar Aliyev'in 240 sayılı Fermanı ile kurulmuştur. Petrol Fonu Tüzüğü ise 29 Aralık 2000 tarihli Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanının 434 sayılı Kararıyla onaylandı.[59]

1994-2000 yıllarını kapsayan dönemde petrol anlaşmasına konu olan şirketler tarafından bu sektöre 3,4 milyar dolar yatırım yapılmıştır. Aynı dönemdeki genel yatırım hacmi ise toplamda 16 milyar dolara yakın olmuştur. Bu reformlar sonrasında 1998 yılında GSYH artış oranı %10, 1999 yılı verilerine göre GSYH %7,2 artmıştır. Genel olarak ise

---

[57] Djavid MAMEDLİ, "Serbest Piyasa Ekonomisine Geçişte Azerbaycan'da Bankacılık Sistemi ve Para Politikaları", (**Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,** Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 1998), ss. 33-34

[58] Dirk LAUINGER, Liliane STADLER and Tobias VUILLEMIN, "The Economy of Azerbaijan: Oil and Gas", States and Societies in Transition – History, Threats and Opportunities. The Case of Georgia and Azerbaijan, 4 September 2015, https://www.researchgate.net/publication/313486041, (19/03/2018), s. 26

[59] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonunun Kurulması Hakkında 240 Sayılı Ferman, 1999, http://www.oilfund.az/uploads/ferman1az.pdf, (20/03/2018).

GSYH %26,3 oranında artış göstermiş, %29 olan özel sektör payı artarak %68-e yükselmiştir. 2000 yılına gelindiğinde yatırım hacmi 1989 yılıyla karşılaştırdığımızda %55 artış elde etmiştir. Gerçekleştirilen doğru ve yerinde para politikalarıyla 1994 yılındaki %1700 oranındaki hiperenflasyon rakamı 2000 yılında %1,8'e kadar indirilmiştir. 120'den fazla ülkeyle ekonomik ve siyasi ilişkiler kurulmuş, ticaret hacmi 2,9 milyar dolardan fazla olmuştur. Bu rakam 1993 senesi verilerle kıyaslandığında yaklaşık 2,2 defa fazla demektir. Bütün bunların elde edilmesinde hem politik olarak doğru kararların verilmesi, hem uluslararası finansal kuruluşlarla yapılmış anlaşmalar ve hem de Azerbaycanın yapmış olduğu stratejik uluslararası ekonomi anlaşmaları mühüm yere sahiptir.[60]

Bu dönemde Azerbaycan ekonomisinin 3 hedefi kapsayan stratejisi bulunmaktadır:

- Ülke doğal kaynaklarının verimli kullanımı
- Liberal-demokratik piyasa standartlarına ve prensiplerine uygun ekonomik altyapı kurma girişimleri
- Dünya ülkeleri ekonomileriyle bölgesel ve global ölçekte ekonomik bütünleşme çalışmaları ve girişimleri

2.4. Bağımsızlık Sonrası Azerbaycan (Üçüncü Dönem: 2004-Günümüz)

Bu dönem aynı zamanda büyüme dönemi şeklinde adlandırılmaktadır. Önceki dönemde yakalanan ve başarı elde eden makro ekonomik istikrar çalışmaları bu dönemde de sürdürülmüş, önceki dönemde yapılan uluslararası anlaşmalar kendi pozitif sonuçlarını ortaya koymuştur. Bu dönemde aşağıdaki hedefler esas alınmıştır :

- Ekonomik büyümenin sürdürülebilirliği ve ekonomik politikaların daha da güçlendirilmesi
- İkinci özelleştirme programı kapsamında enerji sektöründe tekrar yapılanma çalışmaları ve kapasite artışı

[60] HUMBETOV, KERİMOV ve GURBANOVA, **a.g.e.,** ss. 38-48

- Ekonomi politikalarının sosyal yönlerinin güçlendirilmesi ve elde edilen gelirlerin diğer sektörlere dağıtımı
- Sosyal refahın arttırılması

Bu dönemde ayrıca uluslararası finansal kuruluşlarla anlaşılan orta vadeli programlar sayesinde fakirlik düzeyinde büyük çoğunluk gösteren toplumun refah düzeyinin arttırılması ve iyileştirilmesi amaç olarak belirlenmiştir. Resmi rakamlara göre o dönemdeki fakirlik düzeyi %50'nin üzerinde yer almıştır. Bu sebeple de hükümet bu konuda adımlar atmış, uluslararası finans kuruluşları tarafından destek alan "Yoksulluğun azaltılması ve Ekonomik Gelişim Hakkında Devlet Programı" hayata geçirilmiştir. Aynı zamanda ülkenin diğer bölgelerinin kalkınması ve gelişimi amaçlı bölgelerin sosyo-ekonomik gelişimi hakkında devlet programları onaylanmıştır.[61]

Bu dönemde uygulanan ekonomik büyüme modelleri, Azerbaycan ekonomisini dünyanın en hızlı büyüyen ekonomilerinden biri haline getirdi. Ülke ekonomisine aktif olarak yatırım yapan petrol gelirlerinin bir parçası olarak, Azerbaycan son zamanlarda küresel rekabet gücü için dünya genelinde Dünya Ekonomi Forumunun (WEF) verilerine göre 2015 yılında 40. sırada[62], 2016 yılına göre 37. sırada[63] ve 2017 yılında ise 35. sırada[64] yer alan, sosyo-ekonomik altyapısı yüksek orta gelirli bir ülke haline gelmiştir. Alınan önlemler ve doğal kaynakların değerindeki artış, ülke ekonomisinin çığır açan bir gelişimine zemin hazırlamış ve 2004-2010 döneminde GSYH miktarı %16,9 oranında artmıştır. Petrol ve gaz üretiminin hacmi ve değerindeki artış, doğrudan yabancı yatırımın petrol sektörüne katılımına katkıda bulunmuştur. Ekonomi 6 kat büyümüş ve kişi başına düşen GSYİH 5 kattan fazla artmıştır. Bu dönem boyunca ülkede fiyatların istikrarı korunmuş, döviz gelirlerinin önemli artması sonucu büyük ölçüde stratejik döviz rezervleri oluşturulmuş, yerel

[61] HUMBETOV, KERİMOV ve GURBANOVA, **a.g.e.,** ss. 50-51
[62] WEF, The Global Competitiveness 2015-2016 report, 2015, http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/, (31/03/2018), s.104
[63] WEF, The Global Competitiveness 2016-2017 report, 2016, https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2016-2017-1, (31/03/2018), s.106
[64] WEF, The Global Competitiveness 2017-2018 report, 2017, https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018, (31/03/2108), s.54

paranın kurunun izafi güçlenmesinin önü alınmakla uluslararası rekabet kabiliyeti korunmuştur.

2014 yılının sonundan itibaren petrol fiyatlarındaki düşüşün dünya emtia piyasaları üzerindeki olumsuz etkileri, 2015 yılının ikinci yarısından itibaren petrol ülkesi olan Azerbaycan ekonomisinde görülmeye başlandı. Olumsuz etki, her şeyden önce, ödemeler dengesine ve daha sonra ekonomik büyümenin finansman kanalları aracılığıyla ekonomik faaliyete aktarılmıştır. ABD Doları ulusal para birimi yeni manat (AZN)[65] karşısında yaklaşık iki kat değer kazanmış, finansal istikrarı sağlamak için bazı riskler oluşmuş ve kamu borç geri ödemeleri üzerindeki mali yük artmıştır. Merkez Bankası bir müddet sonra ikinci bir devalüasyona gitmiş, sonuç olarak da sabit kur sisteminden dalğalı kur sistemine geçiş yapılmıştır. Azerbaycan hükümeti, ekonomik faaliyeti iyileştirmek için ekonomik politikaları daha da geliştirmek ve kurumsal reformları hızlandırmak için birçok önlem almıştır. Bu gelişmelerden sonra ülkenin yeni bir ekonomik döneme geçtiğini söylemek mümkündür.[66]

2.5. Azerbaycanın Makro Ekonomik Göstergeleri

Önceki başlıklarda anlatıldığı üzere, ister bağımsızlıktan önceki SSCB çöküş döneminde isterse de bağımsızlığını kazandıktan sonraki süre zarfında Azerbaycan Cumhuriyeti büyük sosyo-ekonomik sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. Devam eden Karabağ savaşı, birden bire sosyalist ekonomiden dışa açık ekonomiye geçiş sürecinde yaşanan yeniden yapılanma çalışmaları, dönemin zorlukları kendini doğal olarak makroekonomik etkenlerde de göstermiştir. Ancak zamanla yapılan uluslararası anlaşmalar, gerçekleştirilen ekonomik reform süreçleri, petrol başta olmakla doğal kaynakların etkin kullanımı stratejileri ve kalkınma politikaları makroekonomik düşüşlerin önünü almış zamanla durum tam tersine işleyerek önemli gelişmeler kayd edilmiştir. Bu gelişmelerin sürdürülebilirliği sayesinde

[65] 2006 yılından itibaren manat para birimi Yeni Azerbaycan Manatı – AZN olarak tanımlanmaktadır. Etraflı bilgi için bknz : www.cbar.az

[66] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Azərbaycan Cumhuriyetinin Milli Ekonomi Perspektifi hakkında Stratejik Yol Haritası, 2016, http://edu.gov.az/upload/file/serencama-elave/2016/strateji-yol-xeritesi.pdf, (02/04/2018), ss.12-13

Azerbaycan “geçit dönemi” olarak nitelendirilen dönemden çıkmış ve yeni bir sürece adım atmıştır. Geçen süre boyunca ülkenin makroekonomik özeti olarak görünüm GSYH 4 kat artış göstermiş, tarım ve hayvancılıkta %61 oranında, sanayi üretiminde %30 oranında ilerleme elde edilmiştir. Yatırımlar konusunda toplam hacim o dönemle kıyaslamada yaklaşık 19 kat artış sağlamış, 4,5 kat artışlı nakit geliri oluşmuştur. Aynı zamanda bu süre zarfında çeşitli alan, sektör ve konularda 20’den fazla devlet programı yürürlüğe girmiştir.

Aşağıdaki başlıklarda ise esas makroekonomik etkenlerin yıllara göre ayrı ayrılıkta göstergeleri ve değerlendirmeleri sunulmaktadır.

2.5.1. GSYH Göstergeleri

Bağımsızlığının ilk yıllarında Azerbaycan ekonomisinde üretim daralma sürecine girmiştir. Bunun sebeplerin arasında ülkede yabancı ülkelerle, özellikle SSCB ülkeleriyle yapılan ticaretin düşmesi, modern vergi sisteminin uygulanamaması, ülke içindeki kaosun ekonomiye yansıması ve diğer daha önce ifade ettiğimiz sebepler yer almıştır. Azerbaycan'ın çeşitlendirilmiş ekonomisi, Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla çökmüş ve 1995 yılındaki GSYH verisi 1989 yılındaki GSYH’ın sadece %37 oranına ulaşa bilmiştir.[67]

Bu süreçten sonra 1994 yılında “Asrın anlaşması” gibi büyük bir projenin imzalanmasıyla ülke gerileme ve çöküş döneminden kurtulmuş, makroekonomik veriler büyük bir gelişme göstemiştir. Nitekim Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet İstatistik Kurumu’nun(ADİK) yayınladığı verilerinde de GSYH rakamları ele alındığında bahs edilen dönem itibariler gelişme kayd edilmiş, 1995 yılında 2,1 milyar AZN olan GSYH petrol gelirleriyle 2008 yılına kadar aralıksız artış göstermiştir. 2008 yılında küresel finansal krizin yaşanması Azerbaycanı da etkilemiş, dolayısıyla 2007 yılında 28,3 milyar AZN olan GSYH 2008 yılında 40,1 milyar gibi büyük bir tutara yükselmesine rağmen 2009’da -%11,3 oranında düşüş yaşayarak 35,6 milyara düşmüştür. Ancak çevik ekonomik politikalarla krizin etkisi kısa zamanda ortadan kaldırılmıştır. 2009 yılından itibaren GSYH rakamlarında artış

[67] Asian Development Bank, Country Partnership Strategy: Azerbaijan, 2014–2018 report, 2014, https://www.adb.org/documents/azerbaijan-country-partnership-strategy-2014-2018, (02/04/2018), s.1

yeniden devam etmiş, ancak 2015 yılından itibaren başlayan küresel ekonomik hareketlilikler sonucunda petrol fiyatlarındaki azalmanın etkisiyle GSYH'da düşüş yaşanmıştır. Azerbaycan Ekonomik ve Sosyal Gelişim Merkezinin(CESD) raporuna göre bu düşüş yerine 2018 yılı beklentilerinde GSYH 73 milyar AZN, 2019 yılında 81 milyar AZN ve 2020 yılı beklentilerinde 87 milyar AZN oluşturacaktır.[68]

Tablo 5. Yıllara Göre Azerbaycan Cumhuriyeti GSYH Verileri

Yıllar	Toplam GSYH		Kişi Başına Düşen GSYH	
	Milyon AZN	Bir Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	AZN	Bir Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
1995	2 133,8	-	282,1	-
1996	2 732,6	28,1*	357,2	26,6
1997	3 158,3	15,6	409,2	14,6
1998	3 440,6	8,9	441,5	7,9
1999	3 775,1	9,7	480,1	8,7
2000	4 718,1	25	593,2	23,6
2001	5 315,6	12,7	661,7	11,5
2002	6 062,5	14,1	747,5	13
2003	7 146,5	17,9	872,7	16,7
2004	8 530,2	19,4	1 030,4	18,1
2005	12 522,5	46,8	1 494,3	45
2006	18 746,2	49,7	2 208,2	47,8
2007	28 360,5	51,3	3 296,6	49,3
2008	40 137,2	41,5	4 603,7	39,6
2009	35 601,5	-(eksi)11,3	4 033,2	-12,4
2010	42 465,0	19,3	4 753,0	17,8
2011	52 082,0	22,6	5 752,9	21
2012	54 743,7	5,1	5 966,1	3,7
2013	58 182,0	6,3	6 258,3	4,9
2014	59 014,1	1,4	6 268,0	0,2
2015	54 380,0	-7,9	5 706,6	-9
2016	60 425,2	11,1	6 269,6	9,9
2017	70 135,1	16,1	7 205,0	14,9

[68] CESD, **Azerbaijan Economy in 2016; Brief Overview report,** Baku, 2017, p.6

Kaynak: ADİK, www.stat.gov.az, (31/03/2018)

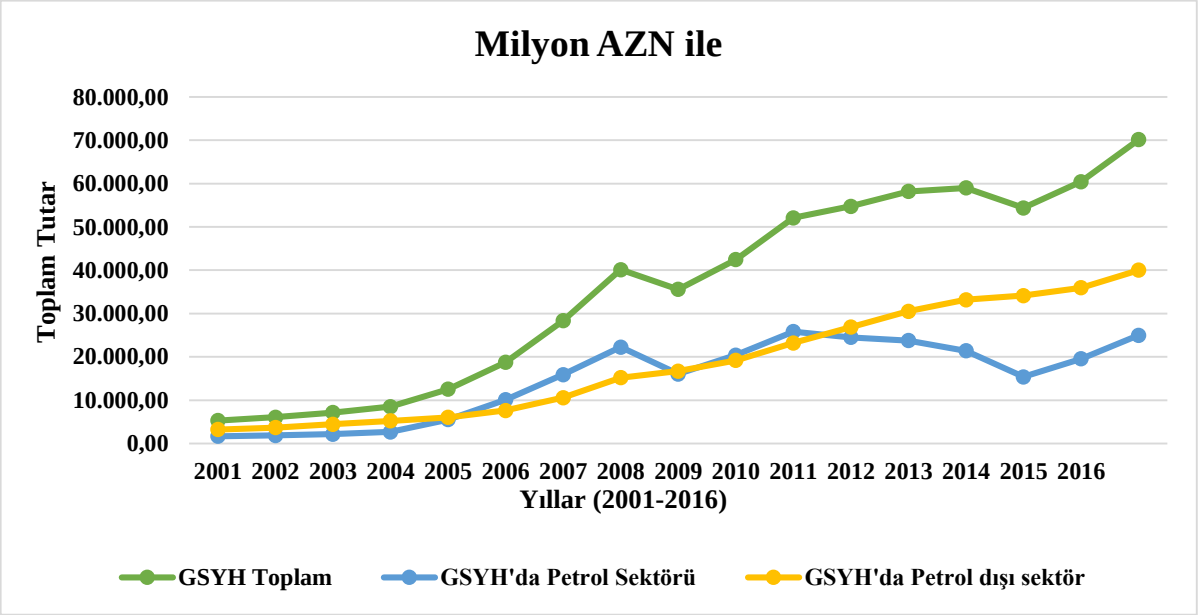
* Tabloda virgülden sonraki ilk rakam ondan sonra gelen rakam esasında yuvarlanarak gösterilmiştir.

Yapılan petrol anlaşmaları bir taraftan GSYH toplamında artışa neden olurken bir taraftan da ekonomide petrol sektörünün payının artmasını sağlamıştır. 2001 yılı verileri itibariyle değerlendirilecek olursa, aynı dönemde GSYH içinde her ne kadar petrol dışı sektörün payı daha fazla olsa da (Petrol sektörü yaklaşık 1,7 milyar AZN; Petrol dışı sektör yaklaşık 3,2 milyar AZN) 2005 yılına gelindiğinde aradaki fark daha hızlı kapanma eğilimine girmiş, nihai olarak 2006 yılında petrol sektörünün toplam 18,8 milyar AZN olan GSYH içindeki tutarı 10,1 milyar AZN (yaklaşık % 53,9) oluşturarak ilerleme kayd etmiştir. Bu trend 2012 yılına kadar devam etmiştir. 2017 Ocak ayı verilerine göre ise bu oran %34,3 oluşturmakta.[69]

Grafikte görüldü üzere artan düzeyde ilerleyen GSYH'nın kırılma göstererek azaldığı noktalarda petrol dışı sektör artış gösterse de bunun tam tersine petrol sektörü de kırılma göstemiştir. Anlaşıldığı gibi bu kırılmanın asıl sebebi petrol sektöründeki fiyat dalgalanmalardan kaynaklanmaktadır. Petrolden gelen gelirin diğer sektörlere yatırılması (diversification) pozitif sonucunu vermektedir. Bu sebeple son dönemlerdeki ekonomik büyümenin temelinde petrol dışı sektörün payının büyük olduğunu söylemek mümkündür. Burada da özel sektör büyük çoğunluk oluşturmakta, sanayi sektörü önemli bir paya sahip olmaktadır.[70]

[69] Pricewaterhouse Coopers, Doing Business and Investing in Azerbaijan 2017 report, 2017, https://www.pwc.de/de/internationale-maerkte/assets/doing-business-in-azerbaijan-2017.pdf, (03/04/2018), p. 9

[70] Shahriyar MUKHTAROV ve Ferid CEBİYEV, "Bağımsızlık Yıllarında Azerbaycanın Makroekonomik Göstergelerinin Değerlendirilmesi", **Journal Of Baku Engineering University - Economics And Administration,** Cilt I. Sayı 1, 2017, ss. 35-37



Grafik 1. Petrol/Petrol Dışı Sektörün GSYH İçinde Yıllara Göre Payı
Kaynak: ADİK verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

2.5.2. Enflasyon Göstergeleri

Enflasyon bir ekonomideki mal ve hizmetlerin fiyatlarla değerinin durmaksızın ve önemli ölçekte artışının ifadesidir. Belirli dönemlerde hesaplanan enflasyon rakamları bize ekonominin genel durumu hakkında bilgi vermektedir. Bu kavram Azerbaycanda 90'lı yılların başlarında sık sık duyulmaya başlamıştır. SSCB sonrasında toplam üretimin keskin azalması, şirketlerin birçok problemler sebebiyle faaliyetlerini durdurması bu zaman zarfında enflasyonu hiperenflasyona çevirmiştir.

O dönemde ülke ekonomisinde genel olarak sıralandığında enflasyonu tetikleyen aşağıdaki unsurları belirtmek gerekmektedir:[71]

- Belirsizlik ve ülke geleceği için olumsuz senaryo bekleyişi

[71] Hasan SELÇUK, "Azerbaycan Bankacılığı", Hasan SELÇUK (Ed.), **Yeni Yüzyılda Azerbaycan'ın Sosyo-Ekonomik Yapısı** içinde (43-70), İstanbul: Tasam Yayınları, 2004, s.47

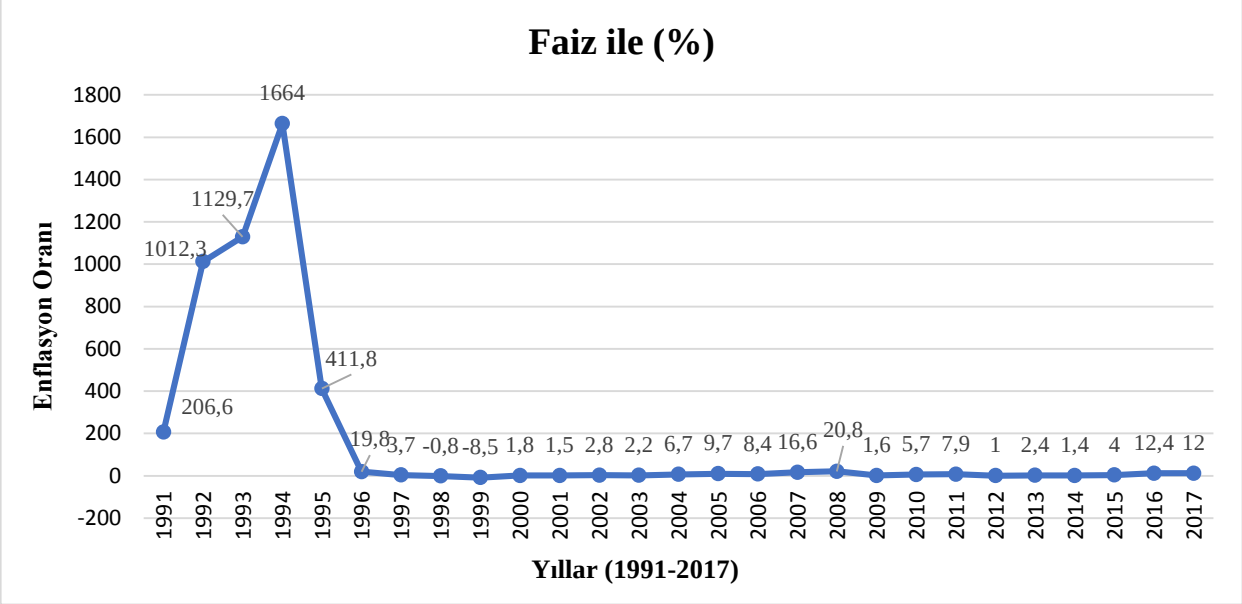
- Üretimin yetersiz kaldığı ve fazla para basımı(emisyon)
- Eski dönemin bıraktığı yapısal bozukluklar
- Bütçe açığı (Budget Deficit)
- Bağımsızlık sonrası ilk yıllarda eski İttifak Ülkeleri arasında kopukluk yaşanması
- Siyasi istikrarsız ortamın varlığı ve ekonominin etkin yönetilememesi

Bu faktörlerle birlikte ayrıca Rusya ile Çeçenistan arasında süren savaş sebebiyle kuzeydeki demir yolunun hareketinin önünün alınmasıyla ithalat hacminde düşüş yaşanmış, aynı zamanda yabancı ticaretle ilgili bir sıra mali kuruluşların yaptırımları da bu sürece etki göstermiştir. Enflasyon yükselişinde bütün bunların yanı sıra yerel para birimi manatın ABD doları karşısında değer kaybetmesi ve tüketim malları ihtiyaçlarında ithalat talebinin artışı enflasyonu tetiklemiştir. 1991 yılında % 200'ün üzerinde olan enflasyon artış temposunu 1995 yılına kadar devam ettirmiş, IMF verilerine göre, bahs edilen süre zarfındaki yıllara göre 1992 yılında %1012,3; 1993 yılında %1129,7; 1994 yılında %1664; 1995 yılında ise azalma eğilimiyle %411,8 gibi büyük düzeylere ulaşmıştır. ADİK verilerinde ise anlatılan dönemdeki enflasyon oranları daha yüksektir. Ancak bu zamandan sonra imzalanan ateşkeş sözleşmesi sonrası uygulamaya konulan istikrar programları, Merkez Bankasının yürürlüğe koyduğu sıkı para politikaları, uluslararası petrol anlaşmaları, küresel finans kuruluşlarıyla yapılan ekonomik ve stratejik işbirliği anlaşmalarıyla yeni döneme adım atılmış, üretim artışa geçmiş, yeni iş yerleri açılmış, petrol gelirleri çeşitli sektörlerin gelişimine ön ayak olmuştur. Böylelikle enflasyon tek haneli düzeye indirgenmiştir. Ayrıca enflasyonun önlenmesi amacıyla devlet tarafından anti-enflasyon tedbirleri hayata geçirilmiş, bu amaçla fermanlar imzalanmış ve makroekonomik politikalar bu yönde programlanmış, IMF'den danışmanlık desteği sağlanmış ve bu sebeple de Merkez Bankası tarafından sıkı para politikaları hayata geçirilmeye başlanmıştır.

2008 yılına gelindiğinde enflasyon oranı son 10 yılın en yüksek düzeyine ulaşarak %20,8 olarak kayda alınmıştır. Buna esas sebep ise talep faktörleri, bu çerçevede toplumun maddi gelir düzeyinin %30 artması ve ayrıca harcamalar düzeyindeki artış neden olmuştur. 2009 yılından itibaren enflasyon göstergesi tekrar tek haneleri rakamlara dönmüş, ancak

petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar ve küresel ekonomik politikalar nedeniyle 2016 yılında yeniden iki haneli düzeye : %12,4 değerine yükselmiştir.[72]

IMF verilerine baktığımızda 2017 yılı ülke enflasyon oranı %13 olarak belirtilmiş, 2018 yılı tahminlerinde bu rakam %7 oranında görülmüş, ondan sonraki 2019 ve 2020 yıllarında ise daha da düşüş göstererek %6 ve %5 oranında tahmin edilmektedir.[73]



Grafik 2. Yıllara Göre Enflasyon Oranı
Kaynak: ADİK ve IMF verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

2.5.3. İstihdam Göstergeleri

SSCB sonrasında ülke ekonomisi için en büyük problemlerden birisi de istihdam problemi olmuştur. Çünkü başlayan Karabağ savaşıyla 1 milyondan fazla yurttaş memleketlerinden çıkmak zorunda kalmış, haliyle bu da istihdam sorununu daha da çıkılamaz hale getirmiştir. Ekonomik açıdan baktığımızda diğer ülkelerle ilişkilerin

[72] MUKHTAROV ve CEBİYEV, **a.g.m.,** ss.37-38
[73] IMF, World Economic Outlook report, 2018, https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO, (18/04/2018), s.251

zayıflaması üretimi azaltmış dolayısıyla çalışanların sayısı da bu sebeple büyük düşüş göstermiştir. Ancak zamanla ekonomik gelişme, milli gelirdeki artış, ülke olarak kazanılan gelirlerin sektörel dağılımdaki payının artmasıyla birçok işyerleri açılmış işsizlik sorununun önü çoğunlukla alınmıştır.

Azerbaycan ekonomisi bağımsızlığını kazandıktan sonraki 2004 yılından sonrası dönemde en çok istihdam artışını elde etmiştir. Bu yıldan 2010 süresine kadar 520 bin istihdam artışı görülmektedir. Bu rakam bir diğer ifadeyle 1991 ile 2004 yılları arasındaki artışa kıyaslamayla 7 kat artışı göstermektedir. Aynı süreç kendini işsizlik oranlarında da belli etmiş, 2004 yılında kayda alınan işsizlik oranı %8,4 iken 2010 yılında bu rakam %5,6 oranına indirilmiştir. İstihdam göstegelerine bir de sektörel açısından baktığımızda toplam istihdam düzeyinde sanayinin payı azalmaktadır. Böyle ki 2010 yılına gelindiğinde sanayinin istihdamdaki payı %7,4 iken tarım sektörü %39,8; hizmetler sektörü ise %52,8 oranla istihdamda pay almıştır. Burada esas sebep ise büyük yere sahip olan petrol sanayisinde emek yoğun olmamasıdır. Ülke ekonomisinde yüksek düzeyde büyümeye orantılı istihdam meydana getire bilme etkisinin olmamasının esas sebebi de budur.[74]

2016 yılında ülkedeki toplam istihdam gücü 2005 verileriyle kıyaslandığında 632,6 bin kişi artışla 5012,7 bin kişi oluşturmuştur. Onların da yaklaşık olarak 4760 bin kişi sayısı ekonomideki istihdam hacmini oluşturuyor. Yine aynı yılda toplam işsiz sayısı 252,8 bin kişi olmuş, oran olarak %5,0[75] teşkil etmiştir. 2005 yılıyla karşılaştırıldığında devlet sektöründe çalışanlar ekonomideki istihdam hacminin yaklaşık % 30,3 oranını oluşturmaktayken 2016 yılında bu oran % 24,6'a inmiştir. Özel sektörde çalışan sayısı ise aynı dönemde 1,3 kat artış göstemiştir. Son dönemde işsizler arasında kadınların sayısı azalarak 2005 yılındaki %51,6 oranına kıyasla 2016 yılında %38,1 oluşturmuştur.[76]

[74] Elşen BAĞIRZADE, "Bağımsızlığının 20. Yılında Azerbaycan Cumhuriyeti Ekonomisi", **Hacettepe Üniversitesi Türkiyat Araştırmaları Dergisi,** Sayı 15, 2011, ss. 282-283

[75] İşsizlik oranı = (Toplam İşsiz Sayısı/Toplam İşgücü) * 100 şeklinde hesaplanır

[76] Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi, **Emek Piyasası raporu,** Bakü, 2017, ss.13-14

Tablo 6. Yıllara Göre İstihdam Göstergeleri

Yıllar	Toplam Nüfus Sayısı (bin kişi)	Toplam İstihdam Gücü (bin kişi)	Ekonomideki İstihdam Hacmi (bin kişi)	Toplam İşsiz Sayısı (bin kişi)	İşsizlik Oranı (% ile)
2005	8 500,3	4 380,1	4 062,3	317,8	7,3
2006	8 609,6	4 402	4 110,8	291,2	6,6
2007	8 723,0	4 443,3	4 162,2	281,1	6,3
2008	8 838,5	4 477,7	4 215,5	262,2	5,9
2009	8 947,3	4 531,9	4 271,7	260,2	5,7
2010	9 054,3	4 587,4	4 329,1	258,3	5,6
2011	9 111,1	4 626,1	4 375,2	250,9	5,4
2012	9 295,8	4 688,4	4 445,3	243,1	5,2
2013	9 416,8	4 757,8	4 521,2	236,6	5,0
2014	9 535,1	4 840,7	4 602,9	237,8	4,9
2015	9 649,3	4 915,3	4 671,6	243,7	5,0
2016	9 705,6	5 012,7	4 759,9	252,8	5,0

Kaynak: ADİK, www.stat.gov.az, (22/02/2018)

2.6. Özelleştirme Politikaları

Serbest piyasa ekonomisinde en önemli makroekonomik etkenlerden birisi de özelleştirme politikasıdır. Bağımsızlığından sonra Azerbaycan özelleştirme alanında da reformlara gitmiş, bu alanda devlet programları, fermanlar yürürlüğe girmiştir. "Özelleştirme hakkında kanun" 1993 yılının 7 Ocak tarihinde kabul görse de 1995 yılında yürürlüğe koyulmuştur. Özelleştirme politikasının gerçekleştirilmesinde uluslararası finansal kuruluşların, özellikle de IMF ve Dünya Bankasının (WB) tavsiyeleri hükümet tarafından dikkate alınmıştır.

Azerbaycan'da bu sürecin başlangıcında üç amaç hedeflenmekteydi:[77]

- Küçük boyutlu işletmelerin açık arttırımla satılması
- Orta ve büyük boyutlu işletmelerin yatırım fonları vasıtasıyla özelleştirilmesi

[77] SELÇUK, **a.g.e.,** s.48

- Büyük boyutlu işletmelerin kademe-kademe yapılandırılarak ve toplu özelleştirmeyle satılması

Bu dönemde özelleştirmeden sorumlu kuruluş olan Devlet Emlak Komitesi 1992 yılında kurulmuştur. Daha sonra bu kurumun yerine Emlak bakanlığı faaliyete geçmiş ancak 2009 yılında yeniden Emlak Meseleleri Devlet komitesi kurulmuştur.[78] Konsept itibarile ülkedeki özelleştirme sürecini 2 aşamada değerlendirmek mümkündür. Özelleştirmede birinci aşama olarak değerlendirilen aşamadan önce hazırlık aşaması hayata geçirilmiştir. Bu dönem 1995 yılına kadarki süreyi kapsamaktadır. Bu aşamada, özelleştirmenin kavramsal temellerinin oluşturulmasının yanı sıra, bu süreç, taksilerin ve otobüslerin özelleştirilmesi ve ticaret ağının kurulması yönünde pratik olarak test edilmiştir.

Birinci özelleştirme döneminde 1993 yılında kabul edilen ve "Devlet Mülkiyetinin Özelleştirilmesi hakkında kanun" 27 maddede toplanmıştır. Bu programla da özelleştirmenin ilk dönemine adım atılmıştır.[79] Bu dönem küçük işletmelerin hızlı özelleştirilmesi ve orta ve büyük ölçekli işletmelerin şirketleştirilmesi (corporation) ile karakterize ediliyor. Bu dönemin her ne kadar 1998 yılına kadar olan süreyi kapsaması düşünülse de bazı gecikmelerden dolayı 2000 yılına kadar uzamıştır. Bu program kapsamında toplam mülkiyyetin %90'dan fazlasını oluşturan devlet mülkiyyetinin %75 oranının 3 yıl içinde özelleştirilmesi amaçlanmaktaydı. Özelleştirilmesi hedeflenen devlet emlakın %65 oranının özelleştirme çekleriyle dağıtılması amaçlanmaktaydı.[80] 1996 yılına gelindiğinde özelleştirme faaliyetleri hızlanmış, toplam 6200 küçük firmanın özelleştirilmesi gerçekleşmiş, 1997 yılı sonunda bu rakam 15.000'e ulaşmıştı.

İkinci özelleştirme dönemi ise 1998 yılında başlaması gerekirken gecikmeler sebebiyle bu süre uzamış ve 2000 yılında yeni bir döneme adım atılmıştır. Bu zaman ikinci bir devlet programı hazırlanarak yürürlüğe konmuştur. Bu dönemdeki esas hedef orta ve büyük ölçekli işletmelerin özelleştirilmesini oluşturmuştur. Böylelikle devletin ekonomideki sahiplik payı azalmıştır. Bu zaman 450'den fazla büyük ölçekli şirketin özelleştirilmesine

[78] http://www.stateproperty.gov.az/index.php/az/komit-haqq-nda/tarixi, (19/02/2018)
[79] Murad İSKENDER, "Azerbaycan'da Ekonomik Sistemin Dönüşümü", Hasan SELÇUK (Ed.), **Yeni Yüzyılda Azerbaycan'ın Sosyo-Ekonomik Yapısı** içinde (15-41), İstanbul : Tasam Yayınları, 2004, s. 22
[80] İstanbul Ticaret Odası, **Azerbaycan Ülke Profili, Mevzuat ve Türk Girişimcileri,** İstanbul: Mega Ajans Matbaacılık, 1997, ss.78-79

başlanmış, ayrıca imalat, enerji ve diğer önemli sektörlerdeki 100'den fazla devlet nezdindeki işletmenin özelleştirileceği duyurulmuştur.[81] Bu programa göre öncelik müessenin çalışanlarına verilmiş, ayrıca özelleştirmeye katılacak kişi en fazla %20 oranında paya sahip ola bilmektedir. %15 oranında pay çalışanlara karşılıksız verilecek, kalan % 85 oranı ise %50si açık arttrma,%35'i ise yatırım fonlarına devredilmekle özelleştirilecekti.[82]

Özelleştirmenin başladığı zamandan 2005 yılının başına kadar, toplamda 651,1 milyar manat değerine sahip yaklaşık 40 bin küçük firma özelleştirildi. Ayrıca, 2005 yılının başlarında, 1537 kamuya ait şirket, 356 orta ölçekli ve büyük ölçekli şirket anonim şirkete çevrilmiştir. Sonuç olarak, 150.000'in üzerinde Azerbaycan vatandaşı özel mülkiyete sahip olmuştur. 2017 yılı da dahil olmakla toplamda özelleştirilen küçük devlet işletmelerinin sayısı 48500'den fazla olmuştur.[83] Özelleştirmenin önünün açılmasında sadece bu alanda kabul edilen kanunlar değil, aynı zamanda devletin diğer bölgesel kalkınma projelerinde, programlarında da özel yer ayrılmıştır. Dolayısıyla özelleştirmenin ekonomik kalkınmadaki boyutunun öneminin ne denli büyük olduğu gösterilmiştir.

2.7. Azerbaycanda Para Politikası

Sovyetler Birliğinden ayrılma diğer eski İttifak Ülkelerindeki gibi Azerbaycan'da da finansal politikalarda zorluklar meydana getirmiştir. Her an artan fiyatlar, hiperenflasyon, istikrarsız ortam, paranın hızlı değer kaybı ve diğer finansal sorunlar doğru para politikasının yürürlüğe konmasının aciliyyetini gösteriyordu. Nitekim bu sebeplerle devlet, ülkenin para politikasından sorumlu olan kurumu, o zamanki ismiyle Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Milli Bankasının kurulması kararını 11 Şubat 1992 yılındaki Cumhurbaşkanı kararıyla kurdu. Bir gün sonra ise yürürlüğe girdi. Azerbaycan Cumhuriyeti'nin "Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Bankalar ve Bankacılık Faaliyeti" Yasası ile birlikte 7 Ağustos 1992 tarihinde "Azerbaycan Cumhuriyeti Milli Bankası hakkında" kanunu kabul edilmiştir. Bu ayın 15'inde Azerbaycan Cumhuriyeti'nin ulusal para birimi - manat tedavüle girmiştir. 1992 yılının 1 Aralık tarihinde

[81] HUMBETOV, KERİMOV ve GURBANOVA, **a.g.e.,** ss. 97-98
[82] İSTANBUL TİCARET ODASI, **a.g.e.,** s.79
[83] http://www.stateproperty.gov.az/index.php/az/ictimai-m-lumat/f%C9%99aliyy%C9%99t-hesabatlar%C4%B1-4/f%C9%99aliyy%C9%99t-hesabatlar%C4%B1-5, (19/02/2018)

ise Azerbaycan Milli Meclisi tarafından Azerbaycan Milli Bankasının Nizamnamesinin kabulu gerçekleşmiştir. Kabul edilen bu hukuki kararlar ülkenin finansal politikalar anlamda istikrarının temellerini oluşturmuş, ayrıca bu alanda faaliyyet gösteren kuruluşların konjenktürel sosyo-ekonomik duruma ayak uydurmasına zemin yaratmıştır. Bu kanunlarla aynı zamanda Milli Bankada bankalar üzerinde denetleyici ve düzenleyici yetkiler oluşturulmuştur. 1 Ocak 1994'ten beri yerel para olan manat, ülkedeki tek ödeme aracı olarak ilan edildi. 12 Kasım 1995 tarihinde kabul edilen bağımsız Azerbaycan Cumhuriyeti'nin ilk Anayasası'nın 19. Maddesinin 2. paragrafında, yalnızca Merkez Bankası'nın tedavüle para çıkarma ve tedavülden para çekme yetkisinin olduğu bir daha onay almıştır. 1996 yılı itibarile Azerbaycan hükümeti devletin mülkiyyetinde olan bankaların tekrardan yapılandırılması (restructurization) ve finansal altyapının kalkınması, bu konuda düzenleyici ve denetim faaliyeti gösteren mekanizmanın sağlamlaştırılmasını kapsayan strateji faaliyeti sağlamaya çaba gösteriyordu. Bu stratejinin esas noktasında ise Milli Banka durmaktaydı.[84] Gelişen ve daimi değişen ekonomik yenilikler, reformlar sebebiyle Milli Banka kanunu da değişmiş, Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı 26 Aralık 2002 tarihli kararıyla 2002-2004 yıllarında hazırlanan "Azerbaycan Cumhuriyeti Milli Bankası" ve "Bankalar Hakkında" kanunları 2004 yılında yürürlüğe girmiştir. Yeni yasa, Milli Banka'nın yasal statüsünü, amaçlarını ve işlevlerini, devlet kuruluşları arasındaki yerini ve rolünü açıkça tanımlamakta ve Milli Banka'nın şeffaflığını ve hesap verebilirliğini geliştirmek için uygun mekanizmalar sağlamaktadır."Azerbaycan Cumhuriyetinin Anayasasına İlave ve Değişikliklerin yapılması Hakkında" 18 Mart 2009 referendum kararnamesinin yürürlüğe girmesiyle birlikte Milli Banka tanımı değiştirilmiş, bunun yerine "Azerbaycan Cumhuriyetinin Merkez Bankası" olarak isimlendirilmiştir. Bu sebeple Milli Banka kanununa gerekli değişikler ve ilaveler yapılmıştır. Bankalar arasındaki rekabeti arttırmak, gösterdiği hizmet çeşitliliğini arttırmak ve yatırımların büyümesi amacıyla mevduat sigortası mekanizmalarının oluşturulmasına yönelik alınan tedbirler neticesinde Azerbaycan Cumhuriyeti "Mevduat Sigortacılığı" Kanunu 29 Aralık 2006 tarihinde kabul edilmiştir. Bu kanunla, Azerbaycan Cumhuriyeti'nde faaliyet gösteren bankalarda mevduatların tazminat mekanizmaları da dahil olmak üzere,

[84] Güven DELİCE, "Azerbaycan'da Finansal Yapı ve Politikalar", **Avrasya Etüdleri Dergisi,** Sayı 41, 2012, ss. 97-98

bireylerin mevduatları için zorunlu bir zorunlu sigorta sisteminin kurulması ve işletilmesi mekanizmasını tanımlamaktadır. 2007 yılının 12 Ağustos tarihinde ise Mevduatların Sigortalanması Fonu (ADİF) faaliyete başlamıştır. [85]

Bu zamandan sonra ülkedeki hiperenflasyonunun önünün alınması için Azerbaycan Milli Bankası sıkı para politikaları önlemi aldı, 1994 yılında manat emisyonu %500 olarak gerçekleşti, 1995'te %175'e, 1997'de %28'e indirildi. 1998 yılının başlarına gelindiğinde dolaşımdaki para miktarı politika gereğince azaltıldı. 1999 yılının ikinci döneminden itibaren piyasadaki para miktarı artış göstermiştir. 2000 yılında dolaşımdaki nakit para (M0)[86] % 19,9, para arzı (M2) ise %18.3 oranında artmıştır. 2009 yılına gelindiğinde Merkez Bankası hakkında kanunda yapılan değişikliklerle para politikası operasyonel hacminin arttırılması amacıyla ve para piyasalarını geliştirmek hedefiyle Merkez Bankasının bizzat katılımıyla Organize olmuş Bankalararası Kredi Piyasasının yeni bölümü işleme geçmiştir.[87]

2001 yılından başlayarak para arzında bazı ilerlemeler kayd edilmiştir. M-2 olarak isimlendirilen Geniş Manat kitlesinde %7,8 artış sağlanarak 1755,6 milyon manata ulaşmış, orta yıllık para miktarı ise %11,6 artış oluşturarak 1692,4 milyon manat hacmine ulaşılmıştır.[88] İlerleyen yıllara göre baktığımızda 2006 yılında piyasadaki M-0 para hacmi 1311.4 milyon manat, M-1 göstergesi 1839.6 milyon manat, M-2 göstergesi ise 2135.5 milyon manat olmuştur. Para multiplikatörü %15,2 oranında artmıştır.[89] 2010 yılında M-0 5455.9 milyon manat, M-1 6838.46 milyon manat, M-2 ise 8297.57 milyon manat oluşturmuştur.[90] 2015 yılına kadarki dönem itibarile 2006 yılından hem M-0, hem M-1, hem de M-2 para kitlesinin artış sağladığı görülmüştür. Ancak 2015 yılına gelindiğinde küresel ekonomik dalgalanmalar Azerbaycan ekonomisine de yansımış, dolayısıyla genişleyici para

---

85 https://www.cbar.az/pages/about-us/history/, (21/02/2018)

86 Azerbaycan Merkez Bankası Para Arzı kavramlarını aşağıdaki şekilde nitelendirmektedir :
M-0: Dolaşımdaki nakit para
M-1: M-0 + çekler + manatla vadesiz mevduatlar
M-2: M-1 + manatla vadeli mevduatlar
M-3: M-2 + yabancı para cinsinden mevduatlar

87 DELİCE, **a.g.m.,** s.110

88 Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001 Yılı Para Politikası Uygulanması Hakkında rapor, 2002, https://www.cbar.az/assets/319/2001_yekun.pdf, (15/02/2018), s.2

89 Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası, 2006 Yılı Para Politikası Uygulanması Hakkında rapor, 2007, https://www.cbar.az/assets/344/2006_il_yekun.pdf, (15/02/2018), s.4

90 Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası, 2010 Yılı Para Politikası Uygulanması Hakkında rapor, 2011, https://www.cbar.az/assets/1658/PSI_-_2010_illik.pdf, (16/02/2018), s.40

politikaları yerine daraltıcı politikalar uygulanmaya başlanmış ve piyasadaki çeşitli ölçüdeki para kitlesi azaltılmıştır. Nitekim 2015 verilerine göre M-0 göstergesi 2014 yılına kıyasla -%52 oranında azalarak 4775,93 milyon manata, M-1 göstergesi -%46,2 oranında azalarak 6897,2 milyon manata, M-2 göstergesi de -%50,2 oranında azalarak 8678,3 milyon manat oluşturmuştur. Yıllara göre para miktarı göstergeleri aşağıdaki tabloda mevcuttur.

Tablo 7. Yıllara Göre Para Arzı Miktarları (milyon AZN)

Yıllar	M-0 miktarı	Önceki Döneme değişim (% ile)	M-1 miktarı	Önceki Döneme değişim (% ile)	M-2 miktarı	Önceki Döneme değişim (% ile)	M-3 miktarı	Önceki Döneme değişim (% ile)
2006	1 311.4	-	1 839.6	-	2 135.5	-	3 435.0	-
2007	2 713.5	106,9*	3 621.7	96,9	4 401.6	106,1	5 897.3	71,7
2008	4 145.9	52,8	5 105.2	41	6 081.2	38,2	8 494.5	44
2009	4 175	0,7	5 231.5	2,5	6 169.4	1,5	8 469.4	-0,3
2010	5 455.9	30,7	6 838.5	30,7	8 297.6	34,5	10 527.6	24,3
2011	7 158.4	31,2	8 796.3	28,6	10 997.4	32,5	13 903.5	32,1
2012	9 256.8	29,3	11 122.3	26,4	13 806.6	25,5	16 775.5	20,7
2013	10 458.7	13	12 737	14,5	16 434.8	19	19 289.4	15
2014	10 152.5	-2,9	12 830.4	0,7	17 435.8	6,1	21 566.4	11,8
2015	4 775.9	-53	6 897.2	-46,2	8 678.3	-50,2	21 286.9	-1,3
2016	6 376.9	33,5	8 960.3	29,9	11 546.3	33	20 889.6	-1,9
2017	7 490.3	17,5	10 544.2	17,7	12 466.4	8	22 772.1	9

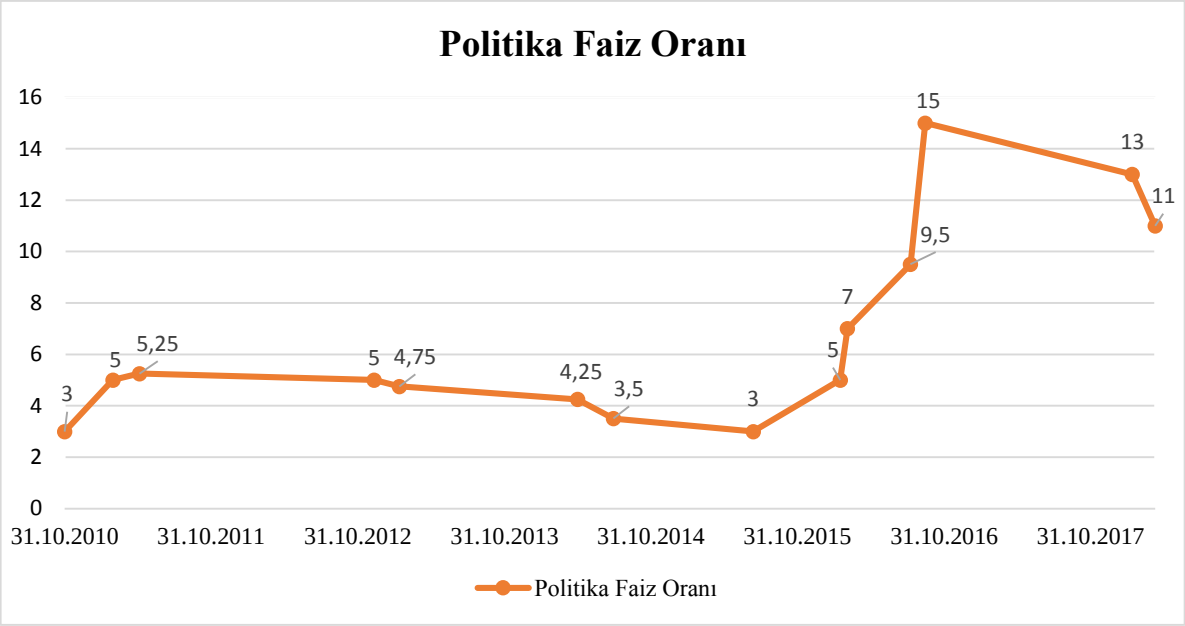
Kaynak: ACMB, www.cbar.az, (19/03/2018)

* Tabloda virgülden sonraki ilk rakam ondan sonra gelen rakam esasında yuvarlanarak gösterilmiştir.

2015 yılında küresel faktörler Azerbaycan ekonomisinde de etki göstermiş, dünya genelinde petrol fiyatlarının düşmesi ihracatının büyük bölümünü petrol oluşturan ülke için kötü sonuçlanmıştır. Bu sebeple Merkez Bankası rezervlerinin çoğunu kaybetmiş, sonuçta da milli para birimi manat 1 Amerikan Doları karşılığı olan 0,78 AZN değerini kaybederek

1,05'e düşmüştür. Merkez Bankası bu yönde piyasayı kontrolde tutmaya çalışmış, faiz oranlarını da %3'lerden %15'e kadar yükseltmiştir.[91] Bu tarihten kısa bir zaman sonra sabit kuru sürdüremeyen Merkez Bankası sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçmiş, manat tekrar değer kaybıyla 1 ABD Doları karşısında 1,55 AZN değerine sahip olmuştur. Gerçek efektif kur oranı 2015-2016 yıllarında %38 düşüş göstermiştir.[92]

Merkez Bankasının yıllara göre para politikasının yönetimi için belirlenen politika faiz oranları aşağıdaki gibidir:



Grafik 3. Merkez Bankasının Yıllara Göre Uyguladığı Politika Faiz Oranları
Kaynak: Azerbaycan Merkez Bankası, https://www.cbar.az/infoblocks/corridor_percent, (16/03/2018)

Azerbaycan Merkez Bankasında para politikasından sorumlu kuruluş Para Politikası Komitesidir. Azerbaycan Cumhuriyeti Merkez Bankası Para Politikası Komitesi, para ve döviz kuru politikalarının geliştirilmesi ve uygulanmasında merkez bankasının yapısal bölümlerinin operasyonel faaliyetlerinin düzenlenmesi ve koordinasyonunu sağlayan bir yapıdır. Komite toplantılarında, para politikası araçlarının parametrelerinin ve döviz kuru

[91] https://www.cbar.az/infoblocks/corridor_percent, (13/03/2018)
[92] Azerbaycan Merkez Bankası, 2017 Yılında Para Politikasının Esas Yönleri Hakkında Beyanat, 2017, https://www.cbar.az/assets/4254/2017-BEYANAT_-_SON.pdf, (19/03/2018), s.6

politikasının değiştirilmesi konusunda Yönetim Kurulu'na önerilerde bulunulmaktadır. Komiteyi Merkez Bankası başkanı yönetmekte, üyeleri ise para politikalarının işlenmesinde, hayata geçirilmesinde görev alan departman müdürlerinden oluşmaktadır.

Komitenin görevleri aşağıdakilerdir:[93]

- Milli ve küresel boyutta yaşanan ekonomik süreçleri analiz etmek
- Para ve kur stratejilerinin hazırlanması ve Merkez Bankası Yönetim Kuruluna aktarılması
- Para politikası araçlarıyla ilgili uygulama ve geliştirilmesi ile ilgili müzakereler
- Para politikasının operatif hedeflerine dair karar alma ve sonuçlarının değerlendirilmesi
- Para politikasının hedefleri üzerinde finansal istikrar politikasının etkisini tartışır.

Bunun yanı sıra yaşanan ekonomik resesyon sebebiyle makroekonomik istikrarın ve ülke ekonomisinin rekabet gücünün korunması, orta ve uzun vadede ülke ekonomisi üzerindeki mevcut ve potansiyel olumsuz etkilerin önlenmesi için ihtiyati tedbirlerin alınması amacıyla 2016 yılının Temmuz ayında Finansal İstikrar Konseyi kurulmuştur.[94] Konseyin faaliyetleri arasında finansal istikrarın mevcut durumu ve çerçevesi, finansal istikrarın mevcut ve potansiyel tehditleri ve riskleri ile mali, parasal ve finansal sektörler dahil olmak üzere küresel ve ulusal ekonomideki yasal çerçeveyi analiz eder ve Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı'na önerilerde bulunur. Ayrıca ülkede mevcut ve ara dönemlere ilişkin makroekonomik politikaların koordine edilmesi ve mali, parasal ve finansal istikrar kararlarının kabulü ve uygulanması da bu konseyin faaliyet alanları arasında yer almaktadır.[95] Finansal İstikrarın korunmasında ve ister maliye isterse de para politikasının şekillenmesinde yardımcı olan bu tipli kuruluşlar ABD'de Finansal İstikrar Gözetim Konseyi, Avrupa Birliğinde (AB) Avrupa Sistemik Risk Kurulu ve aynı zamanda Türkiye'de

[93] Azerbaycan Merkez Bankası, Para Politikası Komitesi Hakkında Esasname, 2016, https://www.cbar.az/assets/1116/Pul_siyas%C9%99ti_Komit%C9%99sinin_%C6%8Fsasnam%C9%99si.pdf, (22/03/2018)
[94] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Azerbaycan Cumhuriyetinin Finansal İstikrar Konseyinin kurulması Hakkında 995 Sayılı Ferman, 2016, https://www.president.az/articles/20613, (25/03/2018)
[95] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Finansal İstikrar Konseyi Esasnamesi, 2017, https://www.president.az/articles/24837, (25/03/2018)

Finansal İstikrar Komitesi ismiyle faaliyetde bulunmaktadır. Ancak bu kuruluşlar yaptırım yetkisi şeklinde değil, tavsiye karakterli faaliyette bulunmaktadırlar.[96]

2.8. Sermaye Yatırımları

Azerbaycan da dahil olmakla gelişmekte olan ülkelerin en büyük ekoonomik politikalarından birisi ve en esası yabancı sermayenin ülkeye teşvik edilmesidir. Bağımsızlığının ilk dönemlerinden başlayarak yatırımlar konusunda gerekli yasal mevzuatlar ve düzenlemeler yapılmış, yabancı yatırımların korunması ve teşviki ile ülkeye sermaye akımı sağlanmaya çalışılmıştır. Çünkü yabancı sermaye bir ekonominin diğer ekonomilere entegrasyonunu ve kalkınmasını sağlamaktadır. Azerbaycan'da yatırımlar genel olarak bakıldığında petrol sektörü, onun pazarlanma ve ihracatı üzerinde yoğunlaşmaktadır.[97]

15 Ocak 1992 tarihinde, "Yabancı Yatırım Haklarının Korunması Hakkında" kanun kabul edilmiş ve ülkedeki yabancı yatırımların hukuki ve ekonomik temeli belirlenmiş ve bu koruma için devlet garantisi verilmiştir. 1995 yılında kabul edilen "Yatırım Faaliyetleri Hakkında" Yasası, son olarak 19 Nisan 2005 tarihinde Azerbaycan Parlamentosu tarafından bazı değişikliklerle yeniden kabul edildi. Bu yasa, yabancı ekonominin ülke ekonomisine katılımını, uluslararası ekonomik ilişkileri ve bağımsızlığın gelişmesini ve tüm yabancı yatırımların garantisini içermektedir.

1995-2002 yılları arasında ekonomiye kazandırılan toplam yatırım hacmi 10,88 milyar AZN iken 1995-2016 yılları arasında bu rakam 206,9 milyar AZN oluşturmuştur. Bunlardan yurtiçi yatırımın payı 1995-2002 yılları arasında 2,9 milyar AZN iken 1995-2016 yılları toplamında 100 milyar AZN'i geçmektedir. Yabancı yatırımların 1995-2002 toplamı 7,96 milyar AZN iken 1995-2016 yılları arasında toplam yabancı yatırım miktarı yaklaşık 106,9 milyar AZN oluşturmaktadır. Bu istatistiklerden de göründüğü üzere ülkeye esas yatırım miktarı 2003 ve sonrası "Gelişme Dönemi" olarak tabir ettiğimiz süre zarfında gerçekleşmiştir. Petrol sektörüne yönelen 1995-2015 yılları arası toplam yatırım tutarı 80

[96] Ethem SANCAK, "Sistemik Risk Yönetimi ve Finansal Sistem Tasarımı İlişkisi", **İktisat İşletme ve Finans dergisi,** Cilt 30. Sayı 357, 2015, ss.60-61
[97] Murad İSKENDER, **a.g.e.,** ss.32-33

milyar USD'e yakınken petrol dışı sektörün aynı yıllar arasında toplam tutarı 139 milyar USD oluşturmaktadır.[98] Tablo 8'de yıllara göre yapılan yurtiçi ve yabancı yatırımlar ifade edilmiştir.

Tablo 8. Yıllara Göre Yapılan Yatırım Grupları (milyon AZN ve USD ile)

Yıllar	Yabancı Yatırımlar		Yurtiçi Yatırımlar		Toplam Yatırımlar	
	AZN ile	USD ile	AZN ile	USD ile	AZN ile	USD ile
1995	331,4	375,1	149,3	169,0	480,7	544,1
1996	533,1	620,5	267,7	311,6	800,8	932,1
1997	1 042,4	1 307,3	308,7	387,2	1 351,1	1 694,5
1998	1 139,0	1 472,0	356,1	460,2	1 495,1	1 932,2
1999	898,6	1 091,1	395,2	479,9	1 293,8	1 571,0
2000	829,5	927,0	460,3	514,4	1 289,8	1 441,4
2001	1 016,8	1 091,8	437,7	470,0	1 454,5	1 561,8
2002	2 172,8	2 234,9	546,0	561,7	2 718,0	2 796,6
2003	3 311,0	3 371,0	938,3	955,3	4 249,3	4 326,3
2004	4496,3	4 575,5	1 324,0	1 347,3	5 820,3	5 922,8
2005	4 628.5	4 893.2	2 104.9	2 225.3	6 733.4	7 118.5
2006	4 514.2	5 052.8	2 901.4	3 247.6	7 415.6	8 300.4
2007	5 727.2	6 674.3	4 626.7	5 391.8	10 353.9	12 066.1
2008	5 625.8	6 847.4	7 702.2	9 374.6	13 328.0	16 222.0
2009	4 395.1	5 468.6	6 079,9	7 564.9	10 475.0	13 033,5
2010	6 619.7	8 247.8	7 499,2	9 343,6	14 118,9	17 591,4
2011	6 849,8	8 673,9	10 199,0	12 915,0	17 048,8	21 588,9
2012	8 102,7	10 314,0	12 148,4	15 463,8	20 251,1	25 777,8
2013	8 269,3	10 540,9	13 178,9	16 799,1	21 448,2	27 340,0
2014	9 175,7	11 697,7	12 715,0	16 209,8	21 890,6	27 907,5

[98] http://www.economy.gov.az/article/iq-yon-invest/23015, (07/04/2018)

2015	10 998,9	10 719,1	9 058,5	8 828,1	20 057,4	19 547,2
2016	16 216,1	10 161,1	6 652,4	4 168,4	22 868,5	14 329,5

Kaynak: ADİK, www.stat.gov.az, (11/04/2018)

Azerbaycanda yapılan yabancı yatırımların ülkelere göre bölünmesinde ABD ve İngiltere, 1993 ve 2016 yılları arasında Azerbaycan'da yabancı yatırımın %25'inde ilk sırada yer almaktadır. Türkiye %15 payla üçüncü sırada yerini almaktadır. İranlı yatırımcıların ise Azerbaycan ekonomisine 166 milyon dolar yatırım yaptığı görülmektedir. Bu yatırımların 110 milyon doları petrol sektörüne yatırıldı. Yabancı yatırım payının 2015 yılı bölünmesi dikkate alındığında, Türkiye diğer ülkelerin önündedir. Şöyle ki, 2014 yılında, Türkiye Azerbaycan ekonomisine 481,4 milyon dolar yatırım yapmıştır. İkinci ve üçüncü sıralamada ise İngiltere ve Hollanda'dır. Bu ülkeler, 2014 yılında Azerbaycan'da sırasıyla 153,5 ve 103,8 milyon dolar yatırım yapmışlardır. Yabancı yatırımların yıllara göre dağılım şekli ise aşağıdaki tablodaki gibidir :

Tablo 9. Yıllara Göre Yabancı Yatırımlar (milyon USD ile)

Yıllar	Finansal Krediler	Petrol Sanayisine Yatırımlar	Yabancı Yatırımlı Şirketler	Petrol Bonusu	Diğer Yatırımlar	Toplam Yabancı Yatırımlar
1995	220,4	139,8	14,9	-	-	375,1
1996	101,5	416,2	102,8	-	-	620,5
1997	196,3	780,1	330,9	-	-	1 307,3
1998	120,0	891,8	460,2	-	-	1 472,0
1999	336,2	544,5	210,4	-	-	1 091,1
2000	262,9	546,1	118,0	-	-	927,0
2001	192,0	820,5	79,3	-	-	1 091,8
2002	223,0	1 966,3	45,6	-	-	2 234,9
2003	238,3	2 972,4	45,4	58,6	56,3	3 371,0
2004	293,0	4 088,1	104,2	21,6	68,6	4 575,5

2005	698,4	3 799.9	230,5	1	163,4	4 893.2
2006	983,5	3 422.3	368,4	17	261,6	5 052.8
2007	1 576.6	4 003.3	439,1	68,2	587,1	6 674.3
2008	2 357.9	3 350.7	494,1	3,5	641,2	6 847.4
2009	1 438.3	2 412.7	624,4	1	992,2	5 468.6
2010	3 405.9	2 955.3	659,6	2	1 225.0	8 247.8
2011	3 692,5	3 407,8	886,0	19,9	667,7	8 673,9
2012	3 135,5	4 287,8	1 094,5	2	1 794,2	10 314,0
2013	2 655,8	4 935,2	1 041,0	2,4	1 906,5	10 540,9
2014	1 880,6	6 730,7	1 318,5	17,0	1 750,9	11 697,7
2015	2 210,2	6 622,7	860,4	2	1 023,8	10 719,1
2016	2 197,8	5 617,4	1 706,2	0,1	639,6	10 161,1

Kaynak: ADİK, www.stat.gov.az, (11/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyetinin 2014-2018 yılları arası sosyo-ekonomik gelişim programına göre yatırım yönleri aşağıdaki maddeler şeklinde hedeflenmiştir:[99]

- Yatırımların petrol dışı sektörün ve bölgelerin gelişimine kaydırılması
- Azerbaycan bölgelerinin yatırım politikaları içinde öncelik sahibi olması
- Ülkedeki yatırım faaliyetlerinin sosyal boyutunu daha da güçlendirmek
- Nano-teknoloji alanına yatırımların teşviki
- İhracata dayalı ve yüksek katma değer oluştura bilecek alanlara yerli ve yabancı yatırımların teşviki
- Oluşturulmakta olan sanayi parklarına yatırımların arttırılması

Yatırım imkanlarının daha da artması ve kolaylaştırılması üzere "tek pencere" sistemi yürürlüğe konulmuş, böylece yatırımcıların hukuki işlemleri oldukça kolaylaştırılmıştır. Ayrıca Azerbaycan WB'nın raporlarına göre iş kurma reytinginde 2018 yılında 18. sırada yer almakta, toplam ortalamada ise 190 ülke içinde 57. sırada yerini

[99] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, **"Azərbaycan Cumhuriyeti Bölgelerinin 2014-2018 Yıllarında Sosyo-Ekonomik Gelişimi Hakkında" Devlet Programı,** Bakü, 2014, ss.10-11

tutmaktadır.[100] Bu rakam 2017 verileriyle kıyaslandığında ülkenin 8 sıralama öne geçtiğini gösteriyor. Yasal prosedürler 2015 yılında 6 aşamalı prosedürler 3 aşamalı prosedüre indirilmiş ve gerekli zaman itibarile 5 gün[101] iken, 2016[102] ve 2017 yıllarında prosedür sayısı 2'e, gerekli zaman ise 3 güne[103] indirilmiştir. Bu raporların göstermiş olduğu önemli kriterlerden birisi de yatırımcıların korunması kriteridir ki burada da Azerbaycan 2015 yılında küçük yatırımcıların korunması endeksinde 51. sırada yer alırken 2016 yılı raporunda 36. sıraya ve 2018 yılına gelindiğinde ise 190 ülke içerisinde 10. sıraya yükselmiştir.

100 WB, Doing Business 2018 report, 2018, http://www.doingbusiness.org/~/media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf, (09/04/2018), p.145
101 WB, Doing Business 2015 report, 2015, http://www.doingbusiness.org/~/media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB15-Full-Report.pdf, (09/04/2018), p.170
102 WB, Doing Business 2016 report, 2016, http://www.doingbusiness.org/~/media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf, (09/04/2018), p.186
103 WB, Doing Business 2017 report, 2017, http://www.doingbusiness.org/~/media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB17-Report.pdf, (09/04/2018), p.191

III BÖLÜM

BAĞIMSIZLIK SONRASI AZERBAYCAN SERMAYE PİYASASI GELİŞİMİ VE YAPISI

Bu bölümde Azerbaycan sermaye piyasasının geçmiş olduğu tarihsel süreç, kabul edilen kanun ve kararnameler hakkında bilgi vererek ülke sermaye piyasasında yetki sahibi olan kurumların yapısı ve faaliyetleri hakkında bilgi verilecektir. Aynı zamanda gerçekleştirilen program ve planlar, verilen lisanslar ve yatırımcıların korunması ile ilgili bilgiler sunulacak, bu alanda kabul edilen devlet programının işleyişi hakkında bahs edilecektir.

3.1. Azerbaycan Sermaye Piyasası Tarihi

Azerbaycan'da menkul kıymetler piyasasının oluşumu 19. yüzyılın 80'li yıllarına tesadüf etmektedir. O dönemde 1886 yılında "Bakü Emtia Borsası" kurulmuş, tahvil ve menkul poliçelerin toplu ihracı gerçekleştirilmiştir.[104] 20. yüzyılın başlarında Azerbaycan'daki petrol hasılatı tutarı o dönemdeki dünya petrol hasılatının %50'sinden fazlasını oluşturuyordu. Bu da Azerbaycan'da yatırım imkanlarını daha teşvik edici hale getirdiği için iş adamlarının yatırım yapma merkezine çevrilmiş, dolayısıyla bu da finansal piyasanın gelişimini etkin kılmıştır. Bu sebepledirki Azerbaycan'da finansal piyasaların gelişimi 20. yüzyılın başlarıyla daha sık ilişki içinde olmaktadır. Azerbaycan'da ilk hisse senetleri Bakü Tüccarlar Bankasının Tüzüğünün onaylanması ile piyasaya aktarılmıştır. Mevcut gelişme eğilimi işletmelerin ve ekonominin borsalar üzerinden işlem yapma sürecini hızlandırmakta ve aynı zamanda yerel şirketlerin menkul kıymetlerinin ihracatını da teşvik etmekteydi. Sermaye piyasasının gelişimi Azerbaycan Halk Cumhuriyeti döneminde de gelişmesini sürdürmüş ancak bu gelişim süreci SSCB işgaliyle birlikte hızlanma sürecini kaybetmiştir. Azerbaycan'da, menkul kıymetlerin işlemleri 23 Aralık 1917'de Sovyet Merkezi Yürütme Kurulu kararı ile yasaklandı ve Ocak 1918'de Çarlık hükümeti ve Geçici

[104] Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **Menkul Kıymetler Piyasası,** 1.Baskı, Bakü: Papyrus advertising Matbaası, 2015, s.7

Hükümet'in tüm iç ve dış borç ve yükümlülükleri kaldırıldı. Böylece, esas olarak, menkul kıymetler piyasası faaliyetlerini durdurdu. SSCB'de, menkul kıymetler piyasası 1922'de yeni ekonomik politikaya geçişle bağlantılı olarak yeniden canlandırıldı - anonim şirketlerin ortaya çıkmasıyla birlikte, şirket menkul kıymetler piyasasının gelişimini destekledi. Aynı yıl, SSCB'de ilk uzun vadeli tahviller piyasaya çıkarılmış ve bu menkul kıymetlerin dolaşım süresi 11 yıl olmuştur. Genel olarak, SSCB'nin menkul kıymetler piyasası gelişmiş ülkelerin benzer pazarlarındaki zayıflığı ile karakterize edilmiştir. Bununla birlikte, 1980'lerin ikinci yarısından bu yana, SSCB'deki siyasi ve ekonomik çevrenin bozulması ve devletin yönetilemez hali, diğer alanlarda olduğu gibi menkul kıymetler piyasasında da durumu daha da kötüleştirdi. Bütün bu nedenlerden ötürü, bu alandaki politika reformları, Sovyetler Birliğinde menkul kıymetler üzerindeki yükümlülüklerin askıya alınmasıyla sonlandırılmıştır. Sonuç olarak, diğer Sovyetler Birliği ülkelerinde olduğu gibi, Azerbaycan'daki büyük kamu tahvilleri de değersiz hale geldi ve insanlar yıllarca biriktirdikleri birikimlerini ve mali kaynaklarını kaybettiler. Kuşkusuz, böyle bir durum uzun bir süre boyunca Azerbaycan halkının menkul kıymetler piyasasına olan güvenini büyük ölçekte sarsmıştır.[105]

Bağımsızlığından sonraki dönemde Azerbaycan'daki sermaye piyasası gelişme süreci 3 aşamada değerlendirile bilir. 1. aşama olarak 1992-1995 yıllarını kapsayan "Oluşum dönemi", 2. aşamada "Şekillenme dönemi" olarak ifade edilen 1995-2000 yılları arası süreci ve son olarak da 3. aşamada "Gelişim dönemi" şeklinde ifade edilen 2000 yılından günümüze olan zamanı göstermek mümkündür. Oluşum ve şekillenme süreçlerinde bahs edilen alanda gerekli yasal mevzuatlar yürürlüğe konulmuş ve bu mevzuatların doğru yönetilmesi hususunda bazı plan ve programlar kabul edilmiştir. 1991 yılında kurulmuş olan Bakü Fon Borsası (BFB) Azerbaycan Cumhuriyeti'nin yeni oluşan menkul kıymetler piyasasında ilk borsa olmuştur. 15 Ocak 1992 yılında kabul gören "Yabancı Yatırımın Korunması Hakkında" 57 sayılı kanun Azerbaycan Cumhuriyeti'nde yabancı yatırımların hukuki ve ekonomik ilkelerini tanımlar. Kanun, yabancı finansal kaynakların cazip ve rasyonel

[105] Yaşar MEMMEDOV, **Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Fon Piyasasının Formalaşması ve Gelişimi İstikametleri,** 1. Baskı, Bakü: Avrupa Neşriyyatı, 2016, ss. 69-73

kullanımını, ileri düzeyde yabancı teknik ve teknolojiyi, kamu sektöründeki yönetim uygulamalarını ve yabancı yatırımcıların haklarının korunmasını sağlamayı amaçlıyordu. Ayrıca kanunda yabancı yatırım konusunda devletin teminatları, onların menkul kıymetleri elde etme şekilleri, ülke içerisindeki serbest bölgelerde yatırım olanakları ifade edilmiştir. Ekonomik değişimler ve gelişmeler sebebiyle bu kanunda günümüze kadar 20'e kadar değişiklik ve çıkarmalar kayda alınmıştır.[106] Azerbaycan Cumhurbaşkanının 1992 yılının 24 Kasım tarihli 383 sayılı kabul edilen "Menkul Kıymetler ve Fon Borsaları Hakkında" kanunu sermaye piyasası alanında önemli görev almıştır. Bu kanun, yatırımcıların haklarının korunması ve Azerbaycan Cumhuriyeti ekonomisinin etkin bir şekilde gelişmesini teşvik etmek amacıyla, menkul kıymetler piyasası katılımcılarının faaliyetlerini düzenleyen menkul kıymetlerin emisyon ve tedavülünün tek bir düzen altında toplanması kurallarını tanımlamaktaydı.[107] 21 Haziran 1993 tarihinde o dönemdeki ismiyle Azerbaycan Milli Bankası (şimdiki ismiyle Merkez Bankası) ve önde gelen devlet kredi teşkilatları Bakü Bankalararası Döviz Borsasını kurmuştur. Faaliyetinin esas amacı ise ülkedeki döviz piyasasının organize piyasa şeklinde teşkili olmuştur.[108]

Azerbaycan Cumhuriyeti'nde anonim şirketlerin kurulması, işletilmesi ve faaliyetlerine yasal teminat sağlanması amacıyla 12 Temmuz 1994 tarihinde "Anonim Şirketler Hakkında" yasası kabul edilmiştir. Bu kanuna göre anonim şirket kapalı veya açık tip anonim şirketler şeklinde oluşturulabilir, hisseleri sadece kurucular arasında dağıtılan ve kurucuların çoğunluğunun onayı ile yabancılaştırıla bilen şirket, halka açık bir şirket olarak oluşturulmaktaydı. Kanun, hissedarların görev ve hakları, şirketin fon ve sahip olduğu mülkiyyeti, yönetim kurulları hakkında maddeleri içermektedir.[109]

Azerbaycan Cumhurbaşkanının yürürlüğe koymuş olduğu "Yatırım Faaliyeti Hakkında" 13 Ocak 1995 tarihli 952 sayılı kanun Azerbaycan Cumhuriyeti'nde yatırım

---

106 Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Yabancı Yatırımın Korunması Hakkında" 57 Sayılı Kanun, 1992, http://www.e-qanun.az/alpidata/framework/data/7/f_7000.htm, (27/03/2018)
107 Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Menkul Kıymetler ve Fon Borsaları Hakkında" 383 Sayılı Kanun, 1992, http://www.e-qanun.az/framework/doc/7941, (27/03/2018)
108 MEMMEDOV, **a.g.e.,** s.75
109 Azerbaycan Cumhuriyeti Milli Meclisi, "Anonim Şirketler Hakkında" 850 Sayılı Kanun, 1994, http://www.e-qanun.az/framework/doc/9083, (27/03/2018)

faaliyetlerinin genel sosyal, ekonomik ve yasal koşullarını tanımlıyordu. Yasa, yatırımın Azerbaycan Cumhuriyeti'nin sosyo-ekonomik gelişiminin yanı sıra uluslararası ekonomik işbirliği ve entegrasyonun geliştirilmesini ve tüm yatırımcıların mülkiyet biçimlerine bakılmaksızın haklarının eşit korunmasını sağlamayı amaçlıyordu. Bu yasa aynı zamanda devletin özelleştirme politikalarında da önemlilik arz etmekteydi.[110]

Sermaye piyasasının II aşaması olan Şekillenme Dönemi (1995-2000), Azerbaycan'da menkul kıymetler piyasasının ana aşaması olarak düşünülmelidir. Bu dönemde 29 Eylül 1995 tarihinde Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı "1995-1998 yılları arasında Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Devlet Mülkiyetinin Özelleştirilmesine İlişkin Devlet Programı"nı onayladı. Program, Azerbaycan Cumhuriyeti yasalarına uygun olarak geliştirilmiş ve özel hedef ve amaçları, özelleştirmenin yönlerini, müddet ve aşamalarını, özelleştirilecek işletmelerin sınıflandırılmasını, anonim şirketlere dönüşümleri, özelleştirme payının kullanımı ayrıca ondan kullanım kurallarını belirlemekteydi.[111] Bu programın hemen ardından "Devlet İşletmelerinin Anonim Şirkete Dönüştürülmesi Kuralları Hakkında" esasname kabul edilmiş, esasnamede devlet işletmelerinin anonim şirketlere dönüştürüldükten sonra hisselerinin satışı koşulları belirlenmiştir. Bu esasnameye göre kamu mülkiyetinin özelleştirilmesinin sektörel özellikleri dikkate alındığında, özelleştirmeye getirilen kısıtlamalar yalnızca devlet mülkiyetindeki (oy hakları) %51 hissenin ve devletin kısıtlayıcı kısmının (%25,5'ten az olmamak kaydıyla) sahip olunması ile uygulanabilir olmasıydı.[112]

Bu dönemde Devlet Emlak Komitesi kurulmuş, bu komite sayesinde özelleştirme politikalarıyla anonim şirket sayısı giderek artış göstermiştir. Bu zaman zarfında 1000'den fazla anonim şirket kurulmuş, 70 bin kişiden fazla hissedardan ibaret yatırımcı kitlesi

---

110 Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Yatırım Faaliyeti Hakkında" 952 Sayılı Kanun, 1995, http://www.e-qanun.az/alpidata/framework/data/9/f_9367.htm, (28/03/2018)

111 Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "1995-1998 yılları arasında Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Devlet Mülkiyetinin Özelleştirilmesine İlişkin Devlet Programı"nın Onaylanması Hakkında 1120 sayılı Kanun, 1995, http://www.e-qanun.az/framework/9472, (27/03/2018)

112 Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Devlet İşletmelerinin Anonim Şirkete Dönüştürülmesi Kuralları Hakkında" 208-IQ Sayılı Esasname, 1996, http://www.stateproperty.gov.az/index.php/az/video-qalereya/327-%C9%99sasnam%C9%99nin-t%C9%99sdiq-edilm%C9%99si-haqq%C4%B1nda, (27/03/2018)

oluşturulmuştur.[113] 6 Şubat 1996 tarihinde Azerbaycan Cumhuriyeti "Tüzel Kişilerin Devlet Tescili Hakkında Kanun" kabul edildi. Bu Kanun; teşkilati, hukuki, mülkiyet ve bağlılık durumuna bakılmaksızın Azerbaycan'da kurulan tüzel kişilerin ve yabancı tüzel kişiliklerin temsilciliklerinin devlet kayıtlarının hukuki ve yapısal temelini belirlemeyi amaçlıyordu. Bu kanun da 2003 yılının 12 Aralık tarihinde 560-IIQ sayılı gelişmiş yeni kanunla değiştirilmiştir.[114] Azerbaycan'da menkul kıymetler piyasasının önemli bir bölümünü oluşturan Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen Kısa Vadeli Devlet Menkul Kıymetler Yerleştirme Piyasası, Eylül 1996'da faaliyete başlamıştır. Aynı yılda Milli Banka ile Maliye Bakanlığı arasında gerçekleştirilen anlaşma esasında Kısa Vadeli Menkul Kıymetlerin emisyonu, ihracı ve tedavülü şartlarını belirleyen esasname imzalandı.[115] 1992 yılında kabul edilen "Menkul Kıymetler ve Fon Borsaları Hakkında" kanun Azerbaycan Cumhuriyeti Milli Meclisinin 14 Temmuz 1998 yılı kabul edilen "Menkul Kıymetler Hakkında" kanunu ile değiştirilmiştir.

Kabul edilen ilk özelleştirme programında ülkenin Menkul kıymetler piyasasında önemli kuruluşlardan olan Ulusal Takas ve Saklama Kuruluşuna (MDM) da yer verilmiş, Menkul kıymetler piyasasında merkezi bir kayıt hizmeti oluşturmak için, 14 Mayıs 1997 tarihli "Ulusal Takas ve Saklama Sistemi Üzerine" ve "Devlet İşletmelerinin Özelleştirilmesi Zamanı Kurulmuş Anonim Şirketlerin ve Yatırım Fonlarının Yatırımcılarının Kaydının Yürütülmesi Kuralları Hakkında" Esasnameler Cumhurbaşkanlığı tarafından kabul edilmiş, böylelikle Ulusal Takas ve Saklama Kuruluşu 18 Eylül 1997 tarihinden itibaren faaliyete geçmiştir.[116]

Sermaye piyasası adına dönemin en önemli kararlarından birisi de sermaye piyasası kurumlarının başında yer alan Azerbaycan Menkul Kıymetler Devlet Komitesinin (MKDK) kurulması hakkında verilen 30 Aralık 1998 yılı Fermanı önemli yere sahiptir. Bu Fermanın

---

113 Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **a.g.e.,** s.7
114 Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Tüzel Kişilerin Devlet Tescili Hakkında" 560-IIQ Sayılı Kanun, 2003, http://e-qanun.gov.az/framework/5403, (28/03/2018)
115 Azim ABBASOV, **Menkul Kıymetler Piyasasının Formalaşması ve İnkişaf Perspektifleri,** 1.Baskı, Bakü: BBU Yayınları, 2005, ss.14-15
116 http://mdm.gov.az/cat/32, (29/03/2018)

ardından 26 Temmuz 1999 tarihinde Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanı'nın "Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesinin Faaliyetinin Temin Edilmesi"ne ilişkin 161 Sayılı kararnamenin imzalanması, ülkedeki organize menkul kıymetler piyasasının oluşumunda çok önemli bir rol oynamıştır.[117] Böylelikle sermaye piyasası alanında gerekli kurum ve kuruluşların, gerçekleştirilecek faaliyet için gerekli olan yasal düzenlemelerin büyük bir çoğunluğu gerçekleşmiştir. 8 Kasım 1999 tarihli Kararname ile onaylanan "Menkul Kıymetler Faaliyeti Alanında Belirli Faaliyet Türlerinin Lisanslanması Kurallarının Onaylanması Hakkında" 202 Sayılı Ferman, ülkede sivil menkul kıymetler piyasası altyapısının kurulmasını, bu alandaki 12 tür faaliyetin düzenlenmesi ve teşvik edilmesini temin etmiş, kooperatif menkul kıymetler piyasasının iyileştirilmesi ve yatırımların ekonomiye kazandırılması hususunda önemli adım olmuştur.[118]

1999 yılının Eylül ayında MDM yeniden yapılanmaya gitmiş ve depozitör hizmetlerini sunmaya başlamıştır. Bunun ardından 1999 yılının 25 Aralık tarihinde başlayan, borsa kurulması üzerine yapılan çalışmalar 2000 yılının başlarında sonuç vermiş ve BFB kurulmuştur. Böylelikle modern sermaye piyasasının aracıları olan broker ve diller (dealer) kavramları ülke sermaye piyasasında yerini almıştır.[119]

Ülke sermaye piyasası adına III dönem olarak yorumlanan "Gelişim Dönemi" 2000 yılı itibarile başlamış ve bu süreç günümüze kadar sürdürülmektedir. Bu dönem içerisinde 2000 yılında kabul edilen ve 2000 yılının Temmuz ayı ile 2001 yılının Aralık ayına kadar yürütülmesi planlanan kısa dönemli "Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Menkul Kıymetler Piyasasının Gelişimi Programı" yürürlüğe girmiştir. Programa göre Azerbaycan menkul kıymetler piyasasında devlet politikasının ve menkul kıymetler alanında genel ana faaliyet yönleri belirtilmiştir. Piyasa gelişiminin temel yönü, menkul kıymetler piyasasının yasama tabanının oluşturulması, menkul kıymetler piyasasının altyapısının geliştirilmesi,

---

117 Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesinin Faaliyetinin Temin Edilmesi Hakkında" 161 Sayılı Ferman, 1999, http://www.e-qanun.az/framework/4813, (31/03/2018)
118 Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Menkul Kıymetler Faaliyeti Alanında Belirli Faaliyet Türlerinin Lisanslanması Kurallarının Onaylanması Hakkında" 202 Sayılı Ferman, 1999, http://www.e-qanun.az/framework/2942, (30/03/2018)
119 Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **a.g.e.,** s.8

yatırımcıların kurumsal bir sisteminin oluşturulması, menkul kıymetler piyasasında yatırımcıların haklarının korunması, menkul kıymetler piyasasında uzmanların hazırlanması, uluslararası ilişkilerin geliştirilmesi, menkul kıymetler piyasasında açık bir bilgi sisteminin oluşturulması temel hedefler arasında yer almıştır. 2000 yılının 9 Şubat tarihinde "Yabancı Tüzel ve Bireysel Kişilerin Menkul Kıymet Piyasasına Katılımı" kuralları belirlenmiştir.[120]

"Azerbaycan Cumhuriyetinin Menkul Kıymetler Devlet Komitesi Hakkında Esasname ve Komitenin Yapısının Onaylanması" 5 Mart 2009 yılı fermanı ile MKDK yeni bir yapılanma içine girmiştir. Bu fermanla MKDK'nın faaliyet alanları, görev ve yetki dairesi belirlenmiştir.[121] Normatif-hukuki altyapının iyileştirilmesi açısından bir sıra kanun ve kararnameler kabul edilmeye devam etmiştir. 22 Kasım 2010 tarihinde "Yatırım fonları hakkında" 1101-IIIQ Sayılı kanunun yürürlüğe girmesi ile piyasaya yeni ve modern araçların üretilmesi için gerekli zemin yaratılmıştır. Yasada aynı zamanda yatırım fonlarının türleri, yönetim şekli, yabancı yatırım fonlarının kurulması için gerekli belge ve bilgiler, yatırım fonunun yeniden yapılanması ve fesh edilmesi gibi ve s. konular ele alınmıştır.[122]

2010 yılında menkul kıymetler alanında yapılanma ve hukuksal yapının genişletilmesi amacıyla sermaye piyasasının orta vadeli gelişim programını oluşturmak amacıyla Dünya Bankası desteğiyle "FİRST" Teşebbüs programı oluşturulmuş, yurtdışından profesyönel uzmanların da davetiyle sermaye piyasasının değerlendirilmesi yapılmıştır. Menkul kıymetler piyasasının orta vadeli kalkınma stratejisi ve değerlendirmenin sonucu olarak geliştirilen koordineli tedbirler planı, aynı yılın Ekim ayında Hükümet'in ekonomik blok temsilcilerinin de katılımıyla geniş ölçekte ele alınmıştır. Bunlarla birlikte, aynı zamanda sınır ötesindeki sermaye piyasası ticaretlerine denetimin sağlamlaştırılması

[120] Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, "Yabancı Tüzel ve Bireysel Kişilerin Menkul Kıymet Piyasasına Katılımı" 026 Sayılı Emir, 2000, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/a51.pdf, (31/03/2018)
[121] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyetinin Menkul Kıymetler Devlet Komitesi Hakkında Esasname ve Komitenin Yapısının Onaylanması" 70 Sayılı Ferman, 2009, http://www.e-qanun.az/framework/16405, (31/03/2018)
[122] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Yatırım Fonları Hakkında" 1101-IIIQ Sayılı Kanun, 2010, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/05.pdf, (01/04/2018)

amacıyla diğer ülkelerle protokoller imzalanmış, Anlaşma Memorandumları yürürlüğe girmiştir.[123]

24 Kasım 2010 tarihli 358 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesi'nin 13. paragrafına uygun olarak "2011-2020 yılları için Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Menkul Kıymetler Piyasası Gelişimine İlişkin Devlet Programı"nın Taslağının başlatılması amaçlanmış, 16 Mayıs 2011 tarihinin 1504 Sayılı Kararla program onaylanmıştır. Bu Devlet Programında pazar mimarisinin geliştirilmesi, menkul kıymet ticaret, takas-hesaplaşma süreçlerinin basitleştirilmesi ve optimizasyonu, doğrudan işleme ilkesi temelinde bütünleşmiş elektronik ticaret platformu oluşturulması ve genel olarak menkul piyasasının kurumsal gelişimi konuları yer almıştır. Belirtilen Devlet Programı'nın uygulanması 10 devlet kurumuna tahsis olunmuş ve koordinasyonu MKDK'ya verilmiştir. Devlet Programı'nın etkin kullanımını sağlamak ve ilgili devlet kurumlarının bu doğrultuda faaliyetlerini koordine amacıyla MKDK, Merkez Bankası, Ekonomik Kalkınma, Adalet, İletişim ve Bilgi Teknolojileri, Vergiler, Eğitim, Maliye bakanlıkları, Emlak Meseleleri Devlet Komitesi ve Devlet Denetim Otoritesi (Auditors Commitee) temsilcilerinden oluşan "Menkul Kıymetler Koordinasyon Grubu" oluşturulmuştur.[124] Ayrıca, Devlet Programı'nın uygulanmasının sağlanması amacıyla MKDK Başkanı'nın emriyle 2011-2012 yılları kapsayan Tedbirler Planı onaylanmış ve uygulanmasına başlanmıştır. 2013 yılında Şirketlerin menkul kıymetler piyasasında hisse senedi piyasalarına yatırım yapmalarını teşvik etmek amacıyla Sermaye Piyasası Modernizasyonu Projesi uzmanları ile birlikte Listing Danışmanlık Programı başlatılmıştır. Listing Danışmanlık Programı döneminde bir veritabanı, eğitim ve öğretim materyalleri hazırlanmış, eğitim ve profesyonel danışmanlık hizmetleri ile sermaye piyasasını finanse etmek isteyen potansiyel şirketlerini seçmek üzere bir Listing Danışmanlık Grubu kurulmuştur.[125]

---

[123] Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2010 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2011, ss.3-4
[124] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "2011-2020 yılları için Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Menkul Kıymetler Piyasası Gelişimine İlişkin Devlet Programı" 1504 Sayılı Karar, 2011, http://www.e-qanun.az/framework/21672, (01/04/2018)
[125] Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2013 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2014, s.8

2014 yılında menkul kıymetler piyasasının ticaret ve post-ticaret mimarisini sadeleştirmek, optimize etmek ve kurumsallaştırmak için bir dizi yenilik gerçekleştirilmiştir. Dünya Bankası'nın "Sermaye Piyasalarının Modernizasyonu" Projesi kapsamında menkul kıymetler piyasasının ticaret, muhasebe ve kontrol sistemleri ile entegrasyonu 2014 yılında menkul kıymetler piyasasının alım satımı ve ticaret sonrası altyapısının modernizasyonu ile başlamıştır. 2015 yılının ilk çeyreğinde tedarik sürecinin tamamlanması, 2015 yılında sistemlerin kurulumunun tamamlanması ve 2016 yılından itibaren kullanıma açık hale getirilmesi planlanmıştır.[126]

Gelişen piyasa ekonomisi, menkul kıymetler piyasasındaki süratli ilerlemeler, değişen koşullar menkul kıymetler alanında yeni bir kanunu gerekli kılmış, böylelikle 1284-IVQ sayılı 15 Mayıs 2015 tarihli "Menkul Kıymetler Piyasası Hakkında" Azerbaycan Cumhuriyeti Kanunu yürürlüğe girmiştir. Kanun, menkul kıymetler piyasasında düzenlemenin ileri uluslararası standartlar temelinde uygulanmasını öngörmekte, ekonomik kuruluşlara ve nüfusa sağlanan finansal hizmetlerin daha da genişlemesini teşvik etmekte ve piyasanın dinamik gelişimi için elverişli koşullar yaratmaktadır.[127] Kabul edilen kanunda önde gelen bir uluslararası yasal çerçeve olarak, Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü (IOSCO) piyasa düzenlemesinin yanı sıra Avrupa Birliği Menkul Kıymetler Piyasası Direktifleri ve Avrupa Birliği ülkelerinin ulusal mevzuatının en güncel ilkeleri kullanılmıştır.[128]

2015 sonrasında Azerbaycan ekonomisindeki küresel sebeplerden dolayı meydana gelen dalgalanmalar sermaye piyasası alanında yeniden yapılandırma çalışmalarını başlatmış, MKDK'nın faaliyetine son verilerek onun yerine 3 Şubat 2016 tarihli Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Kararı uyarınca Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi kurulmuştur. Küresel ekonominin bir parçası olan Azerbaycan, küresel ölçekte ekonomilerde yer alan süreçlere, finansal sektörün sürdürülebilirliğini sağlamak ve bu alandaki kontrol

[126] Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2014 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2015, ss.9-10
[127] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Menkul Kıymetler Piyasası Hakkında" 1284-IVQ Sayılı Kanun, 2015, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/04.pdf, (01/04/2018)
[128] Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2015 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2016, s.5

tedbirlerini güçlendirmeyi hedeflemiştir. Ülkenin menkul kıymetler piyasası, yatırım fonu, bankacılık ve sigorta faaliyetlerinin yanı sıra ödeme sistemlerinin esnekliği ve şeffaflığını sağlamakla birlikte, bu alanlarda düzenleyici ve denetleyici sistemlerin geliştirilmesi de bu görevlerin bir parçası olmuştur.

3.2. Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi

Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi (FIMSA) "Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi Kamu Tüzel Kişinin Kurulması Hakkında" Azerbaycan Cumhuriyeti Başkanının 2016 yılı 3 Şubat tarihli 760 numaralı Fermanına göre menkul kıymetler piyasası, yatırım fonları, sigorta, kredi kuruluşları (banka ve banka olmayan kredi kuruluşları) ve ödeme sistemleri alanında faaliyetin lisansı, düzenlenmesi ve denetimi, ayrıca gayri-yasal yollarla elde edilmiş para veya diğer varlıkların legal hale dönüştürülmesinin ve terörizmin finansmanının önlenmesi alanında kontrol sisteminin iyileştirilmesini, ayrıca bu alanlarda kontrol sisteminin şeffaflığını ve esnekliğini sağlamak amacıyla kurulmuştur.[129]

FIMSA menkul kıymetler piyasasının regülasyonu, denetimin temin edilmesi, şeffaflığın korunması, piyasa katılımcılarının lisanslanması, manipülasyonların önlenmesi, içerden öğrenilen bilgilerle (inside trade) ticaretin gerçekleştirilmesinin önlenmesi gibi konularda önemli yere sahiptir. Kurum, MKDK'nin fesh edilmesinden sonra farklı yapıda faaliyetini sürdürmektedir. Şöyle ki, MKDK sadece sermaye piyasasından sorumlu kurum iken, FIMSA sermaye piyasası yanı sıra aynı zamanda sigorta ve bankacılık sektörü ve diğer kredi kuruluşlarının denetimi ve düzenlenmesini de bünyesine almaktadır. Dolayısıyla yürürlüğe koymuş olduğu politikaları sadece sermaye piyasası baz alınarak değil ayrıca sigorta sektörü ve bankacılığı da dahiline alarak bütün finans sektörünü kapsamaktadır. FIMSA'nın Tüzüğü ise 2016 yılının 10 Mart 828 Sayılı Fermana esasen kabul edilmiştir. Bu tüzüğe göre, FIMSA'nın kendi faaliyetinde bağımsız olduğu açıkça belirtilmiş ve kendi

[129] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi Kamu Tüzel Kişinin Kurulması Hakkında" 760 Sayılı Ferman, 2016, https://president.az/articles/17670/print, (02/04/2018)

faaliyetinde Azerbaycan Cumhuriyeti Anayasası, ülkenin üyesi olduğu uluslararası anlaşmalar,Cumhurbaşkanlığı ferman ve kararlarını, Bakanlar Kurulu'nun kararlarını ve bu tüzüğü esas aldığı ifade edilmiştir. Ayrıca FIMSA kamu tüzel kişiliği niteliğinde kurulmuş, girişimcilik faaliyetlerinde bulunulması yasaklanmış ve kendi faaliyetinde kar amacı güdülmemesi belirlenmiştir.

FIMSA'nın esas faaliyet amacı Azerbaycan Cumhuriyeti'nde finansal piyasaların etkin çalışmasını ve istikrarını temin etmek, alacaklıların, yatırımcıların ve diğer finansal piyasa katılımcılarının haklarının korunmasından oluşmaktadır.

FIMSA'nın faaliyet yönleri aşağıdakilerdir:

- Finansal piyasalarda tek bir politikanın oluşturulmasına katılım ve bu politikanın uygulanmasının temini
- Makroihtiyati denetim politikalarının uygulanmasını sağlamak
- Finansal piyasaların sürekli ve kapsamlı bir şekilde denetlenmesi, denetimlerin yapılması veya bu denetimlerin üçüncü taraflara devredilmesi, denetim raporlarının alınması
- Finansal piyasalarda faaliyetlerin lisanslanması, izinlerin verilmesi ve iptal edilmesi
- Finansal piyasaların regülasyonlarıyla ilgili gerekli düzenleyici normatif kararların kabulü ve ilgili yasal düzenlemelerin oluşturulmasında katılım sağlamak
- İllegal yollarla elde edilmiş para ve diğer varlıkların legalleştirilmesi ve terörizmin finansmanının önlenmesi alanında denetimin sağlanması
- Mevduatların sigortalanmasında denetim sisteminin faaliyetinin sağlanması
- Finansal piyasalarda tek bilgi sisteminin oluşturulmasının temini

FIMSA Tüzüğünün 3. Maddesine göre FIMSA'nın görev ve yetki alanı aşağıdaki gibidir: [130]

[130] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi Nizamnamesi" 828 Sayılı Ferman, 2016, https://www.president.az/articles/18064, (02/04/2018)

- FIMSA, “Menkul Kıymetler Piyasası Hakkında”, “Yatırım Fonları Hakkında”, “Bankalar Hakkında”, “Banka Olmayan kredi Kuruluşları Hakkında”, “Kredi Birlikleri Hakkında”, “Sigorta Faaliyeti Hakkında”,“Mevduatların Sigortalanması Hakkında”, “İllegal Yollarla Elde Edilmiş Para ve ya Diğer Varlıkların Legalleştirilmesi ve Terörizmin Finansmanına Karşı Mücadele Hakkında” ve diğer ilgili Azerbaycan Cumhuriyeti kanun ve karanamelerinde öngörülen finansal piyasa denetim organının ve finansal izlenim kuruluşunun yetkilerini yürütmektedir
- Denetlenen kuruluşlarda stress-testlerinin yapılması koşullarını belirliyor, organizasyonunu sağlıyor, finansal piyasalarda sistemik riskleri analiz ediyor, stress-test ve oluşabilecek ekonomik senaryoların analizini yürütüyor ve bu analiz esasında finansal piyasaların regülasyon yönlerini belirliyor
- Denetlenen kuruluşların faaliyetlerinin sağlamlaştırılması konusunda tedbirler planı hazırlıyor ve onun yürütülmesini denetliyor
- Denetlenen kuruluşlarda kurumsal yönetim standartlarını belirliyor ve onların icraatının denetimini sağlıyor
- Finansal piyasalarda katılımcıların haklarının korunmasını sağlıyor
- Finansal piyasaların gelişimi ve kalkınması yönünde teklifler sunuyor
- Devlet kurum ve kuruluşlarının finansal piyasalarda katılımını sağlıyor
- Finansal piyasa araçlarının yaygınlaşması, finansal piyasalar ve yatırımlar alanında toplumsal okur-yazarlığın artması yönünde faaliyetlerde bulunuyor
- Uluslararası kuruluşlar, yabancı ülkelerin ilgili kurumları ve Merkez Bankalarıyla işbirliği yapıyor, yabancı devletlerin ilgili konularda tecrübelerini öğreniyor
- Finansal piyasalar alanında araştırmalar yapıyor, analitik ve metodik bilgiler sunuyor
- Kanunla ve Azerbaycan Cumhurbaşkanlığı kararnameleri ile belirlenmiş ilgili diğer faaliyetleri icra ediyor.

FIMSA’nın faaliyetini sürdürmesinde ve finansal kaynakları arasında denetlenen kuruluşlardan gelen yıllık ödemeler yer almaktadır. Bunun için periyodik ödemeler ve azami

sınırlamalar şeklinde sabitlenmiş ücretler, bir sonraki yıl için ADİK tarafından belirlenen ortalama yıllık tüketici fiyat endeksi dikkate alınarak, gelecek yıldan başlayarak yıllık olarak hesaplanmaktadır.[131]

Tablo 10. Denetlenen Sermaye Piyasası Kuruluşları Tarafından FIMSA'ya Yıllık Ödemeler

Denetlenen Kuruluş	Ödenecek Tutar (AZN)	Maksimum Tutar (AZN)
Borsa	15.000 (Sabit Tutar)	
Yatırım Şirketi	10.000 (Sabit Tutar)	
Merkezi Depozitör	Yıllık net gelirin %30-u	250.000
Takas Merkezi	15.000	
Yatırım Fonu	20.000	
Yatırım Fonu Yöneticisi	10.000	

Kaynak: FIMSA, www.fimsa.az, (08/04/2018)

3.2.1. FIMSA Tarafından Gerçekleştirilen Plan ve Programlar

FIMSA faaliyete geçtiği zamandan itibaren kurum tarafından kısa zamanda birçok gelişim programları oluşturulmuş, ülkedeki sermaye piyasasının gelişimi için adımlar atılmaya devam etmiştir. FIMSA tarafından gerçekleştirilen bir sıra programlar aşağıdakilerdir:[132]

- Sermaye piyasalarının işleyişi için modern bir yasal çerçeve oluşturulmuştur. 2015 yılında Menkul Kıymetler Piyasası Kanunu kabul edilmiş ve menkul kıymet ihraçları konusu yenilenmiştir. Ayrıca, yasaya ve ileri uluslararası deneyimlere dayanan 30'a kadar normatif yasal işlem kabul edilmiştir. Aynı zamanda İdari Suçlar Kanunu'nda öngörülen sorumluluk önlemlerinin iyileştirilmesi sağlanmıştır. Bu yeniliklerin uygulanmasının bir sonucu olarak, uluslararası menkul kıymetler piyasasının gelişimini

[131] http://www.huquqiaktlar.gov.az/StatementDetails.aspx?statementId=37534, (03/04/2018)
[132] Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi, **Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesine İlişkin Yapılan Programlar Yayınlanmamış Raporu,** Bakü, 2018, ss.1-6

teşvik etmeyi amaçlayan normatif bir yasal çerçeve oluşturmak mümkün olmuştur. Aynı zamanda FIMSA, menkulleştirme faaliyetleri için yasal bir çerçeve oluşturmaya devam etmektedir. Menkul kıymetleştirme faaliyetlerine ilişkin kanun tasarısı, menkul kıymetleştirme sürecine konu olabilecek varlıkların kapsamının belirlenmesi, varlık havuzunun oluşturulması, nakit akışlarının sıralanması, risk yönetimi, özel amaçlı kişilerin faaliyetlerinin düzenlenmesini öngörmektedir.

- Menkul kıymetler piyasasında otomatik bir işletim altyapısı oluşturuldu. İşlem, ticaret, depo ve kontrol sistemlerini entegre etmek için entegre ticaret platformları diğer adıyla Azerbaycan Sermaye Piyasasının Bileşik Ticaret, Ticaret Sonrası ve Denetim Sistemi (CETA) ismi verilen sistem kurulmuştur. Dünyanın önde gelen borsalarından Kore Borsası tarafından geliştirilen sistem, 17 Şubat 2016 tarihinde kullanıma açılmıştır. Sistemin yürürlüğe girmesiyle menkul kıymetler ticareti ve takas-uzlaştırma süreçleri menkul kıymetler piyasasında işlemler üzerinde gerçek zamanlı ve etkin kontrol sağlanmıştır. Aynı zamanda yatırım şirketlerinin müşterilerine CETA platformu üzerinden e-piyasa erişimi sağlama menkul kıymetler piyasasında başlamıştır. Proje, yatırım şirketlerinin yatırımcılara elektronik ortamda hazırlanması, müşteri platformlarının (mobil ve masaüstü) hazırlanması ve devreye alınması da dahil olmak üzere öngörülüyor. Yatırım hizmetlerinin elektronik ortamda sağlanması, yatırımcıların sermaye piyasalarına erişimini arttıracak, organize piyasada menkul kıymetlere olan talebi destekleyecek ve menkul kıymet alım satımı sürecini optimize edecektir. Projenin 2018'de tamamlanması bekleniyor.[133]
- Şeffaflığı sağlamak için önemli adımlar atılmıştır. Nitekim, 2016 yılı öncesinde menkul kıymetler toplu arz usulü ile yerleştirilmiş ve organize olmuş piyasada ticaret olunan ayrıca ihraççılar tarafından mevzuatta açıklanması gerekli bilgilerin açıklanması üzere birim bilgi kaynağı olan Bilgilerin Elektronik Açıklanması Sistemi (MEAS) uygulanmıştır. Azerbaycan Cumhuriyeti'nde faaliyet gösteren finans kurumlarının çoğu (kredi kurumları, sigorta, vb.) tarafından bilgilerin MEAS'ta açıklanması temin

[133] http://bfb.az/bfb-nin-yeni-merkezlesmis-birja-ticaret-sistemi-bazar-istirakcilarina-ve-genis-ictimaiyyete-teqdim-olundu/, (04/04/2018)

edilmiştir. MEAS'ın uygulamasından sonra yatırımcılara ve menkul kıymetler piyasasının diğer katılımcılarına net ve dolgun bilgilerin iletilmesi, açıklanan verilerin merkezi olarak depolanması, yatırımcılarla iletişim bağlantısının etkinliğinin arttırılması, verilerin bir kaynaktan ve ücretsiz olarak elde edilmesi, bilgilere kontrolün etkinliğinin sağlanması ve oluşa bilecek bilgi asimetrisini ortadan kaldırmak mümkün olmuştur. Ekim 2017'de, bilgi güvenliğini iyileştirmek, FIMSA'nın portalının esas işlevlerinin verimliliğini arttırmak, operasyonel verimliliği sağlamak ve gelişmiş elektronik imza (Asan İmza) ile kolay erişim sağlamak için portalın yeni ve geliştirilmiş bir sürümü hazırlandı.

- Toplumun finansal piyasalar bilhassa sermaye piyasasında okur-yazarlığının arttırılması yönünde çalışmalar yapıldı. Finansal Piyasalar Eğitim Merkezi kuruldu, farklı segmentlere odaklanan bir eğitim portföyü geliştirildi, yerel ve yabancı uzmanlar tarafından eğitimler verildi. Menkul kıymetler piyasası kitapları, broşürler ve kitapçıklar hazırlanmış, yükseköğretim kurumları ile mutabakat anlaşmaları imzalanmış, bir finans laboratuvarı temin edilmiş ve menkul kıymetler piyasası ile ilgili konular üniversite müfredatına eklenmiştir. Sürekli seminerler ve eğitimler düzenlenmiştir. FIMSA'nın internet sitesinde "Finansal Okuryazarlık" bölümü oluşturulmuş ve sermaye piyasaları hakkında bilgi bölümlere eklenmiştir. Buna ek olarak, BFB tarafından, Listing Danışmanlık Programı içerisinde ihraççılar bilgilendiriliyor ve onların listinge erişimi teşvik edilmektedir.
- Sermaye piyasasının esas kurumlarının faaliyetleri yeni bir yasal çerçeve ile geliştirildi. BFB ve MDM'nin organizasyon yapısı kökten değişti ve gelişmiş standartlara uyarlandı. Önceden, broker, diler, varlık yönetimi şirketleri uluslararası kabul görmüş formatta yatırım şirketlerine dönüştürülmüş ve faaliyetleri için yeni bir düzenleyici ve denetleyici ortam oluşturulmuştur. Aynı zamanda piyasada likidite oluşturabilen piyasa yapıcı kurumlar kurulmuş ve pazara katılan firmalar için uyarıcı tarifeler oluşturulmuştur.
- Türev finansal araçlar piyasasının gelişimi çalışmaları başlatılmıştır. FIMSA tarafından türev finansal araçlar pazarının geliştirilmesi yönünde teknik desteğin elde edilmesi amacıyla Kore'nin KSP (Knowledge Sharing Program) programına başvuru yapılmış,

ayrıca Asya Kalkınma Bankası (ADB) tarafından gerçekleştirilen "Devlet sektörünün etkinliğinin arttırılması" projesi çerçevesinde türev finansal araçlar pazarının ve faktoring geliştirme teknik uzmanlık hizmeti edinmeye karar verildi. Projenin 2018 yılında başlatılacağı belirtilmektedir. Uluslararası türev finansal enstrümanlar piyasasına ilişkin uluslararası deneyimler de çalışılmış ve mevcut mevzuat analiz edilmiştir. Özellikle Kore, Rusya, Türkiye, Kazakistan, Ukrayna ve Avrupa deneyimleri analiz edilmiş ve türev enstrümanların uygulanması için öneriler hazırlanmıştır. Teklifler arasında yasal çerçevenin iyileştirilmesi, organize piyasada riskin yönetilmesi için merkezi bir karşı kuruluşun kurulması, borsadışı piyasada bir kayıt ve risk yönetimi rolünü alan depozitör fonksiyonunun uygulanması, Uluslararası Swap ve Türev Araçları Birliğinin (ISDA) ilkelerine dayanan likidite netleştirme ilkelerinin uygulanması ve finansal teminat mekanizmasının uygulanması yer almaktadır.

- Menkul kıymetler piyasasında ihraççıların borsada ihraca erişiminin arttırılması konusunda uygulamalar başlatılmıştır. Bu doğrultuda i) BFB'nin mevcut pay ve tahvil segmentleri için listeleme şartları analiz edilmiş ve eksiklikler tespit edilmiştir; ii) Menkul kıymetler piyasasına uygulanan güncel tarife politikasının, ihraççılar ve yatırımcılar üzerindeki etkisi, simülasyonlarla analiz edilmiş ve eksiklikler tespit edilmiştir; iii) İhraca erişimi sınırlayan diğer faktörler, anketörler ve tanılarla belirlenmiştir. Analiz sonucunda, ihraca erişimi engelleyen faktörler belirlenmiş ve bunları ortadan kaldırmak ve ihracı teşvik etmek için yapılması gereken plan-programlar belirlenmiştir. Bunlar arasında yeni ihraç kurallarının geliştirilmesi, menkul kıymetler piyasasında tarife politikasının optimize edilmesi, ihraççıların lehine bir vergi ortamının oluşturulması, ihraççıların ve yatırımcıların piyasa bilincinin arttırılması yer alıyor.
- Menkul kıymetler piyasasında olumlu vergilendirme ortamı oluşturmaya yönelik çalışmalar başlamıştır. Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Finansal Hizmetlerin Geliştirilmesine Yönelik Stratejik Yol Haritasında, ihraççıların ihraca motive edilmesi, bireysel ve kurumsal yatırımcılara yönelik teşviklerin arttırılmasına ilişkin hedefler

belirlemiştir.[134] Bu bağlamda FIMSA, hem ihraçların piyasaya sürülmesi ve hem de sermaye piyasalarındaki yatırımcıların faaliyetlerini arttırmak için teşvik edici bir vergi politikasının uygulamaya konulması konusunda bir dizi girişimler hazırlamayı planlamaktadır. Bu doğrultuda uluslararası tecrübeler incelenmiş, ilgili makamlarla ön görüşmeler yapılmıştır.

- Bankaların sermaye piyasalarına entegrasyonu çalışmaları, sermaye piyasalarına erişimi arttırmaya ve daha geniş bir kitleye yatırım hizmetleri sunmaya başlamıştır. Bankaların sermaye piyasalarına entegrasyonunu sağlamaya yönelik uluslararası uygulama ve bankalar tarafından doğrudan yatırım hizmetleri sağlanması değerlendirilmiş, küresel bankacılığın olumlu ve olumsuz yönleri değerlendirilmiş ve mevcut mevzuat analiz edilmiştir. Bununla ilgili, 27 Kasım 2017'de 31 banka ve Azerbaycan Bankalar Birliği'nin katılımıyla düzenlenen toplantıda proje ayrıntılı olarak görüşülmüş ve bankaların görüş ve teklifleri alınmıştır. Yakın dönemde, bankaların sermaye piyasalarına katılımı ile ilgili mevzuata yapılan değişiklikler ve ilaveler hakkında önerilerde bulunulması öngörülmektedir.
- Yabancı yatırımcıların yerel menkul kıymetler piyasasına erişimini arttırmak için projenin hayata geçirilmesi başlamıştır. Clearstream ile bu doğrultuda uluslararası ilişkiler kurmaya yönelik müzakereler yapıldı ve MDM'nin Clearstream üyeliği hakkında başvurusu yapıldı. Ayrıca, yabancı yatırımcıların yerel piyasaya Clearstream üzerinden erişebilmelerini sağlamak için Şirket tarafından FIMSA'ya teklifler sunulmuştur. Bu alandaki çalışmaların 2018'de tamamlanması beklenmektedir.
- Menkul kıymetler piyasasında Merkez Bankası notlarıyla takas ve hesaplaşmanın optimizasyonu ile ilgili çalışmalar başlamıştır. Konu ile ilgili teklifler hazırlanmıştır. Projede Merkez Bankası notlarının açık arttırmayla satışı zamanı takas ve hesaplaşmanın daha hızlı ve az aşamalı olarak yerine getirilmesi reel zaman zarfında bankalararası hesaplaşmalar sisteminin komisyon ücretlerinin optimizasyonu, açık arttırma sonunda kullanılmayan fonların bankaların hesaplarına operatif şekilde aktarılması planlanmıştır.

[134] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Azərbaycan Cumhuriyeti'nde Finansal Hizmetlerin Geliştirilmesine Yönelik Stratejik Yol Haritası, 2016, https://static.president.az/pdf/38542.pdf, (04/04/2018), ss.725-726

3.2.2. Bilgilerin Elektronik Açıklanması Sistemi

Kısaca MEAS olarak ifade edilen Bilgilerin Elektronik Açıklanması Sistemi Azerbaycan Cumhuriyetinin MKDK'nin 3 Şubat 2016 tarihli 15-q Sayılı "Menkul Kıymet Piyasasında İhraççılar Tarafından Bilgilerin Açıklanması Koşulları" kararnamesi ile başlatılmıştır. MEAS menkul kıymetleri toplu arz edilmiş ve organize piyasada ticaretine izin verilen ihraççılar tarafından kanunla açıklanması zorunlu kılınan bilgilerin kabulü, merkezleştirilmiş şekilde tutulması ve kamuoyuna açıklanması açıklanması üzere tek bir bilgi kaynağıdır. MEAS, Azerbaycan Cumhuriyeti'nin "Menkul Kıymetler Piyasası Hakkında" kanunu ve "Azerbaycan Cumhuriyeti'nde 2011-2020 yılları arasında Menkul Kıymetler Piyasasının Gelişimi Programı"nın 16 Mayıs 2011 tarih ve 1504 sayılı Kararına uyarlanarak Azerbaycan Cumhuriyeti Hükümeti tarafından onaylanmıştır. Bu sistem 23 Eylül 2015 tarihinde Azerbaycan Cumhuriyeti Telif Hakları Kurumu tarafından tescil edilmiş olup, münhasır telif hakkı FIMSA'ya aittir. Bu sebeple MEAS'ın organizasyonu ve yönetimi FIMSA tarafından sağlanmaktadır. İhraççıların MEAS'a kaydının yapılması ve bilgilerin açıklanması "Menkul Kıymet Piyasasında İhraççılar Tarafından Bilgilerin Açıklanması Koşulları" kararnamesine uygun olarak gerçekleştirilir. Bilginin açıklanması için MEAS'a bilginin dağıtılması ve bilgilerin MEAS tarafından açıklanması ücretsiz şekilde yapılmaktadır. İhraççıların yıllık ve 6 aylık raporlarında FIMSA tarafından hata ve noksan bulunmadığında bu raporlar, MEAS'a yerleştirildikleri tarihten itibaren 15 iş günü içinde açıklanmaktadır. Bu raporlar "İhraççıların Faaliyet Raporlarına Dair Koşullar Hakkında" kararnamede belirtilen koşullara uyulmadığında veya noksanlar içerdiğinde eksikliklerin giderilmesine dair ihraççının e-posta adresine bildiri gönderilir ve raporlar MEAS'ta açıklanmaz. Açıklanan bilgilerde, ihraççı tarafından kusurların bulunması durumunda ihraççı taraf bu hususta bilgiyi 3 iş günü içinde bildirmekle mükelleftir. Ayrıca ihraççılar tarafından ihraç edilecek menkul kıymetler hakkında bilgiler hisse senetlerinin toplu halka arzında en az 15 iş günü öncesinde, tahvil ihracında en az 5 iş günü önce açıklanmalıdır.[135]

[135] Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, "Menkul Kıymet Piyasasında İhraççılar Tarafından Bilgilerin Açıklanması Koşulları"15-q Sayılı Kararname,2016, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/a10.pdf, (04/04/2018)

MEAS'in amaçları :

- Yatırımcılara ve menkul kıymetler piyasasının diğer katılımcılarına doğru ve eksiksiz bilgi sunmak
- açıklanan bilgilerin merkezi olarak depolanması
- Yatırımcılarla iletişimin etkinliğini arttırmak
- Bir kaynaktan ve ücretsiz olarak bilgi edinme
- Bilgi kontrolünün etkinliğini ve bilgi asimetrisinin kaldırılmasını sağlamak.

3.2.3. Yatırımcı Haklarının Korunması

FIMSA, alacaklıların, sigortalıların, yatırımcıların ve diğer finansal piyasa katılımcılarının haklarını korur ve ihlal edilen haklarının temin edilmesini sağlar. 10 Mart 2016 tarih ve 828 sayılı Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Kararı ile onaylanan Azerbaycan Cumhuriyeti Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi Tüzüğünün 3. maddesinin 2. paragrafının 6. fıkrasına göre, önemli görevlerinden biri de yatırımcıların finansal piyasalardaki haklarını korumaktır.[136]

Bu kapsamda, FIMSA yatırımcı haklarının korunması alanında aşağıdaki vazife ve görevleri uygular:

- Yatırımcıların finansal piyasalardaki haklarının korunmasını, ihlal edilen haklarının temin edilmesini sağlamak için FIMSA tarafından denetlenen finansal kuruluşlardan ve ihraççılardan bilgi ve belge talep ederek onları analiz eder
- Anonim şirketlerde kurumsal yönetimin geliştirilmesi için uygun önlemleri alır.
- İhraççıların raporlarını kabul eder ve analiz eder ve mevzuata uygun olarak hareket eder
- Mevzuata uymayan kişi ve kuruluşları idari cezaya tabi tutar
- Yatırımcılardan ve finansal piyasalardan diğer katılımcılarından gelen başvuruları ve şikayetleri inceler, analiz eder ve değerlendirir ve mevzuata uygun olarak soruşturma yürütmek için gerekli önlemleri alır

[136] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi Nizamnamesi" 828 Sayılı Ferman, 2016, https://www.president.az/articles/18064, (02/04/2018)

- Yatırımcı ve finansal piyasalarda diğer katılımcıların haklarının ihlalleri hakkında mahkeme oturumlarına katılır
- Yatırımcıları ve finansal piyasa tüketicilerinin bu konuda eğitimi için gerekli önlemleri alır
- Tüketici ve yatırımcıların finansal piyasalardaki haklarını koruma alanında ihlalleri önleme ve ihlal edilen haklarının geri kazanılması için zorunlu talimatlar vermektedir.

FIMSA'nın ana görevlerinden biri, tüketicilerin ve yatırımcıların haklarını finansal piyasalarda korumak ve ihlalleri önlemektir. Bu amaca yönelik olarak, tüzel ve gerçek kişiler tarafından yapılan finansal piyasalarda tüketicilerin ve yatırımcıların hakları konusunda soruşturma yürütmekte ve ihlallere karşı yasal olarak harekete geçmektedir. Kurum tarafından menkul kıymetler piyasası, yatırım fonları, sigorta ve kredi kuruluşları ve anonim şirketlerde kurumsal yönetime ilişkin başvurular incelenmektedir. Yapılan başvurularla FIMSA'nın Hukuk Dairesi Başkanlığının Tüketicilerin ve Yatırımcıların Haklarının Korunması Departmanı tarafından yürütülen soruşturmalar incelenmektedir.Yapılan incelemelerin sonucu olarak tüketici veya yatırımcının haklarının ihlali durumunda, Kurum tarafından ihlal eden finansal kurum hakkında bazı önlemler alınmaktadır. Bu önlemlere örnek olarak zorunlu yürütülmesi belirtilen talimatlar, iyileştirici önlemlerin alınması ve bunların yanı sıra idari para cezaları uygulanmaktadır. Yatırımcı başvuruları incelenirken, mevcut mevzuatta haklarının ihlali sonucu ortaya çıkmasında eksiklikler veya çelişkiler meydana geldikte mevzuata uygun değişiklikler yapılması için öneriler hazırlanmaktadır.[137]

Finansal piyasa katılımcılarının haklarının ve meşru çıkarlarının korunmasıyla doğrudan veya dolaylı olarak ilgili yasal düzenlemeler geniş bir alanı kapsamaktadır. Bu hukuki düzenlemeler genel olarak doğrudan yatırımcı haklarının korunmasıyla ilgili olarak kredi kurumları, sigorta piyasası ve menkul kıymetler piyasalarıyla ilgili şekilde gruplandırılmaktadır.[138]

[137] https://www.fimsa.az/az/protection-of-consumers-and-investors, (06/04/2018)
[138] https://www.fimsa.az/az/legal-acts, (06/04/2018)

FIMSA'nın yatırımcıların hakları konusunda düzenleme yetkisi olmayan alanlar :

- Kiralama şirketleriyle ilgili konular
- Para ve döviz kuru ile ilgili konular
- Para tedavülü ile ilgili konular
- Menkul ve ya gayri-menkul rehini karşılığı kredi veren kuruluşlarla ile ilgili konular

3.2.4. Verilen Lisanslar

Azerbaycan'da da diğer ülkelerdeki gibi sermaye piyasası katılımcıları faaliyetlerini gerçekleştire bilmeleri için lisansa tabi tutulmaktadır. Menkul kıymetler piyasasının profesyonel katılımcısı, girişimci olarak kayıtlı menkul kıymetler piyasasında profesyonel faaliyetlerde bulunan tüzel kişiler ve bireyler anlamına gelir. Lisans alan katılımcıları brokerler, bayiler (dealer), menkul kıymet yönetimi faaliyetleri, kliring(takas), depozitör, saklama şirketleri ve borsa oluşturmaktadır.

Broker faaliyeti ifade edildikte, müşteriye belirli komisyon anlaşmasına göre müşterinin talimatıyla onun birikimi hesabına menkul kıymetlerin alış-satış işlemleri anlaşılmaktadır. Burada broker aracı gibi rol almaktadır. Brokerler kendi çıkarları değil, müşterinin çıkarları doğrultusunda hareket etmektedirler. Bayi faaliyetleri, kendi adına ve kendi masrafları doğrultusunda alım satım işlemleridir. Bu zaman belirli menkul kıymetlerin alış ve satış fiyatları açık şekilde belirtilmektedir. Menkul kıymet yönetim faaliyeti dediğimizde kuruluşun kendi adından belirli hak elde etmekle müşteriye ait olan menkul kıymetleri o kişinin çıkarlarına uygun şekilde belirli bir zaman için yönetmesi anlaşılmaktadır.[139] Takas faaliyetleri ise karşılıklı yükümlülüklerin silinmesi işlemi olarak yürütülen faaliyetlerdir. Geniş tanımıyla takas faaliyeti, menkul kıymet veya türev finansal araçlarla yapılan işlemlerin karşılıklı yükümlülüklerini belirlemek için alacakların toplanması, kontrolü, koordine edilmesi, pozisyonların açıklanması, borçların düzenlenmesi ve alacakların mahsup edilmesi faaliyetidir. Takas Merkezi, bu tür bir faaliyetin ruhsatına

[139] Azim ABBASOV, **Menkul Kıymetler ve Onlarla İşlemler,** 1.Baskı, Bakü: ADİU Yayınları, 2007, ss.105-106

sahip olan takas faaliyetlerinde bulunan bir anonim şirket şeklinde özel olarak oluşturulmuş tüzel kişiliktir. Mevzuata göre takas kuruluşunun tüzük sermayesinin asgari miktarı 1 milyon AZN olarak belirlenmektedir. Depozitör faaliyetlerde menkul kıymetlerin tutulması, kayıtlarının yapılması ve korunması gibi faaliyetler yapılmaktadır. Ayrıca "Yatırım Fonları Hakkında" kanununa uygun olarak para hesapların açılımı ve bu hesaplarla işlemlerin yapılması, transferlerin gerçekleştirilmesi ile ilgili merkezi depozitör ile onun üyeleri arasındaki ilişkiler sistemidir.[140] Belirtilen kuruluşlara yıllara göre verilen lisanslar aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 11. Yıllara Göre Verilen Lisanslar (Sayı ile)

Lisanslar (Sayı ile)	Dealer	Broker	Menkul Kıymet Yönetimi	Kliring	Depozitör	Saklama	Borsa	Toplam
2008	12	13	2	1	3	2	1	**34**
2009	13	15	3	1	3	2	1	**38**
2010	13	13	4	1	3	2	1	**37**
2011	11	13	2	1	3	2	1	**33**
2012	13	14	0	1	3	2	1	**34**
2013	14	15	1	2	3	2	1	**38**
2014	14	14	3	2	3	2	1	**39**

Kaynak: MKDK verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

2015 yılından itibaren kliring ve depozitör faaliyetleri bileşik olarak MDM kapsamına alınmış ve bu sebepten dolayı ayrı bir lisansa tabi tutulmamaktadır. Aynı zamanda 2015 yılında hükümet tarafından kabul edilen "Menkul Kıymetler Piyasası Hakkında" kanununa göre yatırım faaliyetlerinin hepsi yatırım şirketleri tarafından tek bir lisansla yürütülmeye başlanmıştır. Yatırım şirketi kendi faaliyetine ilişkin lisansa sahip olan, faaliyetleri içerisinde ana ve yardımcı hizmetler sunan anonim şirket niteliğinde kurulmuş tüzel kişiliktir. Mevzuata göre Azerbaycan'da yatırım şirketleri A ve B kategori olarak ikiye

[140] Rafik BEŞİROV, **Bank İşi,** 1. Baskı, Bakü : ADİU Yayınları, 2016, ss. 267-268

ayrılmakta, A kategorili yatırım şirketi için gerekli olan asgari sermaye 300 bin AZN iken, B kategorili yatırım şirketinin sermaye tutarı 75 bin AZN olarak belirlenmiştir.[141] Ana ve yardımcı yatırım hizmetleri "Yatırım Şirketlerinin Yatırım Hizmetlerine İlişkin Kurallar", "Menkul Kıymetler Piyasasında Marj Ticareti ile İlgili Kurallar" ile düzenlenir.[142] 2014 yılı sonrasında faaliyetlerine göre verilen lisanslar aşağıdaki tablodaki yapıdadır.

Tablo 12. Yeni Düzene Göre Verilen Lisanslar (Sayı ile)

Lisanslar	2015	2016	2017
Yatırım Şirketi	5	6	7
Yatırım Fonu Yöneticisi	2	2	2
Yatırım Fonu	0	0	0
Kliring	1	1	1
Merkezi Depozitör	1	1	1
Saklama	1	1	1
Borsa	1	1	1
TOPLAM	**11**	**12**	**13**

Kaynak: FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

3.3. Bakü Fon Borsası

BFB'nin kurulması için çalışmalar 25 Aralık 1999 yılında Teşebbüs Grubunun kurulmasıyla başlanmıştır. Bu çalışmalar 15 Şubat 2000 yılında tamamlanmış ve BFB'nin hissedarlarının ilk toplantısı yapılmıştır. Borsa faaliyeti hakkında lisans MKDK'dan 21 Temmuz 2000 yılında elde edilmiş, aynı yılın 1 Eylül tarihinde devlet tahvillerinin BFB'de ticaretine başlanmıştır. BFB anonim şirket niteliğinde kurulmuş ve hissedarları arasında Borsa İstanbul da olmakla diğer hissedarlar Azerbaycan'ın önde gelen finans kuruluşları olmuştur. BFB misyon olarak menkul kıymetlerin etkin alım satımını ve yapılan işlem

[141] Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymet Devlet Komitesi, "Menkul Kıymetler Piyasasında Lisanslı Kişilerin Asgari Sermaye Miktarı ve Oluşumu Hakkında Kurallar" 10-q Sayılı Kararname, 2015, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/a42.pdf, (06/04/2018)
[142] https://www.fimsa.az/az/Investment%20company, (06/04/2018)

sayısının etkin bir şekilde yürütülmesini sağlayan bir alım satım sisteminin oluşturulması ve geliştirilmesini, stratejik amaç olarak ise ileri teknolojiye dayalı finansal araçların likidite, şeffaf ve adil ticaretini kurarak esnek yatırım fırsatları sunan güvenilir ve kalıcı bir kuruluş olmayı amaçlamaktadır. 2001 yılında repo araçlarının piyasaya tanıtımı yapılmış, 2004 yılına gelindiğinde ise şirket tahvillerinin ticareti başlamıştır. Ayrıca aynı yılı içinde hisse senetleri piyasası ve Merkez Bankası notlarının da borsada faaliyetini başlatmıştır. 2006 yılının Mayıs ayında bankalararası repo işlemleri, 2009 yılında da ipotek tahvilleri BFB'de ticarete başlamıştır.[143] 2010 yılında BFB'nin komisyon ücretleri kademeli olarak azaltılarak, devlet tahvillerinin işlem maliyetlerinin yaklaşık iki katı azalması ve menkul kıymetler piyasasının yeni bir ticaret mimarisi oluşturulmasıyla sonuçlanmıştır. 2011 yılında BFB ve MDM arasında sürekli ticareti sağlayan bir elektronik haberleşme sistemi işleme başladı. Sonuç olarak, işlemlerin etkinliği yeni bir seviyeye yükseltildi. Organize piyasada adil fiyatlar ve şeffaf piyasalar oluşturmak için BFB, ticaret ve işletim sistemini geliştirdi ve menkul kıymet işlemlerinin adil bir piyasa değerinin oluşması için gerekli mekanizmaların başlatılması için adım atıldı.[144] 2014 yılı Şubat ayında şirket menkul kıymetleri ile repo işlemlerinin yapılması için çalışmalar başlatıldı ve aynı yılda ilk defa, bireysel ve kurumsal yatırımcılar için ilgili piyasa yapıcılar tarafından likidite sağlanmış olması koşuluyla, döviz ve emtia bazlı türev enstrümanların ticareti için yeni bir ticaret platformu devreye sokulmuştur.[145] 2016 yılında CETA platformu faaliyete başlamış ve böylece merkezi borsa ticaret sistemi yürürlüğe girmiştir. Aynı zamanda bugün piyasada önemli yere sahip olan SOCAR tahvillerinin ticareti de 2016 yılının Ekim ayında BFB'de ticarete start vermiştir. Böylece yapılan işlem hacmi artmış ve BFB'nin gelişimi için gerekli adımlar atılmıştır. Ülkedeki ekonomik koşullar ve gelişim süreci borsada da işlem hacminde kendini göstermiştir. Aşğıdaki tabloda BFB'nin yıllara göre dolaşım hacmi belirtilmiştir.

---

143 http://bfb.az/tarixce/, (07/04/2018)

144 Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2011 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2012, s.11

145 Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2014 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2015, s.6

Tablo 13. Yıllara Göre BFB Dolaşım Hacmi

Yıllar	Dolaşım Hacmi (mln AZN ile)	Bir Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	88,2	-
2002	97,6	10,66
2003	100,8	3,28
2004	93,5	-7,24
2005	517,5	453,48
2006	1388,5	168,31
2007	5490,4	295,42
2008	9519,6	73,39
2009	3323,3	-65,09
2010	2109,7	-36,52
2011	8429,6	299,56
2012	8432,7	0,04
2013	8475,9	0,51
2014	13013	53,53
2015	8455,5	-35,02
2016	5696,1	-32,63
2017	13626,2	139,22
2018 (1. Dönemi)	4092	-

Kaynak: BFB, www.bfb.az, (10/04/2018)

Borsada artışlar yıllara göre devam etmiş, bu artış 2005 yılında diğer yıllara göre çok daha yükseliş kayd etmiştir. Bunun esas sebebi ise devletin özelleştirmelerdeki rolünün artması sonucu oluşan canlanma ve menkul kıymetlerde kayd edilen yüksek gelirlilik olmuştur. Yaşanan artış 2009 yılına kadarki süre boyunca devamını sürdürmüş ancak finansal

kriz sebebiyle yaklaşık %65,1'lik düşüş yaşanmıştır. Ardından ülkede yaşanan ard-arda devalüasyonlar sebebiyle borsa büyük bir etki altında kalmış, ACMB'nin sıklaştırma politikalarının sonucu olarak piyasadan AZN bazında likidite çekilmiş ve piyasada resesyon yaşanmıştır. Tablodan da görüldüğü üzere bu etki 2016 yılına da sıçramış, ancak 2016 sonrası dönemde ACMB önceki dönemlere kıyasla genişletici para politikası ve faiz uygulaması sonucunda borsa hacminde düşüş ortadan kalkmıştır. Ayrıca 2017 yılında pay piyasasında 2016 yılına kıyasla yaklaşık 6,5 kat, borçlanma araçlarında 6 kattan fazla artış yaşanması da toplam hacmin artışında önemli pay meydana getirmiştir.

BFB'de işlem ve listing tarifeleri aşağıdaki tablolarda belirtilmiştir.

Tablo 14. BFB'de İşlem Tarifeleri

Finansal Araç	Komisyon	Diğer Şartlar
1.Devlet Tahvilleri		
1.1.Yerleştirme–Açık arttırma		Komisyon ücreti işlem tutarından düşülür İhraç zamanı komisyon ücreti alıcı tarafından ödenmektedir.*
1.1.1.Merkez Bankası notları	1 aylık – 0,05%	
1.1.2.Maliye Bakanlığı tahvilleri	35 günlük - 0,04%	
	91 günlük - 0,07%	
	182 günlük - 0,09%	
	364 günlük - 0,25%	
	728 günlük - 0,25%	
	1092 günlük - 0,25%	
1.2.Tekrar piyasa	0,0125%	Komisyon ücreti işlem miktarından ve her iki tarafdan düşülür (piyasa yapıcıları hariç)*
1.2.1.Market maker anlaşmalarına göre komisyon	0,01%	Belirtilen tarife sadece piyasa yapıcısından tahsil edilmekte, karşı taraftan 1.2 maddesine uygun komisyon alınmaktadır
2.Repo işlemleri	3 güne kadar her gün için %0,001; 3 günden fazla %0,003	Komisyon ücreti sözleşme açılışından ve her iki taraftan düşülür.*
3.Merkez Bankası repo/ters repo işlemleri	Anlaşmanın her günü için %0,001	Komisyon açılış işlem hacminden düşülür*
4.Hisse senedi		

4.1.İhraç	%0,05 - min. 0,5 AZN ve max. 500 AZN şartıyla	Komisyon ücreti işlem miktarından ve her iki tarafdan düşülür
4.2.Tekrar piyasa	%0,05 - min. 0,5 AZN ve max. 200 AZN şartıyla	Komisyon ücreti işlem miktarından ve her iki tarafdan düşülür (piyasa yapıcı işlemler dışında)
4.2.1.Market maker anlaşmalarına göre komisyon	% 0,03- min. 0,5 AZN ve max. 120 AZN şartıyla	Söz konusu tarife, sadece piyasa yapıcısına uygulanır, karşı taraftan 4.2. maddesine uygun komisyon alınmaktadır
5.Şirket tahvilleri		
5.1.İhraç (dolaşım periyodundan bağımsız olarak)	%0,04	Komisyon ücreti işlem miktarından ve her iki tarafdan düşülür
5.2.Tekrar piyasa	%0,0125	Komisyon ücreti işlem miktarından ve her iki tarafdan düşülür (piyasa yapıcı işlemler dışında)*
5.2.1.Market maker anlaşmalarına göre komisyon		
5.2.1.1.İpotek tahvilleri için	%0,01	Söz konusu tarife, sadece piyasa yapıcısına uygulanır, karşı taraftan 5.2 maddesine uygun komisyon alınmaktadır.
5.2.1.2.Diğer tahviller için	%0,0075; max. 1000 AZN şartıyla	
*ACMB ve Maliye Bakanlığından komisyon alınmamaktadır **Tahvillerin nominal değeri yabancı para biriminde olduğunda komisyon ACMB'nin o tarihe olan kuru ile AZN olarak ödenmektedir.		

Kaynak: BFB, www.bfb.az, (18/04/2018)

Tablo 15. BFB'de Listing Tarifeleri

1.BFB'de menkul kıymetlerin listingi için yıllık hizmet bedeli	
1.1.Ana Piyasa Segmenti	1000 AZN
1.2.Standart Piyasa Segmenti	500 AZN
1.3.Alternatif Piyasa Segmenti	İhraççının talebi üzerine menkul kıymetler listinge alındığında, 200 AZN
2.Listing için yıllık hizmet bedelinden muaf olan ihraççılar ve menkul kıymetler	
2.1.Belediyeler, yerel yönetim otoriteleri ve diğer devlet kurumlarınca ihraç edilmiş teminatlı	
2.2.ACMB nezdinde ADİF tarafından ihraç edilmiş devlet teminatlı tahviller	

2.3. Basel II Bankacılık Denetim Komitesi tarafından önerilen Basel II İlkelerine uygun olarak sıfır risk veya teminatsız olarak kabul edilen tahviller;
2.4.Azerbaycan Cumhuriyetinin önemli paya sahip (%51) Anonim Şirketler
2.5. ACMB ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen menkul kıymetler

Kaynak: BFB, www.bfb.az, (18/04/2018)

3.4. Ulusal Takas ve Saklama Kuruluşu

Azerbaycan menkul kıymetler piyasasının altyapısının merkezi olan MDM, menkul kıymetleri koruyan, mülkiyet haklarını kaydeden, menkul kıymet alım satım senetleri kaydını ve ticaret sonrasında hesaplaşmaları gerçekleştiren bir depo kuruluşu olarak önde gelen finans kurumlarından biridir. Bu kurumun kuruluş tarihi, devlet mülkiyetinin özelleştirilmesi süreciyle ilgilidir. Bu nedenle, "Ulusal Takas ve Saklama Merkezi" kavramı ilk olarak 1995 yılında "1995-1998 yıllarında Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Devlet Mülkiyetinin Özelleştirilmesine İlişkin Devlet Programı"nda tanıtılmıştır. Menkul kıymetler piyasasında merkezi bir depo hizmeti oluşturmak için, 14 Mayıs 1997 tarihinde "Ulusal Takas ve Saklama Sistemi Üzerine" ve "Devlet İşletmelerinin Özelleştirilmesi Zamanı Kurulmuş Anonim Şirketlerin ve Yatırım Fonlarının Yatırımcılarının Kaydının Yürütülmesi Kuralları Hakkında Yönetmelik" onaylanmış ve MDM 18 Eylül 1997'den bu yana faaliyete başlamıştır. MDM, ilk yıllarda, yalnızca özelleştirilmiş anonim şirketlerin hissedarlarına ve ihraççılarına hizmet vermiştir. Bu hizmetler yeni kurulmuş olan anonim şirketlerin menkul kıymetlerinin belirlenmiş şekilde saklama yapılması tedavülünün temini, hissedarlarının kaydının yürütülmesini, menkul kıymetler sahiplerinin alım-satım anlaşmalarının kaydını, ve diğer işlemlerini kapsamaktaydı. Yeni oluşturulan anonim şirketlerle saklama hizmetlerinin sağlanmasına yönelik ilk sözleşme, 1998 yılında MDM tarafından özelleştirme sonucunda yapılmıştır. Bu dönemde kaydedilen tüm işlemler borsadışında yapılmaktaydı. Ancak BFB'nin tesisinden sonra borsa anlaşmaları da MDM tarafından yapılmaya başlandı. MDM, özel sektöre kademeli olarak girmiş ve ilk defa 2001 yılında yeni bir ürün olarak tahvil piyasasında da depo hizmeti vermeye başlamıştır. Ülke çapında gösterilen hizmet kalitesini ve hızlılığı arttırmak için MDM'nin Nahçıvan şubesi de faaliyetine başlamıştır. MDM'nin Nahçıvan Şubesi, "Nahçıvan Özerk Cumhuriyeti'nde Azerbaycan Cumhuriyeti Devletinin

Menkul Kıymetler Komitesinin Faaliyetlerinin Düzenlenmesi Hakkında" 22 Eylül 2005 tarihli Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanının emri uyarınca kurulmuştur. Şube Tüzüğü 1 Mart 2006 tarihinde Azerbaycan Cumhuriyeti MKDK tarafından onaylandı. 2015 yılında menkul kıymetler piyasasına ilişkin onaylanan yasayla MDM, takas ve saklama sisteminin merkezi kurumu olarak ilan edildi. 15 Eylül 2015 itibariyle, takas ve saklama lisanslarının etkinliği askıya alınmış ve mevcut depozitörler kaydını tuttukları menkul kıymetlerin bilgilerini MDM'ye devretmiştir. Ayrıca, Menkul Kıymetler Piyasası Kanunu'na göre, MDM kapalı bir anonim şirket olmaktan çıkarılmış ve kar amacı gütmeyen bir tüzel kişilik olarak yeniden kurulmuştur. Böylelikle menkul kıymetlere dair yürürlüğe giren devlet programının esas amaçlarından biri olan menkul kıymetlerin depozitör-muhasebe sisteminin ve menkul kıymetler üzerinde kayıt mekanizmalarının gelişimi hedefi büyük çoğunlukla tamamlanmış olmaktadır. Kanun'a göre MDM merkezi depozitör olarak takas faaliyeti için gerekli lisansı almadan hizmet suna bilmektedir. Böylece ülkede ihraç edilen tüm yatırım menkul kıymetlerinin merkezi depo sistemi oluşturulmuş, menkul kıymetler üzerinde kayıt ve takas sistemleri sağlanmıştır.[146]

MDM'nin mevzuatla belirlenmiş faaliyet alanları aşağıdakilerdir :[147]

- Menkul kıymetlerin saklanması ve kaydının tutulmasını sağlamak
- Menkul kıymet sahiplerinin hesaplarının tutulması
- Menkul kıymetler ve sahiplerinin hesaplarının elektronik bir sisteminin organizasyonunu sağlamak
- Menkul kıymet sahiplerinin kaydı
- Menkul kıymetlerin yükümlülüklere göre kaydını tutmak
- Üyelerine, ihraççılarına, borsalara ve takas kuruluşlarına depozitör hizmetlerinin sağlanması
- Müşteri müracaatına dayalı olarak yapılan işlemlerden elde edilen özetler hakkında bilgi verilmesi

[146] http://mdm.gov.az/cat/32, (08/04/2018)
[147] http://mdm.gov.az/page/43, (08/04/2018)

- "Yatırım Fonları Hakkında" ve "Menkul Kıymetler Piyasası Hakkında" kanunuyla belirlenmiş diğer görevleri icra etmek.

  Yıllara göre MDM tarafından sağlanmış anlaşma ve sözleşme sayısı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 16. Yıllara Göre MDM Tarafından Gerçekleştirilen Sözleşme Sayısı

Yıllar	Kapalı sözleşme sayısı	Borsada sözleşme sayısı	Borsa dışı sözleşme sayısı	İlave ihraç sözleşme sayısı
2010	43	4230	158	1826
2011	41	3605	938	242
2012	52	3539	764	236
2013	49	4016	477	442
2014	59	5077	514	920
2015	43	4301	378	247
2016	54	2461	461	758
2017	32	2379	417	1039
2018 (1.dönem)	22	759	129	475

Kaynak: MDM, www.mdm.gov.az, (11/04/2018)

3.5. 2011-2020 Menkul Kıymetler Piyasası Gelişimi Devlet Programı

Azerbaycan'da sermaye piyasası alanında yapılan en önemli çalışmalardan birisi de bu sektöre ilişkin Devlet Programının hazırlanması olmuştur. Program 2011 yılının 16 Mayıs 1504 Sayılı Cumhurbaşkanlığı kararı ile onaylanmış olup belirtilen hedefler doğrultusunda yetkili kurumların da desteğiyle sermaye piyasasının gelişimi ve modernizasyonunu amaçlamaktadır. Bu programın temel amacı modern, uluslararası standartlara geniş bir yelpazede kapitalizasyon kapasitesi sağlayan ve güvenilir bir risk yönetimini sağlayan

yüksek etkili menkul kıymetler piyasası yaratmaktır. Bu amaçla aşağıda belirtilen görevlerin uygulanması dikkat merkezindedir :

- menkul kıymetler piyasası düzenleme mekanizmalarının ileri uluslararası uygulamalarla uyumlu hale getirilmesi, menkul kıymetler piyasasının kurumsal gelişim düzeyinin arttırılması ve uluslararası standartlara uygunluğunun sağlanması
- Ülke ekonomisindeki kapitalizasyon oranını arttırmak, ekonomik projelerin finansmanında menkul kıymetler piyasasının çekmiş olduğu enflasyon dışı yatırım fonlarının kullanımını arttırmak
- Ekonomik birimlerin ve toplumun sahip olduğu fonların menkul kıymetler alanında etkin kullanımı için yatırımların korunması ve risklerin güvenilir yönetimi için uygun şartların oluşturulması
- Ülkenin menkul kıymetler piyasasının uluslararası sermaye piyasalarına kademeli olarak entegre edilmesi için uygun koşulların oluşturulması

Menkul kıymetler piyasasının gelişimi için görevlerin aşamalı olarak uygulanması, Devlet Programı çerçevesinde gerçekleştirilecektir. İlk aşamada menkul kıymetler piyasasının modernizasyonu, düzenleyici yasal çerçevenin iyileştirilmesi, maddi ve teknolojik altyapının güçlendirilmesi ve menkul kıymetler piyasasında insan sermayesinin geliştirilmesi için gerekli kapasitelerin oluşturulması öngörülmektedir. Nitekim, bu hususda gerekli çalışmalar tamamlanmış ve ikinci aşamaya geçiş sağlanmıştır. İkinci aşamada ise, menkul kıymetler piyasasında faaliyetlerin tamamen otomatikleştirilmesi ve konsolide edilmesi ve yeni araç ve hizmetlerin sağlanması için gerekli temeli oluşturması planlanmaktadır. 2015-2017 yılları arasını kapsayan Programın 3 senelik müddetinde finansal hizmetlerin bölgesel kapsamını arttırmak hedeflenmiştir. Üçüncü aşamada, yeni ve daha sofistike araç ve hizmetlerin getirilmesiyle birlikte menkul kıymetler piyasasının derinliğinin arttırılması ve sistemin etkin risk yönetimi için mekanizmalar oluşturulması planlanmaktadır. Devlet Programı'nın (2018-2020) son üç yılını kapsayacak olan bu aşamanın tamamlanmasıyla birlikte, Azerbaycan'ın sermaye piyasaları uluslararası finans piyasalarına entegre olmaya hazır durumda olacaktır.

Buna göre devlet programının esas yönleri belirlenmiş, bu yönler doğrultusunda alt hedefler amaçlanmış ve bu hedeflere göre de her bir sermaye piyasası kuruluşuna önemli sorumluluklar yüklenmiştir. Bu hedeflerden bazıları aşağıda belirtilmiştir:[148]

- **Menkul kıymet piyasasının kurumsal gelişimi :**

- Devlet Programı kapsamında, menkul kıymetler piyasası yeni organizasyonel, teknik ve sermaye gereklilikleri temelinde geliştirilecek, esnek ve verimli sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri sağlanacaktır.
- Borsada ticaret imkanlarının yaygınlaştırılması gerçekleştirilecek, çeşitli finansal araçlarla ticaret imkanı sağlayacak tek bir kuruma dönüştürülmesi için gerekli yasal ve organizasyonel önlemler alınacaktır.
- Menkul kıymetler piyasası gelişim çizgisine uygun olarak, menkul kıymetler piyasasının alım satım ve muhasebe sistemlerinin istikrarını ve güvenilir risk yönetimi için gerekli mekanizmaların oluşturulmasını sağlayacak olan takas fonu, yatırımcıların tazminat fonu gibi kurumların kurulması planlanmaktadır.

- **Finansal aracılık ve toplu yatırım planlarının organizasyonu ve teşviki :**

- Programda öngörülen önlemler çerçevesinde, modern finansal aracılar - yatırım şirketleri ve varlık yönetimi şirketlerinin oluşturulması için gerekli yasal ve örgütsel mekanizmalar oluşturulacaktır.
- Kurumsal yatırımcıların rolü, yatırım yönetiminin etkin bir şekilde yönetilmesini ve bireysel tasarrufların etkili yatırımlara yönlendirilmesini sağlamada önemli bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda, etkili yatırım fonları ve diğer kolektif yatırım programları oluşturmak için tedbirler alınacaktır.
- Menkul kıymetler piyasasında bankaların ve sigorta şirketlerinin aktif katılımını teşvik eden ihtiyati gereklilikler belirlenecek ve uygulanacaktır.

- **Menkul kıymetler piyasasında talep ve arz desteği :**

[148] Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "2011-2020 yılları için Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Menkul Kıymetler Piyasası Gelişimine İlişkin Devlet Programı" 1504 Sayılı Karar, 2011, http://www.e-qanun.az/framework/21672, (01/04/2018)

- Modern sermaye piyasasının oluşumu öncelikle likidite ve devlet tahvillerinin derin piyasasından kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda, ilgili devlet kurumlarının faaliyetlerini koordine etmek, para ve maliye politikası araç ve gereçlerinin kullanımını optimize etmek ve ilk aşamada devlet menkul kıymetlerinin likiditesini sağlamak için gerekli önlemleri almak planlanmaktadır.
- Menkul kıymetler piyasasında alım satımın genişletilmesi amacıyla, menkul kıymet piyasalarından finanse edilmek üzere bir çok kamu kuruluşunun menkul kıymetlerini borsada ihraç etmesi ve bu amaçla uygun yasal ve örgütsel mekanizmalar oluşturulması öngörülmektedir. Ayrıca, özel sektörün kamu mali desteği borsa araçları tarafından sağlanması hedeflenmektedir.
- BFB'de küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman olanaklarını sermaye piyasalarından arttırmak için alternatif bir ticaret platformunun kurulması beklenmektedir.

- **Finansal şeffaflık ilkelerinin genişletilmesi ve kurumsal yönetim uygulamasının genişletilmesi :**

- Piyasaları aktif hale getirme ve uzun vadeli finansmandan faydalanma yeteneği, şirketin ileri finansal raporlama ve yönetim standartlarının genişletilmesi ile doğrudan bağlantılıdır. Bunu göz önünde bulundurarak, finansal şeffaflık ve kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaşması öncelikle menkul kıymetler piyasasında, finansal aracılar olarak hareket eden yatırım şirketlerini ve çeşitli kolektif yatırım fonlarını kapsamalıdır.
- Finansal saydamlığı arttırmak için, denetim menkul kıymetler piyasasını iyileştirecektir. Aynı zamanda menkul kıymetler piyasasını denetleyen şirketler için düzenleyici gereklilikler oluşturulacaktır. Menkul kıymetler piyasasında orta vadeli perspektifte derecelendirme kuruluşlarının kurulması, şeffaflığın daha da arttırılmasına hizmet edecektir.

- **Menkul kıymetler piyasasının yasal çerçevesinin iyileştirilmesi :**

- Menkul kıymet ihraç ve tescil, birincil ve ikincil menkul kıymetler piyasası ile faaliyetlerin yeterli şekilde düzenlenmesi dikkat odağında olacaktır. Menkul kıymetlerin adil piyasa değerinin oluşumunun temin edilmesi, sermaye piyasasında mevzuata aykırı

işlem ve hareketler için uygulanacak sorumluluk ve cezalar uluslararası uygulamaya uyarlanacaktır.

- Menkul kıymetler piyasasının profesyonel katılımcılarına lisans verilmesi için prosedürler ileri uluslararası standartlar temelinde geliştirilecek ve finansal aracılar için yeterli sermaye, risk yönetimi ve raporlama gereklilikleri belirlenecektir.
- Sektörün devlet düzenlemesinin örgütsel ve işlevsel olarak güçlendirilmesi sağlanacak, personel potansiyelini arttırmak için kapsamlı eğitim programları, eğitimler ve seminerler düzenlenecektir.

- **Menkul kıymetler piyasasında farkındalığı ve profesyönelliği arttırmak :**

- Menkul kıymetler piyasasının etkin işleyişi, piyasalarda yüksek profesyonellik ve farkındalık oluşturulması için hem finansal aracılar hem de potansiyel ihraççıların ve yatırımcıların piyasaya ilişkin bilgilerinin arttırılması büyük önem taşımaktadır. Bunu dikkate alarak, Devlet Programında bilgi ve bilgi aktarımı için mekanizmalar oluşturmak ve bu faaliyetleri koordine etmek planlanmaktadır.
- Orta vadede, orta ve yüksek öğretim kurumlarının müfredatı, menkul kıymetler piyasasına ilişkin konuları ve ekonomik eğitim programlarının yeni gereksinimlere uyarlanmasını içerecektir.
- Menkul kıymetler piyasasının profesyonelliğini arttırmak için sermaye piyasaları ile ilgili eğitim ve danışmanlık kursları düzenlenecek, finansal aracılar ve ihraççıları da kapsayan menkul kıymetler piyasası katılımcıları için eğitim ve sertifikasyon programları verilecektir. Bu tür kurslar ve programlar, aynı zamanda, sermaye piyasası finansmanı için potansiyel ihraççıları hazırlamaktadır.

IV BÖLÜM

AZERBAYCAN SERMAYE PİYASASININ ALT PİYASA GÖSTERGELERİNİN YILLARA GÖRE İNCELENMESİ

Bu bölümde Azerbaycan sermaye piyasası alt piyasa türlerinin yıllara göre verileri incelenecek, bu verilerin yorumu yapılacaktır. Bununla da ülke sermaye piyasasının ekonomik alanda yeri, gelişim imkanları, gelecek perspektifleri belirlenmiş olacaktır. Bu verilerin incelenmesinde Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi ve Menkul Kıymetler Devlet Komitesinin yıllara göre faaliyet raporları verileri esas alınmıştır.

4.1. Menkul Kıymetler Piyasası

Azerbaycan menkul kıymetler piyasası şirket ve devlet menkul kıymetlerinin toplamından oluşmaktadır. Bağımsızlık sonrasında menkul kıymet göstergelerinin gelişimi için gerekli yasal ve piyasa yapısı düzenlenmeye çalışılmış, ülke sermaye piyasasının petrol dışı GSYH içinde yerinin daha da artması için çalışmalar başlatılmıştır. Aşağıdaki tabloda yıllara göre Azerbaycan menkul kıymetler piyasasının verileri ele alınmış, bu veriler içerisinde devlet menkul kıymetleri ve şirket menkul kıymetleri, toplam menkul kıymetler piyasasındaki payları, ayrıca toplam menkul kıymetler piyasasının yıllara göre değişimi gösterilmiştir.

Tablo 17. Yıllara Göre Azerbaycan Menkul Kıymetler Piyasası Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Korporatif Menkul Kıymet Piyasası	Toplam Piyasada Ağırlığı (% ile)	Devlet Menkul Kıymet Piyasası	Toplam Piyasada Ağırlığı (% ile)	Türev Menkul Kıymet Piyasası	Toplam Piyasada Ağırlığı (% ile)	Toplam Menkul Kıymet Piyasası	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	-	-	87,3	100	-	-	87,3	-
2002	-	-	96,7	100	-	-	96,7	10,77
2003	-	-	97,4	100	-	-	97.4	0,72
2004	39,5	42,25	54	57,75	-	-	93,5	-4

2005	80	15,46	437,5	84,54	-	-	517,5	453,48
2006	234,4	14,92	1336,8	85,08	-	-	1571,2	203,61
2007	401,3	7,21	5166,7	92,79	-	-	5568	254,38
2008	414,7	4,28	9279,7	95,72	-	-	9694,4	74,11
2009	457,5	13,35	2969,9	86,65	-	-	3427,4	-64,64
2010	805,7	34,6	1523	65,4	-	-	2328,7	-32,06
2011	2144,4	24,2	6717,7	75,8	-	-	8862,1	280,56
2012	1328,8	14,1	8093,7	85,9	-	-	9422,5	6,32
2013	1736,9	19,68	7087,5	80,32	-	-	8824,4	-6,35
2014	4737,5	35,69	4156,6	31,32	4378,8	32,99	13272,9	50,41
2015	4186,1	39,77	144,6	1,37	6194,4	58,85	10525,1	-20,7
2016	8746,9	62,36	838,2	5,98	4440,7	31,66	14025,8	33,26
2017	3659,9	23,28	6118,2	38,92	5940,1	37,79	15718,2	12,07
2018*	806,3	-	2623,1	-	2557	-	6186,4	-

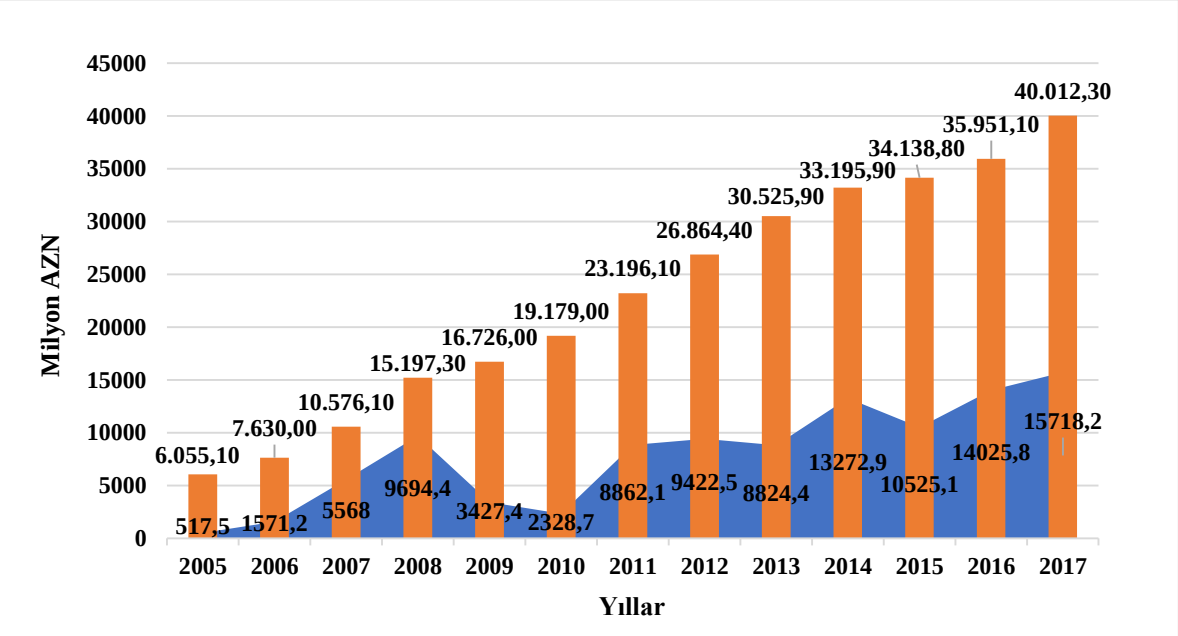
Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

Azerbaycan'da sermaye piyasası altyapı çalışmaları 2000 yılına kadar sürdürüldüğü için etkin piyasa verileri 2000 yılından sonra kendini göstermeye başlamıştır. Nitekim korporatif (şirket) menkul kıymetler piyasası 2004 yılından itibaren borsada ticarete başlamıştır. Artan özelleştirme ve devlet politikaları, ilerleyen yıllarda şirket menkul kıymet piyasasının toplam piyasa içerisindeki oranını arttırmış, ancak devlet menkul kıymetler piyasasının yeri genel menkul kıymetler içerisindeki büyüklüğünü korumuştur. Devlet menkul kıymetlerindeki artış trendi genel itibarile 2008 yılına kadar devam etmiş, ancak Merkez Bankası para politikasıyla ilişkili olarak 2009 yılında yaklaşık %68 düşüş yaşanmıştır. Buna rağmen aynı yılda Maliye Bakanlığının tahvillerinde %55 artış gözlemlenmiştir. Devlet menkul kıymetlerindeki düşüş 2010 yılında da yaşanmış, bu dönemde şirket menkullerindeki 1,8 katlık artışla piyasa ağırlığını düşüşle devam ettirmiştir.

2011 yılına gelindiğinde ülke menkul kıymetler piyasası faaliyetini petrol-dışı sektörünün yüksek trendli artışı ve anti-enflasyon karakterli para politikası fonunda sürdürmüştür. Piyasanın bütün segmentlerinde canlanma görülmüş, 2010 yılının toplam ticaret hacmine 2011 yılının ilk 7 ayında ulaşılmıştır. İşlem sayısı bir önceki yıla kıyaslamada %23 oranında, toplam işlem hacmi ise 3,8 kat artışla 8,862 milyar AZN oluşturmuştur. 2012 yılında da menkul kıymetler piyasası sermaye piyasasından finansman ve enflasyonun bir haneli rakamlarda tutulması fonunda ilerlemiştir. Piyasa %6,3 artış sağlamış ve 9,4 milyar AZN seviyesine ulaşmıştır. 2013 yılında şirket menkul kıymetlerinde artışa rağmen devlet menkul kıymetlerinde azalma kaydedilmiştir. Şirketlerin yerinin menkul kıymetler piyasasında %31 oranında artışında teşvik edici para politikalarıyla piyasadan finansal kaynak sağlama ve menkul kıymetlerin tekrar piyasasındaki canlanma önemli yere sahip olmuştur. Tekrar piyasadaki canlanma 7,6 milyar AZN oluşturmuştur ki bu rakam o dönemde son 5 yılın en yüksek göstergesini oluşturmuştur. 2014 yılında toplam piyasada %50'nin üzerinde artış yaşanmış ve işlem hacmi 13,2 milyar AZN olarak belirlenmiştir. Şirket menkul piyasası 2,7 kat artış elde etmiş, ayrıca türev piyasa enstrümanları ile ticaret 2014 yılından başlamış ve yaklaşık 4,3 milyar AZN kayda alınmıştır. 2014 yılının verilerinde birincil piyasa hacmi bir önceki yılla kıyaslamada 3 kat, tekrar piyasa hacmi %26 artışla sonuçlanmıştır.

2015 yılında küresel finans ve emtia piyasasındaki dalgalanmalar ülkenin finans sektörüne önemli etki göstermiştir. Dönem içinde finans sektöründe likiditenin daralması sebebiyle yatırımların uzun dönemli araçlardan likiditesi daha yüksek kısa dönemli araçlara kayması trendi menkul kıymetler piyasasını karakterize eden en önemli etken olmuştur. 2014 yılında kullanıma açılan türev araçlar platformunda gerçekleştirilen işlemler pozitif yönde olmasına rağmen hükümetin parasal ve mali politikalarının değişmesi sonucunda devlet menkul kıymetler piyasasının keskin azalması ve özellikle son yıllarda menkul kıymetler piyasasının öncüsü olan şirket menkul kıymetlerindeki gerileme ile geçen yıla göre yapılan sözleşmelerin %21 düşüş göstermesi toplam menkul kıymetler hacmini 10,5 milyar AZN seviyesine getirmiştir. Bu düşüşler içinde ise en önemli düşüş devlet menkul kıymetlerinde görülmüştür. Daha sonrasında, 2016 yılına gelindiğinde Azerbaycan sermaye piyasasında önceki döneme göre yaklaşık %33,3 işlem hacmi artışı tesbit edilmiştir. 14 milyar AZN'i

aşan toplam ticaret hacminin birincil piyasası 4,5 kat artışla 8,7 milyara ulaşmış, şirket menkul kıymetleri ticareti 2 kattan fazla, devlet menkul kıymetleri ise önceki döneme göre 5 kattan fazla artışla yükselmiştir. 2017 yılında artış trendini korumuş ve toplam hacim 15,7 milyar AZN'nin üstünde olmuştur. Ancak şirket menkul kıymetleri tekrar piyasasında 2,8 kat artış olmasına karşın toplam şirket menkul kıymetlerinde azalma görülmüştür. Bu azalmanın temel sebebi şirket tahvillerinin birincil piyasasından kaynaklanmaktadır. Buna neden ise devlet projelerinin yerli tahvil piyasası aracılığıyla finansmanının yeteri kadar temin edilememesidir. 2018 yılının ilk çeyreği için açıklanan sermaye piyasası raporunda toplam menkul kıymet piyasası 6,2 milyar AZN'e yakın olmuştur. Bu rakam 2017 yılının aynı dönemi ile karşılaştırıldığında 2,7 kat artış söz konusudur. Devlet menkul kıymetlerinde yaklaşık 9 kat, türev araçlar piyasasında 2,6 kat artışa karşı şirket menkul kıymetlerinde bir önceki döneme göre 226,8 milyon AZN azalma gözlemlenmiştir. Bu azalmanın temel kaynağı ise yeniden birincil piyasa olarak görülmüştür. Nitekim 2017 yılının 1. çeyreğinde şirket menkul piyasasının birincil piyasası 858,6 milyon AZN iken 2018 yılının aynı dönemi için birincil piyasa toplamı 461 milyon AZN oluşturmuştur.



Grafik 4. Yıllara Göre Toplam Menkul Kıymet Piyasasının Petrol Dışı GSYH'da Yeri
Kaynak: ADİK, MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.

Grafik 4'te 2005 yılından 2017 yılına kadar Azerbaycan menkul kıymetler piyasasının toplam petrol dışı GSYH içindeki tutarları gösterilmiştir. Bu grafiğe göre 2005 yılında menkul kıymetler piyasası petrol dışı GSYH'da yaklaşık %8,5 paya sahipken bu oran 2008 yılına kadar yükseliş göstermiş, ancak küresel krizin vermiş olduğu negatif etkiyle toplam menkul kıymetler piyasası düşüş yaşamıştır. 2015 yılında da küresel dalgalanmalar her ne kadar negatif etki etse de ülke menkul kıymetler piyasasının petrol dışı GSYH'daki yeri yaklaşık %31 oranında gerçekleşmiş, 2016'da %39 iken 2017 yılında ise %39,3 olarak belirlenmiştir.

4.1.1. Devlet Menkul Kıymet Piyasası

Devlet menkul kıymet piyasası Azerbaycan sermaye piyasası içinde en büyük paya sahip alt piyasadır. Nitekim, devlet menkul kıymet piyasası 2001 yılından 2003 yılına kadar toplam menkul kıymet piyasasının %100 payını oluşturmakta ve ilerleyen yıllarda da çoğunluklu paya sahip olmaktadır. 2004 yılı itibarile şirket menkul kıymet piyasasının da katılımıyla devlet menkul kıymetlerinin piyasa ağırlığı düşüş gösterse de büyük pay yine de devlet menkul kıymet piyasasında kalmıştır. 2004 yılında bir önceki döneme göre yaklaşık -%44,6 gerileme ile 54 milyon AZN devlet menkul kıymet piyasası hacmi kayda alınmıştır. Bu dönemde bu hacmin oluşmasında en büyük pay ise yeni ticarete başlanan Merkez Bankası notlarından kaynaklanmaktadır (toplam devlet menkul kıymet piyasasının %67,8 payı). 2005 yılından sonra da bahsi geçen piyasa büyük ağırlığı ile piyasa payını sürdürmüştür. 2005 yılında devlet menkul kıymetler piyasasının bir önceki döneme göre büyük oranla artımında Merkez Bankası notları ve ayrıca repo-ters repo işlemleri oldukça büyük paya sahip olmaktadır. 2009 yılına gelindiğinde yaşanan finansal kriz devlet menkul kıymetler piyasasını da etkilemiş, dolayısıyla piyasa payında yaklaşık %9 gerilemeye karşın bir önceki dönemle kıyasda -%68 düşüş yaşanarak 2008 yılında 9,3 milyar AZN olan bu piyasa hacmi 2009 yılına gelindiğinde 3 milyar AZN ile sonuçlanmıştır. Etki 2010 yılında da devam etmiş, 2009 yılına göre -%48,7 oranında düşüşle toplam devlet menkul kıymet piyasası 1,5 milyar AZN ile toplam menkul kıymet piyasasının %65'ni oluşturmuştur. 2011 yılından itibaren yeniden ehemiyyetli derecede artış sağlamıştır. Böyle ki, işlem sayısı bir önceki dönemle karşılaştırıldığında 1,6 kat, işlem hacmi ise 4,4 kat artarak 6,7 milyar AZN teşkil etmiştir. Bu

işlemlerin %4'ni Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen devlet tahvilleri, %10'nu Merkez Bankası notları, %86'sını ise menkul kıymetlerle yapılan Repo işlemleri oluşturmuştur. Görülen artış 2012 yılında da sürdürülmüştür. Ancak 2013 yılında Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen devlet tahvillerinin hacmindeki düşüş, aynı zamanda ACMB tarafından yürütülen genişletici para politikası zemininde not piyasası ve repo işlemlerinde görülen düşüş devlet menkul kıymet piyasasında düşüşe neden olmuştur. Genel itibarile bu dönemde devlet menkul kıymetleri piyasasında işlemlerin hacmi ortalama aylık %68 artarak 7,1 milyar AZN oluşturmuş, bununla da günlük ortalama ticaretin hacmi 29,2 milyon AZN meydana getirmiştir. 2014 yılında da bir haneli enflasyon verileri doğrultusunda ACMB tarafından yürütülen genişletici para politikası ve Maliye Bakanlığı tarafından konservatif borçlanma politikası devlet menkul kıymet piyasasının hacmini daraltmıştır. Repo- ters repo işlemleri %46 azalması neticesinde toplamda devlet menkul kıymet piyasası %41 düşüşle 4,2 milyar AZN olmuştur. Ancak repo-ters repo işlemleri dışında bakıldığında diğer alt piyasa verilerine göre devlet menkul kıymet piyasası bir önceki döneme göre %29 artarak 615 milyon AZN oluşturduğu görülmektedir. 2015 yılının devlet menkul kıymet piyasasındaki keskin düşüşün arkasında ACMB ve Maliye Bakanlığı tarafından devlet tahvillerinin ihracının gerçekleşememesi sonucunda onlarla gerçekleştirilen repo-ters repo işlemlerindeki keskin düşüş görülmektedir. Bu dönemde devlet tahvilleri ile 20,8 milyon AZN tekrar piyasa ve 32,2 milyon AZN hacminde repo-ters repo işlemleri ile 91,6 milyon AZN hacminde şirket tahvilleri ile bankalararası repo-ters repo işlemleri gerçekleşmiştir. 2016 yılına gelindiğinde Maliye Bakanlığı tarafından iç borçlanma politikası ve ACMB tarafından da manata olan baskının düşürülmesi amacıyla not emisyonuna başlanması devlet menkul kıymet piyasasında işlem hacminin artımını tetiklemiştir. Ancak repo alt piyasasında işlem hacmi önceki döneme göre düşüş sergilemektedir. 2017 yılında da ekonomik politikalar aynı şekilde sürdürülmüş, sonuç olarak devlet tahvillerinin %48, not hacminin 19,4 kat artımıyla toplam devlet menkul kıymet piyasası yaklaşık olarak 7,3 kat artım sağlamıştır.

Aşağıdaki tabloda devlet menkul kıymet piyasasının alt piyasalarının toplam devlet menkul piyasasındaki payları ve devlet menkul kıymetlerinin yıllara göre önceki dönem itibarile değişim verileri incelenmiştir.

Tablo 18. Yıllara Göre Devlet Menkul Kıymet Piyasası Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Devlet Tahvilleri	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Merkez Bankası Notları	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Repo	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Toplam Devlet Menkul Kıymet Piyasası	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	87,3	100	-	-	-	-	87,3	-
2002	95,6	98,86	-	-	1,1	1,14	96,7	10,77
2003	97	99,59	-	-	0,4	0,41	97,4	0,72
2004	17,1	31,67	36,6	67,78	0,3	0,56	54	-44,56
2005	68,2	15,59	242,1	55,34	127,2	29,07	437,5	710,19
2006	122,6	9,17	1092,7	81,74	121,5	9,09	1336,8	205,55
2007	256,8	4,97	2204,7	42,67	2705,2	52,36	5166,7	286,5
2008	426,8	4,6	2091,7	22,54	6761,1	72,86	9279,7	79,61
2009	661,1	22,26	354,7	11,94	1954,1	65,8	2969,9	-68
2010	456,2	29,95	229,2	15,05	837,7	55	1523	-48,72
2011	280,6	4,18	655,1	9,75	5782	86,07	6717,7	341,1
2012	167,5	2,07	1069,8	13,22	6856,5	84,71	8093,7	20,48
2013	134,6	1,9	343,8	4,85	6609,1	93,25	7087,5	-12,43
2014	107,9	2,6	507,9	12,22	3540,8	85,19	4156,6	-41,35
2015	20,8	14,38	-	-	123,8	85,62	144,6	-96,52
2016	567,4	67,69	268,8	32,07	2,1	0,25	838,2	479,67
2017	839,4	13,72	5227,1	85,44	51,6	0,84	6118,2	629,92
2018*	197,3	7,52	2410,9	91,91	214,9	8,19	2623,1	-

Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

4.1.1.1. Devlet Tahvilleri

Devlet tahvilleri kısa vadeli (1 ay, 3 ay, 6 ay ve 1 yıl), orta vadeli (2 yıl 3 yıl) ve uzun vadeli (5 yıl ve daha fazla) olabilir. Devlet tahvili devletin iç borçlanma aracı olarak bütçe açığını finanse etmek amacıyla çıkarılmaktadır. Genel itibarile bakıldığında devlet tahvillerinin sermaye piyasasındaki yeri ilk dönemlerde çok daha yüksek iken ilerleyen yıllar itibarile ülke sermaye piyasasındaki hacim büyümesi sebebiyle pay itibarile azalış göstermiştir. Bu piyasada birincil piyasa ticareti tekrar piyasa ticaretine kıyasla çok daha önde olmaktadır. 2006 yılından başlayarak Maliye Bakanlığı tarafından süreleri 3 ay, 6 ay ve 12 ayı kapsayan devlet tahvillerinin ihracı gerçekleşmiştir. Devlet tahvillerindeki artış genel gidişatı esas alındığında bir önceki dönemlere göre 2009 yılına kadar artış sağlamıştır. 2010 yılına gelindiğinde Maliye Bakanlığı tarafından müddeti, gelirlilik oranı ve ödeme şartlarına göre çeşitlilik arz eden araçların piyasaya emisyonu sağlanmış, birincil ve tekrar piyasalarda bir önceki döneme göre %31 oranında azalma olmasına rağmen değişik süreli tahvillerin gelirlilik seviyesinde artım görülmüştür. Böylece 1 aylık devlet tahvillerinin orta getiri düzeyi %0,68'den %1,46 oranına, 3 aylık devlet tahvillerinin orta getiri düzeyi %1,41'den %2,5'e 6 aylık süreli devlet tahvillerinin orta getiri düzeyi %1,01 oranından %2,85'e ve 1 yıllık devlet tahvillerinin orta getirisi %3,75 seviyesinden %4'e çıkartılmıştır. 2011 yılında Maliye Bakanlığı tarafından çeşitlilik arz eden araçların emisyonu devam ettirilmiştir. Bu dönemde de düşüş devam etmiş, birincil ve tekrar piyasa hacmindeki düşüş -%38,5 oranında belirlenmiştir. Bu düşüş 2016 yılına kadar devam etmiştir. 2013 döneminde menkul kıymetler piyasasının en düşük riski içeren araçlardan oluşan tekrar piyasasında %42 artış yaşanmasına rağmen bu araçların yerleştirilmesi %31 oranında gerileme kayd etmiş, dolayısıyla toplam devlet tahvilleri piyasasında %20 düşüş yaşanmıştır. O dönemde Maliye Bakanlığı uzun dönemli borçlanma stratejisi oluşturmuş, bu sebeple de emisyonu yapılan araçların %90'nını orta vadeli tahviller oluşturmuştur. 2016'da işlem hacminin 27,2 kat artmasıyla devlet tahvilleri piyasası 567,4 milyon meydana getirmiştir. Tekrar piyasa hacmi ise 7 kat artarak 146 milyon AZN oluşturmuştur. Ekonomik gereksinimler kapsamında ilk kez olarak devlet tahvillerinin piyasada arz-talep sonucunda oluşması amacıyla fiyat limiti belirlenmemiştir. Sonuçta AZN ile yerleştirilmiş kısa vadeli devlet tahvillerinin orta getirisi

%13,07 oranında tesbit edilmiştir. 2017 yılında ise devlet tahvillerinin borsada 45 açık arttırması yapılmış, sonuç olarak birincil piyasada önceki döneme göre %89 artış sağlanırken tekrar piyasada %69 gerileme ile toplam devlet tahvilleri piyasası 839,4 milyon AZN oluşturmuştur. Kısa vadeli tahvillerde orta getiri %10,15, orta vadeli devlet tahvillerinde getiri düzeyi ise %13,08 olarak belirlenmiştir.

Tablo 19. Yıllara Göre Devlet Tahvilleri Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Birinci Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Tekrar Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Toplam Devlet Tahvili	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	86,2	98,74	-	1,1	1,26	-	87,3	-
2002	93,8	98,12	8,82	1,8	1,88	63,64	95,6	9,51
2003	89	91,75	-5,12	8	8,25	344,44	97	1,46
2004	15,8	92,4	-82,25	1,3	7,6	-83,75	17,1	-82,37
2005	64,6	94,72	308,86	3,6	5,28	176,92	68,2	298,83
2006	111,6	91,03	72,76	11	8,97	205,56	122,6	79,77
2007	211,8	82,48	89,78	45	17,52	309,1	256,8	109,46
2008	298,6	69,96	40,98	128,2	30,04	184,89	426,8	66,2
2009	503	76,09	68,45	158,1	23,91	23,32	661,1	54,9
2010	359,5	78,8	-28,53	96,6	21,2	-38,9	456,2	-30,99
2011	239,1	85,21	-33,49	41,5	14,79	-57,04	280,6	-38,49
2012	141,7	84,6	-40,74	25,7	15,4	-38,07	167,5	-40,31
2013	98	72,81	-30,84	36,6	27,19	42,41	134,6	-19,64
2014	80,3	74,42	-18,06	27,6	25,58	-24,59	107,9	-19,84
2015	-	-	-	20,8	100	-24,64	20,8	-80,72
2016	421,5	74,29	-	145,9	25,71	601,44	567,4	2627,88
2017	794,5	94,65	88,49	44,9	5,35	-69,23	839,4	47,94
2018*	169,7	86,01	-	27,6	13,99	-	197,3	-

Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

4.1.1.2. Merkez Bankası Notları

Merkez Bankası notlarının ticareti ilk kez 2004 yılının 14 Eylül tarihinde BFB'de kayda alınmıştır. Merkez Bankası notları genel itibarile 28 günlük dolaşıma sahip menkul kıymet aracıdır. Notların yıllara göre dağılımına bakıldığında 2008 yılına kadar artış sağladığı görülmektedir. Kısa vadeli olması nedeniyle birincil piyasada üstünlüğü görülmektedir. 2008 yılında birincil piyasada -%17,5 oranında azalma görülürken tekrar piyasada %21,7 artış sağlamıştır. 2009 yılında ise hem birincil piyasada hem de tekrar piyasasında büyük oranda düşüş kayda alınmıştır. 2010 yılında notlardaki emisyon hacmi azalmaya devam etse de notların gelirliliğinde ve hacminde görülen kademeli artışla notların birincil ve tekrar piyasasında negatif trendin -%35 oranında gerçekleştiği görülmektedir. 2010 yılının sonuna doğru orta getiri düzeyinde yaklaşık 2 katlık artış görülmüştür ki, bu da işlem hacminin artım trendini beraberinde getirmiştir. 2011 yılının para politikasının anti-enflasyonist bazda ele alınması sebebiyle notların hacim ve getirisinde yüksek artış sağlanmıştır. Mart ayında politika faiz oranı %3 düzeyinden %5 seviyesine, Haziran ayında ise %5,25 seviyesine çıkarılmıştır. Sonuçta sterilizasyon aracı olan notların işlem sayısı bir önceki dönemle kıyasla %73, işlem hacminin tutarı ise 2,9 kat artışla 655 milyon AZN oluşturmuştur. 2011 yılının başlarından sonuna kadar notların getiri düzeyi %2,2'den %2,77 düzeyine kadar yükselişle sonuçlanmıştır ki bu da notlara olan talebin artmasına ve işlem hacminin yükselmesine etki etmiştir. 2012 yılında da not piyasasında artış devam etmiş, birincil piyasa önceki yıla göre %34, tekrar piyasa ise yaklaşık 17 kat artış ile toplam not hacminde %63 artış ile 1 milyar AZN sağlanmıştır. 2013 yılında tek haneli enflasyon hedefine göre para politikasının genişletici ve teşvikedici olması sebebiyle ACMB notlarına büyük ölçekte etki göstermiştir. Raporlama yılında not piyasasının hacmi %68 azalarak 343,8 milyon AZN teşkil etmiştir. Dolayısıyla orta getiri düzeyi 0,64 puan düşüşle %1,21 oluşturmuştur. Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını korumak amacıyla gerçekleştirdiği para politikası 2014 yılında not piyasasında da kendini göstermiş, birincil piyasada not hacmi -%47 oranında düşüş göstererek 158 milyon AZN oluşturmuştur. Tekrar piyasada ise 8 kat

artış yaşanarak 349,8 milyon AZN olmuş ve sonuç olarak toplam not piyasasının hacmi 507,9 milyon AZN oluşturmuştur. Bu dönemde getiri düzeyi de önceki döneme göre 0,2 puan düşüş göstererek %1,01 olarak kayda alınmıştır. Bir yıllık aradan sonra 2016 yılında borsada notların yerleştirilmesi gerçekleşmiştir. Açık arttırma usulü ile gerçekleştirilen satışta hacim 268,8 olmuştur. Orta getiri düzeyi ise %14,86 teşkil etmiştir. 2017 raporlama yılında ACMB notlarının 50 açık arttırma ile satışı görülmektedir. Bu zaman notların işlem hacmi 5,2 milyar AZN oluşturmuştur ki, bu da önceki raporlama yılının verilerine oranla 19 kat artış demektir. Notların 2016 yılında tekrar piyasada işlemi gerçekleşmemiş, 2017 yılında ise tekrar piyasa verileri 41 milyon AZN olmuştur. Orta getiri düzeyi ise %10,89 olarak kayda alınmıştır.

Tablo 20. Yıllara Göre Merkez Bankası Notları Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Birinci Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Tekrar Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Toplam ACMB Notları	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	-	-	-	-	-	-	-	-
2004	36,6	100	-	-	-	-	36,6	-
2005	217,2	89,71	493,44	24,9	10,29	-	242,1	561,48
2006	848,7	77,67	290,75	244	22,33	879,92	1092,7	351,34
2007	1984,5	90,01	133,83	220,2	9,99	-9,75	2204,7	101,77
2008	1638,2	78,32	-17,45	453,4	21,68	105,9	2091,7	-5,13
2009	287,2	80,97	-82,47	67,5	19,03	-85,11	354,7	-83,04
2010	223,6	97,56	-22,14	5,6	2,44	-91,7	229,2	-35,38
2011	642,5	98,08	187,34	12,6	1,92	125	655,1	185,82
2012	859	80,3	33,7	210,8	19,7	1573	1069,8	63,3
2013	299,8	87,2	-65,1	44	12,8	-79,13	343,8	-67,86
2014	158,1	31,13	-47,26	349,8	68,87	695	507,9	47,73

2015	-	-	-	-	-	-	-	-
2016	268,8	100	-	-	-	-	268,8	-
2017	5185,7	99,21	1829,2	41,4	0,79	-	5227,1	1844,6
2018*	2410,9	100	-	-	-	-	2410,9	-

Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

4.1.1.3. Repo

Repo piyasası devlet menkul kıymet piyasasının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Nitekim repo piyasası aracılığıyla devletin ekonomik politikaları önemli ölçekte piyasaya etki ede bilmektedir. Azerbaycan sermaye piyasasında repo piyasası 3 ana başlık altına toplanmaktadır : ACMB tahvilleri(notları) ile repo, devlet tahvilleri ile repo ve şirket tahvilleri aracılığıyla repo. Bunların büyük bölümü Merkez Bankası notları ile yapılan repo işlemleridir. Repo piyasası 2007 yılından itibaren devlet menkul kıymet piyasasının büyük bölümünü oluşturmaktadır. Şirket tahvilleri ile repo işlemleri ise 2014 yılından itibaren yapılmaya başlamıştır. 2008 yılında ACMB notlarıyla yapılan repo işlemleri keskin şekilde 2,7 milyar AZN'den yaklaşık 6,8 milyar AZN'e artarak o döneme kadarki en büyük yükselişini sağlamıştır. Ancak 2009 ve 2010 yıllarında ülke ekonomik politikalarının krize tepkisi olarak repo işlem hacimlerinde -%71 ve -%57 oranında düşüş göstermiştir. 2011 yılında repo işlemlerinin sayısı önceki döneme kıyasla %86, işlem hacmi ise 6,9 kat artışla 5,8 milyara ulaşmıştır. İşlemlerin %99 büyüklüğü ACMB tarafından, %1 kısmı ise devlet tahvilleri ile yapılmıştır. Bu artış 2012 yılında da devam etmiş, ACMB repo işlem hacmi artmasına karşılık devlet tahvilleri ile yapılan repo işlemleri 29,3 milyondan 4,5 milyon AZN düzeyine inmiştir. 2013 yılında bankalararası repo işlemlerinin geçen yıla kıyasla 2,7 kat artışına rağmen ACMB'nin bankalarla yaptığı birgünlük repo işlemlerinin hacmi %4 azalma göstermiş ve sonuçta repo işlemlerinin toplam hacmi %4 azalarak 6,6 milyar oluşturmuştur. 2014 yılına gelindiğinde şirket tahvilleriyle repo işlemlerinin başlamasına rağmen 3,5 milyar AZN ile önceki döneme göre repo piyasasında %46 düşüş gözlemlenmiştir. 2015 yılında repo işlemleri ACMB tarafından yapılmamakta, sadece devlet tahvilleri ve şirket tahvilleri ile

yapıldığı görülmektedir. 2016 yılında da ACMB tarafından repo işlemleri yapılmamış, aynı zamanda raporlama yılında sadece devlet tahvilleri ile 2 repo işlemi yapıldığı belirtilmiştir. 2017 yılında ise 25 kat artışla 51,6 milyon AZN olmuş, bu hacmin 30,8 milyon AZN'si devlet tahvilleri tarafından, 20,8 milyon AZN hacmi ise şirket tahvilleri tarafından gerçekleşmiştir.

Tablo 21. Yıllara Göre Repo Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Merkez Bankası Tahvilleri ile	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Devlet Tahvilleri ile	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Şirket Tahvilleri ile	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Toplam Repo	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	1,1	-	-	-	-	-	1,1	-
2003	0,4	-63,64	-	-	-	-	0,4	-63,64
2004	0,3	-25	-	-	-	-	0,3	-25
2005	127,2	42300	-	-	-	-	127,2	42300
2006	121,5	-4,48	-	-	-	-	121,5	-4,48
2007	2705,2	2126,5	-	-	-	-	2705,2	2126,5
2008	6750,3	149,53	10,8	-	-	-	6761,1	149,93
2009	1927,2	-71,45	26,9	149,07	-	-	1954,1	-71,1
2010	820,2	-57,44	17,5	-34,94	-	-	837,7	-57,13
2011	5752,7	601,38	29,3	67,43	-	-	5782	590,22
2012	6852	19,11	4,5	-84,64	-	-	6856,5	18,58
2013	6596,9	-3,72	12,2	171,11	-	-	6609,1	-3,61
2014	3346,1	-49,28	2	-83,61	192,7	-	3540,8	-46,43
2015	-	-	32,2	1510	91,6	-52,46	123,8	-96,5
2016	-	-	2,1	-93,48	-	-	2,1	-98,3
2017	-	-	30,8	1366,67	20,8	-	51,6	2357,14
2018*	120	-	80,1	-	14,8	-	214,9	-

Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

4.1.2. Şirket Menkul Kıymet Piyasası

Şirket menkul kıymet piyasası kendi içinde şirket tahvilleri ve hisse senedi piyasası olarak ayrılmaktadır. Şirket menkul kıymetler piyasası BFB'de 2004 yılından itibaren ticarete başlamıştır. 2005 yılına gelindiğinde şirket menkul kıymet piyasasının Azerbaycan toplam sermaye piyasasındaki ağırlığı yaklaşık %15 oranında iken ilerleyen yıllarda da devlet menkul kıymetler piyasasına kıyasla azınlık oluşturmuştur. Şirket tahvilleri 2010 yılına kadar hisse senedi alt piyasasına göre geride kalmış, 2010 yılında 2,6 kat artışla 303,6 milyon AZN meydana getirmiştir. Bu yılda yabancı para cinsinden şirket tahvillerinde bir önceki döneme göre 3 katlık artış yaşanmıştır. Şirket tahvilleri 2010 yılında sektörün yaklaşık %38 payını tutarken 2011 yılında payı %52 oranına ulaşmıştır. Bu pay, şirket tahvillerinin 3,7 kat artımıyla sağlanmıştır. Birincil piyasada 4 kat artış sonucu 584,7 milyon AZN'e ulaşılmıştır. 2012 yılında özel sektörü temsil eden şirketlerin hisse senedi piyasasından finansallaşma teşebbüsleri canlanma kazanmıştır. Şöyle ki, 2012 yılında bu hacim 186,4 milyon AZN ile bir önceki yıla göre %24,4 yükseliş sağlamaktadır. Aynı zamanda tekrar piyasada hisselerin dolaşımının artması tekrar piyasanın 2 kata yakın artışını meydana getirmiştir. Ancak 2011 yılının Aralık ayında 824,6 milyon AZN tutarında hisse senedinin devlet şirketi tarafından piyasada yerleştirilmesi 2012 yılı hisse senedi piyasasını 2011 yılıyla kıyasladıkta %42 oranında azalma ile neticelenmiştir. Ayrıca, şirket tahvilleri piyasasının birincil piyasasının önemli bölümünü oluşturan ve tekrar piyasada yüksek likidite imkanıyla önde olan ADİF tahvilleri ile işlemlerin azalması bir bütün olarak şirket menkul kıymet piyasasına olumsuz etki oluşturmuştur. Bu dönemde ADİF tarafından ihraç edilen tahvillerin birincil piyasası %53 oranında ve tekrar piyasası ise %42 oranında düşüş sergilemiştir. Sonuçta şirket tahvillerinin birincil piyasasında hacim %38, tekrar piyasasında hacim ise %31 oranında azalmıştır. 2013 yılında özel sektörün sermaye piyasası yoluyla borçlanmaya ilgisinin artmasıyla %31 artış elde edilmiştir. Bu dönemde şirket menkul kıymet piyasası toplam menkul kıymet piyasasının %20 payını oluşturmuştur ki, bu pay bir önceki yıla göre %6 daha büyük pay demektir. Yapılan işlem sayısının %83 kısmı şirket menkul kıymetlerinde kayda alınmıştır. 2014 yılında korporatif menkul kıymet piyasası alanında işlem sayısı %38 artış sağlamıştır. Toplam hacimde ise yaklaşık 2,7 kat artışla 4,7 milyar

AZN tutar görülmüştür. Şirket menkul kıymet piyasasındaki gözlemlenen yükseliş trendi bütün olarak genel menkul kıymet piyasası yapısına etki göstermiş, şirket menkul kıymet piyasasının piyasa payı aynı yılda ticareti yapılan türev araçları çıkartıldığında toplam piyasanın %53 kısmını, türev araçlarla birlikte hesapladığımızda toplam piyasanın %36 oranını oluşturmuştur. 2015 yılında ise şirket menkul kıymetlerinde -%11,6 hacminde gerileme yaşanmıştır. Buna sebep, şirket tahvillerinde 71 milyon AZN artışa karşı hisse senedi piyasasında 622,5 milyon AZN düşüş olmuştur. Birincil piyasada durgunluk yaşansa da tekrar piyasada işlemler %59 artarak 2,3 milyar AZN tutarına ulaşmıştır. 2016 dönemine gelindiğinde ister şirket tahvilleri isterse de hisse senedi piyasalarında yükseliş yaşanmış, toplam şirket menkulleri 2,1 kat artış sergilemiştir. 2011 yılından 2016 yılına kadar şirket tahvilleri piyasası hisse senedi piyasasından piyasa payına göre önde olmasına karşılık 2017 yılında hisse senedi piyasası korporatif menkul kıymet piyasasının %55,5 payını meydana getirmiştir. Şirket tahvillerinde birincil piyasada düşüşe rağmen tekrar piyasada 8,3 kat artış görülmektedir. Hisse senedi piyasasında ise toplam hacimde 2,2 kat artışla 2 milyar AZN oluşmuş, birincil piyasada 3,3 kat artışla birlikte tekrar piyasasında -%54,2 oranında düşüş raporlanmıştır.

Tablo 22. Yıllara Göre Şirket Menkul Kıymet Piyasası Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Şirket Tahvilleri	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Hisse Senedi	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Toplam Şirket Menkul Kıymet Piyasası	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	-	-	-	-	-	-
2002	-	-	-	-	-	-
2003	-	-	-	-	-	-
2004	18,1	45,82	21,4	54,18	39,5	-
2005	4,9	6,13	75,1	93,87	80	102,53
2006	38,8	16,55	195,6	83,45	234,4	193
2007	44,6	11,11	356,7	88,89	401,3	71,2

2008	47,7	11,5	367	88,5	414,7	3,34
2009	115	25,14	342,5	74,86	457,5	10,32
2010	303,6	37,68	502,1	62,32	805,7	76,11
2011	1115,2	52	1029,2	48	2144,4	166,15
2012	729,5	54,9	599,3	45,1	1328,8	-38,03
2013	1163,7	67	573,2	33	1736,9	30,71
2014	3458,1	72,99	1279,4	27,01	4737,5	172,76
2015	3529,2	84,31	656,9	15,69	4186,1	-11,64
2016	7833,9	89,56	913	10,44	8746,9	108,95
2017	1628,4	44,49	2031,5	55,51	3659,9	-58,16
2018*	153,8	19,07	652,5	80,93	806,3	-

Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

4.1.2.1. Şirket Tahvilleri

Şirket tahvilleri ile ticaret BFB'de 2004 yılı Ocak ayından yapılmaya başlanmıştır. Piyasa verilerine bakıldığında şirket tahvillerinin genel itibarile yıllara göre artış trendi içinde olduğu görülmektedir. Bu da özel kuruluşların sermaye piyasası yoluyla borçlanma gereksinimlerinin oluşması, klasik borçlanma yolları yerine sermaye piyasası kanalıyla borçlanma isteğinin artmasını belirtmektedir. Tabloya göre yıllar içinde birincil piyasa hacminin artmasına karşılık tekrar piyasa hacmi 2009 yılına kadar birinci piyasaya göre geri kalmakta, dolayısıyla finansman ihtiyacı borçlanan şirketlere finansman sağlamaktadır. 2009 yılından itibaren ise tekrar piyasa verileri ilerleyen yıllarda da çoğunlukla birincil piyasa hacmini geçmektedir. Bu veriler ışığında şirket tahvillerine tekrar piyasada talebin keskin artmasını görmek mümkündür. 2009 yılından başlayarak şirket borçlanma araçlarının büyük ölçekte artmasında temel 2 sebep vardır. Bunlardan birincisi paraya olan artan talep sonucunda piyasaya yeni araçların ihracı, bir diğer sebep ise parasal ve finansal kesimde yapısal değişikliklerin yaşanmasıdır. Bu yıl içinde şirket menkul kıymet piyasasına ADİF

tarafından emisyonu sağlanan tahvillerin ihracının yapılması şirket tahvillerindeki 2,4 katlık artımın temelini oluşturmaktadır. 2010 yılında da aynı süreç devam etmiş ve 2,5 kat artış ile 303 milyon AZN işlem hacmi elde edilmiştir. Yabancı para biriminde ihracı gerçekleşen tahvillerin 3 katlık artışı sağlanmıştır. 60 milyon AZN değerinde ADİF tahvili ihraç edilmiştir. Bu süreçte 3567 adet ipotek kağıdı devlet kaydına alınmıştır ki, bu rakam önceki döneme göre 2,5 defa fazla demektir. 2011 yılında şirket tahvillerinde yaşanan 3,7 kat artış aynı zamanda toplam şirket menkul kıymet piyasasında payının bu zamana kadar ilk kez %50 oranını geçerek %52'e ulaşmasını sağlamıştır. Birincil piyasa yaklaşık 4,5 kat artışla 584,9 milyon AZN'e yükselmiştir. Organize piyasada özel sektör tarafından ihraç edilen tahviller 6,5 kat yükselişle 121,5 milyon AZN, tekrar piyasası ise 26 kat yükselişle 66,9 milyon AZN oluşturmuştur. Yabancı para cinsinden nomine edilmiş tahvillerle işlem hacmi 402,4 milyon AZN oluşturmuştur. Bu rakam korporatif tahvil piyasasının %36 düzeyini meydana getirmiştir. Ayrıca, bu dönemde yerli piyasa için yeni araç olan yabancı para cinsinde nomine edilmiş konvertasyon hakkına sahip tahviller ilk kez tedavüle başlamıştır. ADİF tahvilleriyle yapılan işlemlerin hacminde yaşanan düşüş genel itibarile şirket tahvilleri piyasasına olumsuz etki etmiştir. Dönem içinde ADİF tahvillerinin hacmi %12,5, birincil piyasası %53, tekrar piyasası ise %42 hacminde azalma ile sonuçlanmıştır. Sonuçta şirket tahvillerinde işlem sayısı %38, tekrar piyasasında %31 gerileme ile toplam şirket tahvil piyasası 729,4 milyon AZN ile %35 düşüş göstermiştir. 2013 yılında ise ADİF tahvillerine yeniden artan talep ve özel sektör katılımcılarının sermaye piyasası borçlanma araçlarıyla finansal kaynak temin etme istekleri artmış, dolayısıyla işlem sayısı %52, hacim tutarı ise %60 oranında yükselerek 1,2 milyar AZN oluşturmuştur. Tekrar piyasa içinde 2,2 kat artımla 819 milyon AZN'e ulaşılmıştır. ADİF tahvillerinin toplam hacmi 2,5 defa artışla 761,1 milyon AZN miktarına artış göstermektedir. Uluslararası öneme sahip projelerin sermaye piyasası araçlarıyla finansallaştırılması 2014 yılında şirket tahvillerinin önemini yüksek düzeyde arttırmıştır. Nitekim, bu dönemde işlem hacmi 3 kat artışla 3,5 milyara ulaşmıştır. ADİF tahvillerinin hacmi 1,1 milyar AZN'e ulaşmıştır ki, bu veri o döneme kadarki ADİF tahvilleri için en yüksek gösterge olmuştur. Birincil piyasa şirket tahvilleri tutarı 2,2 milyar, tekrar piyasa verileri ise 1,3 milyar AZN olarak raporlanmıştır. 2015 yılından itibaren yaşanan

finansal dalgalanma eğilimleri finans sektöründeki likiditeyi daraltmış, bu sebeple de yatırımcıların birikimlerini likiditesi daha yüksek olan yatırım araçlarına çevirmesine neden olmuştur. Böylelikle bu dönemde şirket tahvillerine talepte artış yaşanmıştır. Yapılan işlem sayısı %39 oranında, hacim ise %2 oranında artışla 3,5 milyar AZN'e yükselmiştir. Birincil piyasa hacmi %25 azalarak 1,6 milyara düşse de tekrar piyasada %47 artış görülerek 1,9 milyara ulaşılmıştır. Bir bütün olarak şirket tahvillerinin yükseliş trendi sürdürülebilmiştir. 2016 dönemi verilerine bakıldığında işlem hacminin 7,8 milyar AZN ile 2,2 kat artış gösterdiği görülüyor. Devlet ehemiyetli projelerin menkul kıymet piyasası aracılığıyla kaynak temini şirket tahvilleri piyasasının yüksek artışını beraberinde getirmiştir. Sonuç olarak yerel para biriminde yerleştirilmiş korporatif tahvillerin toplam hacmi 4,6 kat artışla 7,5 milyar AZN değerine ulaşmıştır. Yabancı para cinsine nomine edilmiş korporatif tahvillerin tutarı ise önceki döneme göre 13 kat yükselerek AZN cinsinde 182 milyona yükselmiştir. Buna göre tekrar piyasa hacmi 4,1 kat artış sağlayarak 75,6 milyon AZN olmuştur. 2012 yılı dışında genel olarak artış trendi gözlemlenen şirket tahvillerinin piyasasında ilk kez 2017 yılında düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşe sebep ise önemli projelerin finansmanının yerel menkul kıymet piyasası aracılığıyla temin edilememesidir. Birincil piyasada önceki döneme göre yaklaşık %95 düşüş olmasına karşılık tekrar piyasada artış görülmektedir. Bahsi geçen dönemde birincil piyasa toplam şirket tahvil piyasasının %24'nü, tekrar piyasa hacmi ise %76 payını oluşturmuştur. Tekrar piyasa 396,5 milyon AZN oluştururken tekrar piyasa hacmi ise 1,2 milyar AZN'den daha fazla hacime sahip olmuştur. 2018 yılının ilk çeyrek raporunun verilerine göre şirket tahvilleri piyasası 153,8 milyon AZN meydana getirmiş, bu tutarın %24,2 payını birincil piyasa, %75,8 payını ise tekrar piyasa oluşturmaktadır. 2017 yılının 1. çeyreğinin verileriyle karşılaştırıldığında şirket tahvillerinin toplam miktarının 203,2 milyon AZN, birincil piyasasının 81,6 milyon AZN ve tekrar piyasasının ise 121,6 milyon AZN olduğu görülmektedir. 2017 yılı 1. çeyreğinde birincil piyasanın pazar payı %40,2 iken 2018 yılı 1. çeyreğinde bu payın gerileyerek %24 oranına kadar düştüğü raporlanmıştır. Sonuç olarak 2018 yılının aynı döneminin verilerinin bir önceki yılın aynı dönemine göre geride kaldığı bu bilgiler ışığında görülmektedir.

Tablo 23. Yıllara Göre Şirket Tahvilleri Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Birinci Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Tekrar Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Toplam Şirket Tahvilleri	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	-	-	-	-	-	-	-	-
2004	12,3	67,96	-	5,8	32,04	-	18,1	-
2005	3,9	79,59	-68.29	1	20,41	-82,76	4,9	-72,93
2006	36,8	94,85	843,59	2	5,15	100	38,8	691,84
2007	30,6	68,61	-16,85	14	31,39	600	44,6	14,95
2008	32,3	67,71	5,56	15,4	32,29	10	47,7	6,95
2009	53,1	46,17	64,4	61,9	53,83	301,95	115	141,1
2010	131,5	43,31	147,65	172,1	56,69	178,03	303,6	164
2011	584,9	52,45	344,79	530,3	47,55	208,13	1115,2	267,33
2012	365,1	50,05	-37,58	364,4	49,95	-31,28	729,5	-34,59
2013	344,4	29,6	-5,67	819,3	70,4	124,84	1163,7	59,52
2014	2174,8	62,89	531,48	1283,3	37,11	56,63	3458,1	197,16
2015	1641,1	46,5	-24,54	1888,1	53,5	47,13	3529,2	2,06
2016	7684,6	98,09	368,26	149,3	1,91	-92,1	7833,9	121,97
2017	396,5	24,35	-94,84	1231,9	75,65	725,12	1628,4	-79,21
2018*	37,2	24,19	-	116,6	75,81	-	153,8	-

Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

4.1.2.2. Hisse Senedi

Şirket menkul kıymet piyasasının alt piyasasını oluşturan hisse senedi piyasası da şirket tahvilleri gibi organize piyasada ticarete 2004 yılı itibarile başlamıştır. Hisse senedi piyasası sadece sermaye piyasasının göstergesi olmamakla birlikte aynı zamanda ülke ekonomisinde özel sektörün yerinin, halka açılmaların ve özelleştirme politikalarının göstergesini oluşturmaktadır. 2004 yılında organize piyasada ticaretinin başlamasıyla 20,2 milyon AZN birincil piyasa ve 1,2 milyon AZN tekrar piyasa hacmi oluşturan hisse senedi piyasası 2005 yılına gelindiğinde toplam piyasa hacmini 3,5 katına çıkarmış, ardından 2006 yılında bu hacim 2,6 kat, 2007 yılında ise 1,8 kat ilerleme elde etmiştir. Hisse senedi piyasasının bu dönemdeki gelişmesinde bankacılık sektörünün payı büyük ölçekte olmaktadır. Yükseliş trendi 2008 yılında da korunmuş ancak bu yıl içindeki yükseliş oranı önceki dönemlere göre daha düşük düzeyde olmuştur. Bu yılı içeren verilere bakıldığında hisse senedi piyasasının birincil piyasa payı ilk kez %50'nin altına düşerek %47,4 paya sahip olduğu görülmektedir. 2009 yılında birincil piyasada %13'den fazla artıma karşılık olarak hisse senedinin tekrar piyasasında -%24,5 düzeyinde bir azalış izlenmiştir. Bu da kendi içinde toplam hisse senedi piyasasını olumsuz yönde etkileyerek -%6,7 gerilemeye sebep olmuştur. Dolayısıyla birincil piyasadaki artış ve tekrar piyasadaki azalma sonucunda birincil piyasanın pazar payı tekrar %50'nin üzerine çıkmıştır. 2010 yılında pay piyasasının birincil piyasa bölümünde ihraç artışı olmuş, 2 kattan fazla büyüme kayda alınmıştır. Hisse senedi piyasasında işlemlerin %95,5 payı organize piyasada gerçekleşmiştir. 2009 yılına göre bu oran %4,5 daha fazladır. Bu artım aynı zamanda menkul kıymetler piyasasının reel piyasa değerinin oluşması için önem taşımaktadır. 2011'e gelindiğinde hisse senedi piyasasının derinliği artmış, kayda alınan işlem sayısı önceki dönem itibarile %14 artış teşkil etmiştir. İşlem hacmi 2 kattan fazla yükselerek 1,03 milyar AZN olarak raporlanmıştır. Piyasa payı olarak ise %95,5 paya birincil piyasa hakim olmuştur. 2012'de hisse senedi piyasasında düşüş izlenmiş, bunun temel sebebi ise daha önce de belirtildiği üzere birincil piyasada yaklaşık -%48,5 düşüşle birlikte 2011 yılının Aralık ayında hisse senedi piyasasına 824,6 milyon AZN tutarında ihracın sonucunda o dönemle kıyaslamada hisse senedi piyasasında yaşanan -%42 düşüş olmuştur. İlerleyen dönemlerde finans sektörünü temsil eden şirketler

tarafından sermaye piyasası kanalıyla fon elde etme çalışmaları ve reel sektör katılımcılarının hisselerinin tekrar piyasada ticaretinin artması sonucunda 2013 yılında işlem hacmi 573,2 milyon olmuştur. Bu sürede birincil piyasada -%16,2 oranında düşüşle birlikte tekrar piyasada %60,4 oranında ehemiyetli artımla dönemi kapatmıştır. Tekrar piyasadaki bu artış son 5 yıl içindeki bu kategoride en yüksek gösterge olmayı başarmıştır. Raporlarda belirtilen dönemde tekrar piyasada 495 şirketin hisselerinin aktif şekilde ticareti yapılmış, ortalama günlük işlem hacmi ise geçen yılın verilerine göre %60 ivme kazanarak 611 bin AZN olarak değerlendirilmiştir. 2014 yılında hisse senedi segmentinde işlem sayısı %37, hacim ise 2,2 kat artarak 1,3 milyar AZN'e ulaşılmıştır. Hisse senedi piyasasında ulaşılan bu sonuç o döneme kadarki en yüksek düzeyini yaşamıştır. Şöyle ki, hisse senedi piyasasının en öncül katılımcıları olan bankalara karşı sermaye limitinin arttırılması bankaların hisse senedi piyasası aracılığıyla finansal kaynak arayışına girmesine yol açmış ve sonuç olarak işlem hacminde 2,7 kat artarak 1,1 milyar AZN düzeyine kadar gelmiştir. 2014 yılındaki yüksek işlem hacminin ardından bu izlenim 2015 yılında devam edememiş, bankalara sermaye arttırımı ile ilgili belirlenen sürenin bitmesi ile hisse senedi piyasasında düşüş yaşanmış ve birincil piyasada -%76 düzeyinde gerileme oluşmuştur. Ancak tekrar piyasada yatırımlar artış göstererek 384 milyon AZN meydana getirmiştir. 2016 yılı itibarile %39 yükseliş gösteren piyasa 913 milyon AZN teşkil etmiş, %41 olan birincil piyasa payı bahsi geçen dönemde %61,7 düzeyine ulaşmıştır. Buna karşılık ise tekrar piyasa verilerinde yaklaşık -%9 oranında azalış görülmüştür. 2017 yılında finansal kuruluşların kendi sermayesini arttırma yoluna gitmeleri sonucunda 2,2 kat yükseliş neticesinde hisse senedi piyasası 2 milyar AZN tutarını geçmiştir. Bu rakam hisse senedi piyasasındaki bugüne kadarki en büyük yükselişi göstermektedir. Bu yükselişin temel kaynağı ise birincil piyasa hacmindeki 3,3 kat artışla elde edilen 1,9 milyar AZN hacimdir. 2018 yılının 1. çeyreğinde toplam hisse senedi piyasası 652,5 milyon AZN teşkil etmiş, bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık 177,3 milyon AZN düşüş gözlemlenmiştir. Bu düşüşün kaynağını ise birincil piyasada yaşanan azalma oluşturmaktadır. İkincil piyasada ise önceki döneme göre 175,9 milyon AZN artış görülmektedir.

Tablo 24. Yıllara Göre Hisse Senedi Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Birinci Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Tekrar Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Toplam Hisse Senedi	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	-	-	-	-	-	-	-	-
2004	20,2	94,39	-	1,2	5,61	-	21,4	-
2005	70	93,21	246,53	5,1	6,79	325	75,1	250,93
2006	121,6	62,17	73,71	74	37,83	1351	195,6	160,45
2007	209,7	58,79	72,45	147	41,21	98,65	356,7	82,36
2008	173,8	47,36	-17,12	193,2	52.64	31,43	367	2,89
2009	196,7	57,43	13,18	145,8	42,57	-24,53	342,5	-6,68
2010	457,6	91,14	132,64	44,5	8,86	-69,48	502,1	46,6
2011	982,8	95,49	114,77	46,4	4,51	4,27	1029,2	104,98
2012	506,7	84,55	-48,44	92,6	15,45	99,57	599,3	-41,77
2013	424,7	74,09	-16,18	148,5	25,91	60,37	573,2	-4,36
2014	1137,9	88,94	167,93	141,5	11,06	-4,71	1279,4	123,2
2015	272,8	41,53	-76,03	384,1	58,47	171,45	656,9	-48,66
2016	563,4	61,71	106,53	349,6	38,29	-8,98	913	38,99
2017	1871,4	92,12	232,16	160,1	7,88	-54,2	2031,5	122,51
2018*	423,7	64,93	-	228,8	35,07	-	652,5	-

Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

4.1.3. Türev Piyasası

Türev piyasası Azerbaycan sermaye piyasasının en genç alt piyasasıdır. Şöyle ki, türev piyasasının BFB'de ticaretine 2014 yılının 19 Mart tarihinde başlanmıştır. Ticareti yapılan türev piyasasının emtia esaslı ve döviz esaslı olmakla 2 kategoride ticareti yapılmaktadır. Döviz esaslı türev araçları piyasasında bir diğer ülkeye mensup dövizin alınıp-satıldığı piyasa anlaşılmaktadır. Getiriyi ise kur farklarından oluşan dalgalanmalar sağlamaktadır.[149] Bahsi edilen bir diğer alt piyasa türü ise emtia esaslı türev piyasasıdır ki, isminden de görüldüğü üzere söz konusu ticaret merkezinde emtialar esas alınmaktadır. BFB'de altın, gümüş, petrol ve başka kıymetli emtiaların ticareti yapılmaktadır.[150]

2014 yılında ilk ticaretine başlamasına rağmen aynı yılda toplamda yaklaşık 4,4 milyar AZN olmakla emtia esaslı ticarette 205,5 milyon, döviz esaslı piyasada ise toplam değeri 4,2 milyar AZN'e yakın işlem tutarı kayda alınmıştır. 2015 yılında ise bugüne kadarki en büyük işlem hacmine ulaşılmıştır. Şöyle ki, emtia esaslı piyasada -%51,9 düşüş görülmesine karşılık döviz esaslı piyasada %46 oranında 2 milyar AZN değerinde yükseliş elde edilmiştir. Toplamda ise bir önceki dönemle karşılaştırıldığında yaklaşık olarak %41,5 oranında ilerleme raporlanmıştır. 2016 raporlama yılında ise -%28 değerinde azalma yaşanmıştır. Emtia esaslı piyasada 2,75 defa artış sağlanmasına rağmen döviz esaslı piyasada -%31,6 değerinde düşüş hesaplanmıştır. 2017 yılı itibarile düşüş toparlanmış ve hem emtia esaslı piyasada hem de döviz esaslı piyasada sırasıyla %47,8 ve %32,85 oranlarında artış olmuştur. Toplam türev piyasası ise %33,8 yükselişle 5,94 milyar AZN değerine ulaşmıştır. 2018 yılının 1. çeyrek raporunda belirtilen veriler esasında türev piyasası hacmi 2,6 milyar AZN oluşturmuştur. Bu yılın ilk çeyrek dönemi içinde elde edilen emtia esaslı piyasa hacmi 2016 yılının yıllık emtia esaslı piyasasının toplam hacmine çoğunlukla ulaşmıştır. 2017 yılının 1. çeyrek raporu verileriyle karşılaştırıldığında o dönemde toplam türev piyasası hacmi 960,7 milyon AZN iken 2018 yılı aynı döneminde 2,7 kat artış görülmektedir. Yine aynı dönemde emtia esaslı piyasa hacmi 57,2 milyon AZN, döviz esaslı piyasa hacmi 903,5

[149] http://bfb.az/valyuta-esasli-tma/, (11/04/2018)
[150] http://bfb.az/emtee-esasli-tma/, (11/04/2018)

milyon AZN oluştururken 2018 yılının bahsi edilen döneminde sırasıyla 4,6 kat ve 2,5 kat artış sağlanmıştır.

Tablo 25. Yıllara Göre Türev Piyasası Verileri (milyon AZN ile)

Yıllar	Emtia Esaslı Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Döviz Esaslı Piyasa	Toplam Piyasa Ağırlığı (% ile)	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)	Toplam Türev Piyasası	Önceki Döneme Göre Değişim (% ile)
2001	-	-	-	-	-	-	-	-
2002	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	-	-	-	-	-	-	-	-
2004	-	-	-	-	-	-	-	-
2005	-	-	-	-	-	-	-	-
2006	-	-	-	-	-	-	-	-
2007	-	-	-	-	-	-	-	-
2008	-	-	-	-	-	-	-	-
2009	-	-	-	-	-	-	-	-
2010	-	-	-	-	-	-	-	-
2011	-	-	-	-	-	-	-	-
2012	-	-	-	-	-	-	-	-
2013	-	-	-	-	-	-	-	-
2014	205,5	4,69	-	4173,3	95,31	-	4378,8	-
2015	98,9	1,6	-51,87	6095,5	98,4	46,06	6194,4	41,46
2016	272,1	6,13	175,13	4168,6	93,87	-31,61	4440,7	-28,31
2017	402,1	6,77	47,78	5538	93,23	32,85	5940,1	33,76
2018*	262	10,25	-	2295	89,75	-	2557	-

Kaynak: MKDK ve FIMSA verilerine göre tarafımızdan hazırlanmıştır.
* 2018 Yılının 1. çeyrek verileri

SONUÇ

Azerbaycan Cumhuriyeti'nde sermaye piyasasında kalkınma imkanları daha 19. yüzyılın sonlarında petrol rezervlerinin ortaya çıkması sonucu yabancı yatırımcıların ilgi odağına çevrilmesiyle ve ardından Azerbaycan Halk Cumhuriyeti döneminde bu alanda bazı gelişmeler kayd edilmesiyle ivme kazanmaya çalışsa da Azerbaycan'ın SSCB yönetimine dahil edildikten sonraki dönemde benimsenen sosyalist yönetim şekli itibarile finansal piyasalardan tümüyle uzak kalması ve haliyle 1980'lerden başlayan küreselleşme harekatı çerçevesinde global finans gelişmelerinden geride olması sermaye piyasasının gelişimini zorlaştırmıştır. Gelirinin büyük bir çoğunluğu petrol sektörüne bağlı olan Azerbaycan'da petrol dışı sektörün gelişiminin finansmanında sermaye piyasasının müstesna yeri olduğu düşünüldüğünde sermaye piyasası alanında atılması gereken adımlar Azerbaycan'ın 1991 yılında bağımsızlığını yeniden kazanmasıyla derhal yeniden uygulanmaya başlamıştır. 70 yıllık sosyalist yönetimin etkisiyle düşük ve çok geri planda kalan sermaye piyasasında yasal mevzuatlar, modern sermaye piyasası araçları, sektörün gelişimini sağlayacak gerekli faaliyet programları uygulamaya girmiştir. Ülkenin sermaye piyasası alanında 2000 yılına kadarki süreçte sermaye piyasasını denetleyecek ve düzenleyecek yetkiye sahip kuruluşların oluşturulması, sermaye piyasasında faaliyetleri bir çerçeve haline getirecek yasaların yürürlüğe girmesi, bu alanda önemli ölçekte gelişme kayd etmiş yabancı ülkelerin tecrübeleri üzerine çalışmalar yapılmış, mevzuatlar bu yönde geliştirilmiştir.

Bu sürecin ardından sermaye piyasasının faaliyetinin sağlam bir zemin üzerinde uygulanmasına başlanmış, müteşekkil piyasa aracılığıyla alım-satıma konu olacak araçların ticareti yapılmıştır. Bu zaman zarfında program ve mevzuatlarda küresel ekonomideki değişikliklere uygun gerekli çalışmalar yapılarak regülasyonlara gidilmiştir. Bu süreçte sermaye piyasasının kurumsal katılımcılarının faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli sermaye talepleri üzerinde denetim güçlenmiş, yeni kabul edilen mevzuata göre sermaye talepleri arttırılmıştır. Böylece sermaye piyasasında daha sağlıklı ve güçlü kuruluşların mevcut olması amaçlanmıştır. Ayrıca yeni mevzuat itibarile modern sermaye piyasası katılımcı tanımları getirilmiş, broker-dealer gibi tanımlar ortadan kaldırılarak bunun yerine

onların faaliyetini sürdüren ve daha geniş imkanlara sahip yatırım şirketleri piyasada faaliyete başlamıştır. Önceki mevzuatta her faaliyet alanına göre ayrı-ayrı lisans alma talebi varken yeni kabul edilen mevzuatta sermaye piyasası faaliyetlerinde tek düzen halinde lisanslama şartı getirilmiştir. Sermaye piyasasının sağlıklı işleyişi ve yatırımcı haklarının korunmasına özellikle dikkat edilmiş, genel itibarile Dünya Bankası tarafından açıklanan raporlara göre Azerbaycan yatırımcı haklarının korunması reytinginde önde olan ülkeler içerisinde yer almıştır. Bu da kendi içinde yatırımların ülkeye çekilmesinde tümüyle yerli ve yabancı yatırımcıları motive etmiştir. 2015 yılında yaşanan petrol fiyatlarındaki olumsuz dalgalanmalar sermaye piyasasını da etkilemiş, ancak hükümet tarafından bu etkilerin kısa zaman içinde düzeltilmesi sağlanmıştır. Nitekim, sermaye piyasasında en esas kuruluş olan Menkul Kıymetler Devlet Komitesi fesh edilerek onun yerine Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi kurulmuştur. Menkul Kıymetler Devlet Komitesi sadece sermaye piyasası alanında yetkiye sahip kuruluş iken Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi ise sermaye piyasası yanı sıra kredi kuruluşları ve sigorta sektörünü de kapsamına almıştır. Böylece finansal piyasada yürütülecek politikalar bir bütün halinde ele alınmıştır.

Bütün bu olumlu gelişimin yanı sıra Azerbaycan sermaye piyasasında halen bazı eksik noktalar bulunmaktadır. Menkul kıymetler piyasasının yıllara göre oluşan verilerine baktığımızda devlet menkul kıymetler piyasasının şirket menkul kıymet piyasasına oranla çok daha önde olduğu ve öncelikli pazar payını oluşturduğu görülmektedir. Bu da sermaye piyasasındaki fonların özel sektörden uzaklaşmasını yanında getirmektedir. Bir diğer ifadeyle özel sektörün sermaye piyasasında işlem hacmini arttıracak motiveye ihtiyacı olduğu görülmektedir. Son yıllarda şirket menkul kıymet piyasasında toplam pazar payının arttığı izlenmektedir. Ancak bu artışın sürdürülebilir ve büyük ölçekte olması için özel sektörün aktifliyini arttıracak teşvik politikaları sağlanmalıdır (örneğin, vergi indirimleri ve s.). Ayrıca özel sektörün payının artması sadece miktarsal olarak düşünülmemeli aynı zamanda kalite olarak geliştirilmelidir. Bu yönde uluslararası kredi notunun arttırılması, kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi yönünde politikalar hazırlanmalıdır. Çünkü yatırımcı yönünden meseleye bakıldığında sadece yüksek getiri değil aynı zamanda risksiz ve güvenli yatırım araçlarına fon sağlamak her bir yatırımcının arzu ettiği durumdur.

Karşılaşılan bir diğer sorun halen sermaye piyasasında yatırım bankacılığı faaliyetlerinin bazı ticari bankalar dahilinde bir hizmet olarak verilmesidir. Oysa ki yatırım bankacılığı sermaye piyasasının ana bölümlerinden birisini oluşturmaktadır. Yatırım bankacılığının mevcut olması halinde ekonomik sektörlerin gelişimine büyük ölçekte katkı sağlayacak, güven unsurunun gelişimi adına fayda oluşturacak ve maliyetleri düşürerek piyasayı daha rekabetcil hale getirecektir.

Başka bir temel sorun toplumda finansal okuryazarlık bakımından eksikliğin bulunmasıdır. Bireylerin finansal piyasaları takip etmemesi, yeteri düzeyde bilgi sahibi olmaması bu sektöre yatırımı engelleyen en büyük problemdir. Çünkü yeni piyasayı bilmeyen kişiler klasik yatırımlara yönelmekte, bununla da sermaye piyasasına fon ulaşamamaktadır. Bu sorunlar yanı sıra ülke finansal piyasa kuruluşları açısından oluşan bir başka sorun ise her bir kurumun yayınladığı raporlarda belirtilen verilerin bir-biriyle büyük ölçekte çelişki içermesi ve ayrıca veriyi elde etme zorluğudur. Böyle olması durumunda sadece ülke içerisindeki yatırımcı kitle dışında doğrudan yabancı yatırımların ülkeye girişi sorun meydana getire bilme riski taşımaktadır. Çünkü yabancı yatırım için her bir veri ekonomik anlamda önem taşımakta ve verilere kolay ulaşılabilirlik istenmektedir. Bağımsızlığını yeni kazanarak küresel piyasalara hızla uyum sağlayan Azerbaycan'ın sermaye piyasasında bu kadar kısa sürede büyük ölçekte gelişme mesafesi sağladığı düşünüldüğünde ilerleyen dönemlerde bu eksik noktaları da tamamlayacağı düşünülmektedir.

Bütün bunlar dikkate alındığında sermaye piyasasının ekonomi için ne denli önemli ve esas faktör oluşturduğu gözönünde bulunmaktadır. Zira, sermaye piyasası sadece bir finansal piyasa türü olmamakta, aynı zamanda devletin ekonomi politikalarının kısa zamanda ve etkin şekilde uygulanmasını temin etmektedir. Şöyle ki, oluşa bilecek olumsuz ekonomik kırılmalarda sermaye piyasası aracılığıyla piyasaya etki edilerek bu kırılmaların karşısı hemen alınmaktadır. Sonuç olarak finansal piyasalar ekonomi için önem arz etmekte, ülkenin büyümesi ve gelişmesi için en temel faktörlerden olmaktadır.

KAYNAKÇA

Kitaplar:

ABBASOV Azim, **Menkul Kıymetler Piyasasının Formalaşması ve İnkişaf Perspektifleri,** 1.Baskı, Bakü: BBU Yayınları, 2005

ABBASOV Azim, **Menkul Kıymetler ve Onlarla İşlemler,** 1.Baskı, Bakü: ADİU Yayınları, 2007

APAK Sudi ve DEMİREL Engin, **Finansal Yönetim Cilt 1. Sermaye Piyasaları,** 1. Baskı, İstanbul: Papatya Yayıncılık Eğitim, 2009

AYDIN Yılmaz, "Finansal Piyasalar", GÜNDOĞDU Aysel (Ed.), **Finansal Piyasalar ve Kurumlar Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bakış** içinde (49-78), Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016

AYTEKİN Haluk, **Ansiklopedik Bankacılık ve Finansal Terimler Sözlüğü,** 1. Baskı, Ankara: Palme Yayıncılık, 2008

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **Menkul Kıymetler Piyasası,** 1.Baskı, Bakü: Papyrus Advertising Matbaası, 2015

BEŞİROV Rafik, **Bank İşi,** 1. Baskı, Bakü : ADİU Yayınları, 2016

CANBAŞ Serpil ve DOĞUKANLI Hatice, **Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri,** 3. Baskı, İstanbul: Beta Yayınları, 2001

EREN Elif, "Finansal Piyasalar Düzenlemeleri", GÜNDOĞDU Aysel (Ed.), **Finansal Piyasalar ve Kurumlar Teori ve Türkiye Uygulamasına Güncel Bakış** içinde (117-124), Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016

GÜNAL Mehmet, **Para Banka ve Finansal Sistem,** 2. Baskı, Ankara: Yeni Dönem Yayınları, 2007

HUMBETOV Yusuf, KERİMOV Fazil ve GURBANOVA Hatire, **Azerbaycan Ekonomisi,** Bakü: Gence Yayın Evi, 2018

İMKB, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu,** 21. Baskı, İstanbul: İMKB Yayınları, 2011

İSKENDER Murad, "Azerbaycan'da Ekonomik Sistemin Dönüşümü", SELÇUK Hasan (Ed.), **Yeni Yüzyılda Azerbaycan'ın Sosyo-Ekonomik Yapısı** içinde (15-41), İstanbul : Tasam Yayınları, 2004

İstanbul Ticaret Odası, **Azerbaycan Ülke Profili, Mevzuat ve Türk Girişimcileri,** İstanbul: Mega Ajans Matbaacılık, 1997

KIDWELL David and PETERSON Richard, **Financial Institutions, Markets and Money,** 4. Edition, Dryden Press, 1990

LEVINSON Marc, **Finansal Piyasalar Kılavuzu,** Cengiz YAVİLİOĞLU, İlhan EGE ve Gülüzar KURT (çev.), Ankara: Liberte Yayınları, 2007

MEMİŞ Tekin ve TURAN Gökçen, **Sermaye Piyasası Kanunu,** 3. Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları, 2017

MEMMEDOV Yaşar, **Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Fon Piyasasının Formalaşması ve Gelişimi İstikametleri,** 1. Baskı, Bakü: Avrupa Neşriyyatı, 2016

MÜNYAS Turgay, **Türkiye'de Sermaye Piyasasının Yapısı ve İşleyişi,** 1. Baskı, Bursa: Ekin Yayın, 2015

NURİYEVA İrade, **Azerbaycan Tarihi,** 1. Baskı, Bakü: Mütercim Yayınları, 2015

REILLY Frank and NORTON Edgar, **Investments,** 6. Edition, Canada: Thomson South-Western Publish, 2003

ROBINSON Roland and WRIGHTSMAN Dwayne, **Financial Markets: The Accumulation and Allocation of Wealth,** 2. Edition, McGraw-Hill Companies, 1981

RODOPLU Gültekin, **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, 1. Baskı, İstanbul: Yaylım Matbaası, 1993

ROSE Peter, **Money and Capital Markets The Financial System in The Economy,** 1. Edition, U.S: Business Publications, 1983

S. MISHKIN Frederic, **The Economics of Money, Banking And Financial Markets,** 4. Edition, U.S: Harper Collins College Publishers, 1995

SANCAK Ethem, **Sermaye Piyasası Sözlüğü: Önemli 101 Kavram,** 1. Baskı, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2014

SARIKAMIŞ Cevat, **Sermaye Pazarları,** 3. Baskı, İstanbul: Alfa Yayınları, 1998

SAUNDERS Anthony and CORNETT Marcia, **Financial Markets and İnstitutions,** 5. Edition, U.S: McGraw Hill Publish, 2012

SELÇUK Hasan, "Azerbaycan Bankacılığı", SELÇUK Hasan (Ed.), **Yeni Yüzyılda Azerbaycan'ın Sosyo-Ekonomik Yapısı** içinde (43-70), İstanbul: Tasam Yayınları, 2004

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, **Finansal Piyasalar,** İstanbul, 2014

SOYDEMİR Selim ve AKYÜZ Abdullah, **Sermaye Piyasası ve Borsa Ekonomik Analiz, Kurumsal ve Yasal Yapı, Tarihçe ve Tanıklar,** 2. Baskı, İstanbul: Scala Yayıncılık, 2016

TANER Berna ve AKKAYA Cenk, **Sermaye Piyasası Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler,** 3. Baskı, Ankara: Detay Yayıncılık, 2016

T.C. Milli Eğitim Bakanlığı, **Sermaye Piyasası Faaliyetleri,** Ankara, 2011, http://megep.meb.gov.tr/mte_program_modul/moduller_pdf/Sermaye%20Piyasas%C4%B1%20Faaliyetleri.pdf (14/02/2018)

WALLACE William, **The American Monetary System An Insider's View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy,** 1.Edition, Switzerland: Springer International Publishing, 2013

Makaleler :

BAĞIRZADE Elşen, "Bağımsızlığının 20. Yılında Azerbaycan Cumhuriyeti Ekonomisi", **Hacettepe Üniversitesi Türkiyat Araştırmaları Dergisi,** Sayı 15, 2011

DELİCE Güven, "Azerbaycan'da Finansal Yapı ve Politikalar", **Avrasya Etüdleri Dergisi,** Sayı 41, 2012

DEMİR Yusuf, ÖZTÜRK Erdoğan ve ALBENİ Mesut, "Türkiye'de Finansal Piyasalar ile Ekonomik Büyüme İlişkisi", **Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi,** Sayı 2, 2007

GÖKDENİZ İsmail, ERDOĞAN Mahmut ve KALYÜNCÜ Kahraman, "Finansal Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi ve Türkiye Örneği (1989-2002)", **Gazi Üniversitesi Ticaret ve Turizm Eğitim Fakültesi Dergisi,** Sayı 1, 2003

GÜRSOY Cudi Tuncer ve MÜSLÜMOV Alövsat, "Stock Markets and Economic Growth: A Causality Test", **Doğuş Üniversitesi Dergisi,** Cilt I Sayı 2, 2000

KARAÇAM Neslihan, "İç Borçlanmanın Birincil ve İkincil Sermaye Piyasalarına Baskısı", **Kamu-iş Dergisi,** Cilt: XIV. Sayı 2, 2015

LAUINGER Dirk, STADLER Liliane and VUILLEMIN Tobias, "The Economy of Azerbaijan: Oil and Gas", States and Societies in Transition – History, Threats and Opportunities. The Case of Georgia and Azerbaijan, 4 September 2015, https://www.researchgate.net/publication/313486041, (19/03/2018)

LEVİNE Ross, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature,*1997, Vol. 35, No. 2, http://www.jstor.org/stable/2729790, (09/03/2018)

MUKHTAROV Shahriyar ve CEBİYEV Ferid, "Bağımsızlık Yıllarında Azerbaycanın Makroekonomik Göstergelerinin Değerlendirilmesi", **Journal Of Baku Engineering University - Economics And Administration,** Cilt I. Sayı 1, 2017

MÜSLÜMOV Alövsat, ARAS Güler, "Sermaye Piyassaı Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasında Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi,** Cilt XVII. Sayı 198, 2002

SANCAK Ethem, "Sistemik Risk Yönetimi ve Finansal Sistem Tasarımı İlişkisi", **İktisat İşletme ve Finans dergisi,** Cilt 30. Sayı 357, 2015

YAHYAOĞLU Güran ve KORKMAZ Murat, "TC Merkez Bankası, Sermaye Piyasası Kurulu ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun Kamu Kesiminde Finansal Piyasalara Müdahalesinin, Bankacılık Hukuku Açısından Değerlendirilmesi", [Electronic Version] *Akademik Bakış Dergisi,* 2012, Sayı: 28, (24/12/2017)

YALTA Yasemin, "Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar", 2011, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi,http://www.acikders.org.tr/pluginfile.php/2307/mod_resource/content/4/bolum04-finansalpiyasa.pdf?forcedownload=1 (23/12/2017)

Resmi Yayınlar :

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "1995-1998 yılları arasında Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Devlet Mülkiyetinin Özelleştirilmesine İlişkin Devlet Programı"nın Onaylanması Hakkında 1120 sayılı Kanun, 1995, http://www.e-qanun.az/framework/9472, (27/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "2011-2020 yılları için Azerbaycan Cumhuriyeti'nde Menkul Kıymetler Piyasası Gelişimine İlişkin Devlet Programı" 1504 Sayılı Karar, 2011, http://www.e-qanun.az/framework/21672, (01/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesinin Faaliyetinin Temin Edilmesi Hakkında" 161 Sayılı Ferman, 1999, http://www.e-qanun.az/framework/4813, (31/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, **"Azərbaycan Cumhuriyeti Bölgelerinin 2014-2018 Yıllarında Sosyo-Ekonomik Gelişimi Hakkında" Devlet Programı,** Bakü, 2014

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi Kamu Tüzel Kişinin Kurulması Hakkında" 760 Sayılı Ferman, 2016, https://president.az/articles/17670/print, (02/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyeti'nin Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi Nizamnamesi" 828 Sayılı Ferman, 2016, https://www.president.az/articles/18064, (02/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Azerbaycan Cumhuriyetinin Menkul Kıymetler Devlet Komitesi Hakkında Esasname ve Komitenin Yapısının Onaylanması" 70 Sayılı Ferman, 2009, http://www.e-qanun.az/framework/16405, (31/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Devlet İşletmelerinin Anonim Şirkete Dönüştürülmesi Kuralları Hakkında" 208-IQ Sayılı Esasname, 1996, http://www.stateproperty.gov.az/index.php/az/video-qalereya/327-%C9%99sasnam%C9%99nin-t%C9%99sdiq-edilm%C9%99si-haqq%C4%B1nda, (27/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Menkul Kıymetler Faaliyeti Alanında Belirli Faaliyet Türlerinin Lisanslanması Kurallarının Onaylanması Hakkında" 202 Sayılı Ferman, 1999, http://www.e-qanun.az/framework/2942, (30/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Menkul Kıymetler Piyasası Hakkında" 1284-IVQ Sayılı Kanun, 2015, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/04.pdf, (01/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Menkul Kıymetler ve Fon Borsaları Hakkında" 383 Sayılı Kanun, 1992, http://www.e-qanun.az/framework/doc/7941, (27/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Tüzel Kişilerin Devlet Tescili Hakkında" 560-IIQ Sayılı Kanun, 2003, http://e-qanun.gov.az/framework/5403, (28/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Yabancı Yatırımın Korunması Hakkında" 57 Sayılı Kanun, 1992, http://www.e-qanun.az/alpidata/framework/data/7/f_7000.htm, (27/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Yatırım Faaliyeti Hakkında" 952 Sayılı Kanun, 1995, http://www.e-qanun.az/alpidata/framework/data/9/f_9367.htm, (28/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, "Yatırım Fonları Hakkında" 1101-IIIQ Sayılı Kanun, 2010, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/05.pdf, (01/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Azerbaycan Cumhuriyeti Devlet Petrol Fonunun Kurulması Hakkında 240 Sayılı Ferman, 1999, http://www.oilfund.az/uploads/ferman1az.pdf, (20/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Azərbaycan Cumhuriyeti'nde Finansal Hizmetlerin Geliştirilmesine Yönelik Stratejik Yol Haritası, 2016, https://static.president.az/pdf/38542.pdf, (04/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Azerbaycan Cumhuriyetinin Finansal İstikrar Konseyinin kurulması Hakkında 995 Sayılı Ferman, 2016, https://www.president.az/articles/20613, (25/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Azərbaycan Cumhuriyetinin Milli Ekonomi Perspektifi Hakkında Stratejik Yol Haritası, 2016, http://edu.gov.az/upload/file/serencama-elave/2016/strateji-yol-xeritesi.pdf, (02/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı, Finansal İstikrar Konseyi Esasnamesi, 2017, https://www.president.az/articles/24837, (25/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymet Devlet Komitesi, "Menkul Kıymetler Piyasasında Lisanslı Kişilerin Asgari Sermaye Miktarı ve Oluşumu Hakkında Kurallar" 10-q Sayılı Kararname, 2015, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/a42.pdf, (06/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, "Menkul Kıymet Piyasasında İhraççılar Tarafından Bilgilerin Açıklanması Koşulları"15-q Sayılı Kararname,2016, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/a10.pdf, (04/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, "Yabancı Tüzel ve Bireysel Kişilerin Menkul Kıymet Piyasasına Katılımı" 026 Sayılı Emir, 2000, https://www.fimsa.az/assets/upload/files/qanunlar/a51.pdf, (31/03/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Milli Meclisi, "Anonim Şirketler Hakkında" 850 Sayılı Kanun, 1994, http://www.e-qanun.az/framework/doc/9083, (27/03/2018)

Azerbaycan Merkez Bankası, 2017 Yılında Para Politikasının Esas Yönleri Hakkında Beyanat, 2017, https://www.cbar.az/assets/4254/2017-BEYANAT_-_SON.pdf, (19/03/2018)

Azerbaycan Merkez Bankası, Para Politikası Komitesi Hakkında Esasname, 2016, https://www.cbar.az/assets/1116/Pul_siyas%C9%99ti_Komit%C9%99sinin_%C6%8Fsasnam%C9%99si.pdf, (22/03/2018)

Tezler :

GARAYEV Rövşen, "Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcının Önemi ve Azerbaycan'da Sermaye Piyasasının Etkinliğinin Sağlanmasında Kurumsal Yatırımcıların Rolü", **Yayınlanmamış Doktora Tezi,** Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002

MAMEDLİ Djavid, "Serbest Piyasa Ekonomisine Geçişte Azerbaycan'da Bankacılık Sistemi ve Para Politikaları", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,** Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, 1998

ÖKÜZCÜ Ayfer Yıldırım, "Sermaye Piyasası ve Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsasının Gelişimi", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,** Hacette Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1994

ÖZARSLAN Necmettin, "Türk Sermaye Piyasasında Aracı Kuruluşların Rolü ve Etkinliği", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,** Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2010

YASİN Melikşah, "Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri", **Yayınlanmamış Doktora Tezi,** Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002

Raporlar :

Asian Development Bank, Country Partnership Strategy: Azerbaijan, 2014–2018 report, 2014, https://www.adb.org/documents/azerbaijan-country-partnership-strategy-2014-2018, (02/04/2018)

Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001 Yılı Para Politikası Uygulanması Hakkında rapor, 2002, https://www.cbar.az/assets/319/2001_yekun.pdf, (15/02/2018)

Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası, 2006 Yılı Para Politikası Uygulanması Hakkında rapor, 2007, https://www.cbar.az/assets/344/2006_il_yekun.pdf, (15/02/2018)

Azerbaycan Cumhuriyet Merkez Bankası, 2010 Yılı Para Politikası Uygulanması Hakkında rapor, 2011, https://www.cbar.az/assets/1658/PSI_-_2010_illik.pdf, (16/02/2018)

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2009 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2010

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2010 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2011

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2011 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2012

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2012 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2013

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2013 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2014

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2014 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2015

Azerbaycan Cumhuriyeti Menkul Kıymetler Devlet Komitesi, **2015 Yılı Faaliyet Raporu,** Bakü, 2016

Azerbaycan Devlet İstatistik Komitesi, **Emek Piyasası raporu,** Bakü, 2017

CESD, **Azerbaijan Economy in 2016; Brief Overview report,** Baku, 2017

Finansal Piyasaları Denetleme Otoritesi, **Sermaye Piyasalarının Düzenlenmesine İlişkin Yapılan Programlar Yayınlanmamış Raporu,** Bakü, 2018

IMF, World Economic Outlook report, 2018,

https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO, (18/04/2018)

Pricewaterhouse Coopers, Doing Business and Investing in Azerbaijan 2017 report, 2017, https://www.pwc.de/de/internationale-maerkte/assets/doing-business-in-azerbaijan-2017.pdf, (03/04/2018)

WB, Doing Business 2015 report, 2015, http://www.doingbusiness.org/~/media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB15-Full-Report.pdf, (09/04/2018)

WB, Doing Business 2016 report, 2016, http://www.doingbusiness.org/~/media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB16-Full-Report.pdf, (09/04/2018)

WB, Doing Business 2017 report, 2017, http://www.doingbusiness.org/~/media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB17-Report.pdf, (09/04/2018)

WB, Doing Business 2018 report, 2018, http://www.doingbusiness.org/~/media/WBG/DoingBusiness/Documents/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf, (09/04/2018)

WEF, The Global Competitiveness 2015-2016 report, 2015, http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016/, (31/03/2018)

WEF, The Global Competitiveness 2016-2017 report, 2016, https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2016-2017-1, (31/03/2018)

WEF, The Global Competitiveness 2017-2018 report, 2017, https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018, (31/03/2108)

İnternet Kaynakları :

http://bfb.az/emtee-esasli-tma/, (11/04/2018)

http://bfb.az/valyuta-esasli-tma/, (11/04/2018)

http://www.bfb.az/bfb-nin-yeni-merkezlesmis-birja-ticaret-sistemi-bazar-istirakcilarina-ve-genis-ictimaiyyete-teqdim-olundu/, (04/04/2018)

http://www.bfb.az/tarixce/, (07/04/2018)

http://www.economy.gov.az/article/iq-yon-invest/23015, (07/04/2018)

http://www.e-qanun.az

http://www.huquqiaktlar.gov.az/StatementDetails.aspx?statementId=37534, (03/04/2018)

http://www.jstor.org/

http://www.mdm.gov.az/cat/32, (08/04/2018)

http://www.mdm.gov.az/cat/32, (29/03/2018)

http://www.mdm.gov.az/page/43, (08/04/2018)
http://www.stateproperty.gov.az/index.php/az/ictimai-m-lumat/f%C9%99aliyy%C9%99t-hesabatlar%C4%B1-4/f%C9%99aliyy%C9%99t-hesabatlar%C4%B1-5, (19/02/2018)

http://www.stateproperty.gov.az/index.php/az/komit-haqq-nda/tarixi, (19/02/2018)

https://www.cbar.az/infoblocks/corridor_percent, (13/03/2018)

https://www.cbar.az/pages/about-us/history/, (21/02/2018)

https://www.fimsa.az/az/Investment%20company, (06/04/2018)

https://www.fimsa.az/az/legal-acts, (06/04/2018)

https://www.fimsa.az/az/protection-of-consumers-and-investors, (06/04/2018)

https://www.researchgate.net/

https://www.stat.gov.az