

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ
AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ
BEYNƏLXALQ MAGİSTRATURA VƏ DOKTORANTURA MƏRKƏZİ

Əlyazması hüququnda

Həbibova Şəmsicahan Əhəd qızı

(MAGİSTRANTIN A.S.A)

“Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması mexanizminin
təkmilləşdirilməsi” mövzusunda

MAGİSTR DİSSERTASIYASI

İxtisasın şifri və adı - 060404 “İqtisadiyyat”

İxtisaslaşma - Qiymətləndirmə

Elmi rəhbər:

i.e.n.dos. İ.Ş.Mehdiyeva

Magistr proqramının rəhbəri:

i.e.n.dos. Q.S.Bayramov

Kafedra müdiri

i.e.d.prof. X.H.Kazımlı

BAKİ - 2018

Mündəricat

Giriş.....	3
Fəsil 1. Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşmasının nəzəri- metodoloji aspektləri.....	6
1.1 Respublikanın iqtisadi inkişafında qiymətli kağızlar bazarının rolu.....	6
1.2 Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin əmələ gəlməsinin nəzəri xüsusiyyətləri.....	20
Fəsil 2. Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması mexanizminin təhlili.....	35
2.1 Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşmasının müasir vəziyyəti.....	35
2.2 Qiymətli kağızlara edilən yatırımların effektivliyinin təhlili.	42
2.3 Qiymətli kağızların qiymətləri ilə gəlirliliyinin qarşılıqlı əlaqəsinin təhlili.....	55
Fəsil 3. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması mexanizminin təkmilləşdirilməsi.....	62
3.1 Qiymətli kağızlar bazarının mükəmməlləşdirilməsi və qiymət mexanizminin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri.	62
3.2 Qiymətli kağızlar bazarının mükəmməlləşdirilməsi və qiymət mexanizminin təkmilləşdirilməsində dünya təcrübəsi.....	71
Nəticə və təkliflər.....	83
İstifadə edilmiş ədəbiyyat.....	86
Summary.....	88
Резюме.....	89
Referat.....	90

GİRİŞ

Mövzunun aktuallığı: Müasir bazar iqtisadiyyatının əsas atributlarından biri olan maliyyə bazarının seqmentlərindən biri də qiymətli kağızlar bazarıdır. Bank sistemi ilə yanaşı bazarda pul axınlarını təmin edən qiymətli kağızlar bazarı real sektorun canlanmasında mühüm rol oynayır.

Qiymətli kağızlar bazarı kapital axınlarının effektiv bölüşdürülməsini təmin edir, o cümlədən, iqtisadiyyatın dinamikliyini artırır ki, bu da maliyyə resurslarının müxtəlif bazar seqmentləri arasında perspektivli hərəkətini stimullaşdırır və nəticədə ümumi iqtisadi inkişafın tempini yüksəldir. Qiymətli kağızlar vasitəsilə maliyyə vəsaitlərinin fond artığı olan iqtisadi vahidlərdən fond kəsiri olan iqtisadi vahidlərə ötürülməsi təmin edilir. Qeyd etmək lazımdır ki, bu proses tam könüllülük və maddi maraqlar çərçivəsində baş verir. Dövlət qiymətli kağızları isə dövlət inkişaf proqramlarının maliyyələşdirilməsində, dövlət kəsrinin bağlanması, ümumi sosial-iqtisadi inkişafa nail olunmasında və digər məsələlərin həllində müstəsna rola malikdir. Ölkə iqtisadiyyatının idarə olunmasında qiymətli kağızlar bazarının rolu və daxili investisiya proseslərinin inkişafının zəruriliyi mövzunun araşdırılmasının aktuallığını sübut edir.

Tədqiqatın əsas məqsədi və vəzifələri: Ümumi iqtisadi inkişafda qiymətli kağızlar bazarının əhəmiyyətinin böyük olması və bu səbəbdən sahənin inkişafı üçün dövlətin müəyyən etdiyi irimiqyaslı layihələrin həyata keçirilməsinə baxmayaraq, respublikamızda sahə üzrə informasiya qıtlığı mövcuddur. Zəif bazar əlaqələri qiymətli kağızlar üzrə qiymətlərin formalaşmasına mənfi təsir göstərir ki, bu da manipulyasiya hallarına yol açır. Bu faktorları nəzərə alaraq, magistr işinin yazılmasında əsas məqsəd qiymətli kağızlar bazarında müfəssəl qiymətləndirmə metodlarının araşdırılması, bazarın təhlili, dövriyyədə olan qiymətli kağızların gəlirliliyinin təhlili və bazarın inkişafı üçün görülə biləcək zəruri tədbirlərin müəyyən olunmasıdır. Qeyd olunan məqsədlərə çatmaq üçün dissertasiya işində aşağıdakı vəzifələr qarşıya qoyulmuşdur:

- Qiymətli kağızlar bazarının mahiyyətinin əks etdirilməsi;
- Qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarının və tərkib hissələrinin müəyyənləşdirilməsi;
- Qiymətli kağızlar bazarında müvafiq qiymətli kağızlar üzrə qiymətləndirmə metodlarının və üsullarının araşdırılması;
- Respublika qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması proseslərinin tədqiq edilməsi;
- Tədavüldə olan qiymətli kağızlara edilən investisiyanın hazırki bazar şəraitində effektivliyinin öyrənilməsi;
- Respublikada qiymətli kağızlar bazarında inkişafa nail olmağın yollarının araşdırılması.

Tədqiqatın obyektı və predmeti: Tədqiqatın obyektı qiymətli kağızlar bazarında qiymətləndirmənin aparılmasını, eyni zamanda, bazar qiymətlərinin dinamikliyinin müəyyən olunması və effektivliyin təmini üçün aparılan təhlil üsullarının müxtəlif model və metodlarını təşkil edir. Tədqiqatın predmeti qiymətli kağızlar bazarının respublika iqtisadiyyatında rolunun tənzimlənməsi və araşdırılması istiqamətləri, qiymətləndirmənin üsul və metodlarının təkmilləşdirilməsi, o cümlədən, qiymətlərin dinamik şəkildə dəyişilmə meyllərinin tədqiqidir.

Tədqiqatın informasiya bazası və işlənməsi metodları: Magistr araşdırmasının aparılması zamanı yerli, türk və ingilis ədəbiyyatlarından, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı məqsədilə qəbul olunmuş dövlət proqramları və normativ-hüquqi aktlardan, statistik dərcəldən, ekspert rəylərindən, əlaqədar dövlət qurumlarının hesabatlarından və müxtəlif internet mənbələrindən istifadə olunmuşdur.

Tədqiqatın elmi yeniliyi: Magistr işi əsas qiymətli kağız növləri üzrə individual və portfel qiymətləndirmə üsullarını geniş şəkildə araşdırır. Bununla yanaşı, dünya qiymətli kağızlar bazarının təcrübələrinə əsasən qiymətlər üzrə

müxtəlif analizlərin aparılmasını müəyyənləşdirir. Qabaqcıl tendensiyalardan misal göstərilərək milli səviyyədə inkişafın təmin olunmasının zəruriliyi və yolları göstərilir.

Tədqiqatın praktiki əhəmiyyəti: Magistr işində araşdırılan qiymətləndirmə metodları respublika bazarı üzrə geniş istifadə olunmasa da, dünya təcrübəsində mühüm praktiki əhəmiyyət kəsb edir. Məhz buna görə də yerli qiymətli kağızlar bazarının dünya bazarlarına inteqrasiyası zəruridir. Bununla yanaşı, tədqiqatda istifadə olunan metodlar respublika qiymətli kağızlar bazarının subyektlərinin bilik və təcrübələrinin genişləndirilməsinə imkan yaradır.

Dissertasiyanın strukturu: Magistr işi giriş, üç fəsil, nəticə və təkliflər, o cümlədən, ədəbiyyat siyahısından ibarət olmaqda 88 səhifədən ibarətdir.

Dissertasiyanın birinci fəslində qiymətli kağızlar bazarına və qiymətli kağızların növlərinə geniş şərh verilmiş, respublikada qiymətli kağızlar bazarının yaranması tarixi və onun iqtisadiyyatda rolundan bəhs olunmuşdur. Bununla yanaşı, qiymətli kağızların qiymətləndirilməsinin üsul və metodları haqqında məlumatlar verilmişdir. İkinci fəsildə Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşmasının hazırkı vəziyyətinə, qiymətli kağızlara verilən qiymətlərlə onların gəlirləri arasında əlaqənin müəyyənləşdirilməsinə və müxtəlif təhlil üsullarının araşdırılmasına yer verilmişdir. Dissertasiya işinin üçüncü fəslində respublikada qiymətli kağızlar bazarının inkişafı istiqamətində aparılması zəruri olan müxtəlif tədbirlər araşdırılaraq qeyd olunmuş və dünyanın hər bir yanında fəaliyyət göstərən fond birjalarının təcrübələrindən geniş bəhs olunmuşdur.

FƏSİL 1. QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINDA QİYMƏTLƏRİN FORMALAŞMASININ NƏZƏRİ-METODOLOJİ ASPEKTLƏRİ.

1.1 Azərbaycanca qiymətli kağızlar bazarının respublikanın iqtisadi inkişafında rolu.

Müasir dünya iqtisadiyyatının durmadan inkişafının təsiri ilə əmək bölgüsünün daha çox şaxələnməsi, özəl sektorun rolunun böyüməsi və beynəlxalq tendensiyanın sürətli təsir göstərmə qabiliyyəti maliyyə sahəsinin təkmilləşməsini, habelə, bütünlükdə maliyyə-kredit sahəsinin inkişafını aktual edir. İqtisadiyyatda maliyyə bazarlarının varlığının əsas məqsədi iqtisadi subyektlərin (fiziki şəxslər, dövlət, müəssisələr) arasında keçən yığım və investisiya münasibətlərinin balanslaşdırılmasının qorunmasıdır. Belə ki, yığım və investisiyanın ayrı-ayrı subyektlərin əlində cəmləşdiyi bazar iqtisadiyyatı şəraitində yığılan fondların sərmayəyə çevrilməsini sürətləndirən təkmil bir mexanizmin formalaşması zəruridir. Fond artığı olan iqtisadi vahidlərlə fond kəsiri olan iqtisadi vahidlər arasında kapital resurslarının effektiv alış-verişini təmin edən bu mexanizm maliyyə bazarıdır. İqtisadi subyektlər maliyyə ehtiyaclarını ilk öncə öz qaynaqları vasitəsilə ödəməyə çalışırlar. Lakin iqtisadi subyektin öz yığımından artıq investisiya qoymaq arzusu əlavə maliyyə ehtiyacı yaradır. Məhz bu anda xarici maliyyə mənbələrinə, habelə, maliyyə bazarlarına müraciət olunur. Digər tərəfdən iqtisadi şəraitdə bəzi subyektlərin bəlli bir dövr ərzindəki yığımları real varlıqlara etdikləri yatırımlardan artıq ola bilər. Bu yığım sahibləri artıq qalan gəlirlərini müəyyən əvəz qarşılığında fond kəsiri olan iqtisadi subyektlərə təklif edə bilərlər. Bu yöndə ölkə iqtisadiyyatının maliyyə sektoru üzrə idarəedici qurumları tərəfindən bu münasibətlərin əlaqələndirilməsi və borc kapitalının sərbəst hərəkətinin təmini məqsədilə bir çox həll üsulları irəli sürülmüşdür ki, bunlardan biri də qiymətli kağızların tədavülə buraxılmasıdır.

Əksər postsovet ölkələrində olduğu kimi Azərbaycan Respublikasında da qiymətli kağızlar bazarının formalaşması dövlətsizləşdirmə və özəlləşdirmə

proseslərinin başlanması ilə təşəkkül tapmışdır və tarixi baxımdan öz məqsədlərini müxtəlif prizmalarda həyata keçirmişdir.

Keçmiş Sovet ölkələrində və Şərqi Avropada 80-90-cı illərdə baş verən siyasi dəyişikliklər və inzibati idarə sistemində bazar iqtisadiyyatına keçid azad sahibkarlığın inkişafı fonunda bir sıra yeni iqtisadi və hüquqi münasibətlərin formalaşmasını tələb edirdi. Bazar iqtisadiyyatının dayağını təşkil edən belə hüquq münasibətlərinin inkişafı vasitələrindən biri də qiymətli kağızlar idi. Heç də təəccüblü deyil ki, bənzər iqtisadi-siyasi dəyişikliklər olan digər ölkələr kimi Azərbaycanda da bazar iqtisadiyyatına keçidin hüquqi əsasını təşkil edən yeni qanunvericilik qərarları arasında hələ müstəqilliyin ilk illərində, yəni 1992-ci ildə qəbul olunmuş “Qiymətli kağızlar və fond birjalari haqqında” Azərbaycan Respublikasının qanunu öz xüsusi yerini almışdı. Lakin 1990-1993-cü illərdə ölkəmizdə yaşanan gərgin siyasi şərait ümumilikdə iqtisadiyyatın dövriyyəsinə, o cümlədən, fond bazarlarının fəaliyyətinə kifayət qədər öz mənfi təsirini göstərmişdi. 1994-cü ildə ümumilli lider Heydər Əliyevin xalqın istəyi ilə hakimiyyətə qayıdışından sonra siyasi və hərbi sabitlik təmin edilmiş, ardınca ölkə iqtisadiyyatının qarşısında duran böhranın aradan qaldırılması üçün təcili islahatlara başlanılmışdı. 1995-ci ilə özəlləşdirmə proseslərinin ilkin mərhələsinin başlanılması ilə səhmlərin tədavülə buraxılması ilə əlaqəli hüquqi münasibətlər, həmçinin, Milli Depozit Mərkəzi kimi maliyyə bazarı obyektinin xüsusiyyətlərini daşıyan institutlar təsis edilmişdi. Sözügedən dövrdə 1000-dən çox səhmdar cəmiyyəti formalaşdırılmış, bu da öz növbəsində minlərlə səhmdarın sərbəst investisiya yatırımlarına münbit şərait yaratmışdı.

Ardıcılıqla qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və tənzimlənməsi ilə bağlı hüquqi normativ baza müəyyənləşdirildi. Əlavə qanun və dəyişikliklər əlavə edilməklə Mülki Məcəllədə yeniliklər qəbul olundu.

Ölkə ərazisində effektiv fond bazarının təşkilini hədəfləyərək Azərbaycan Respublikası Prezidentinin qərarı, maliyyə institutlarının təşkilati dəstəyi və tamamı özəl yatırım əsasında 2000-ci il 15 fevral tarixində Bakı Fond Birjası (BFB)

yaradılmışdır. Aralarında İstanbul Birjasının da olduğu bir neçə iri maliyyə və bank təşkilatları Bakı Fond Birjasının təsisçilərindəndir. BFB-nin əsas missiyası qiymətli kağızların alqı-satqısının effektiv təşkilini və ticarət əqdlərin punktual icrasını həyata keçirən və dünya təcrübəsinə əsaslanan ticarət sisteminin qurulması və inkişaf etdirilməsidir.

Respublikamızda qiymətli kağızlar bazarının ölkə iqtisadiyyatındakı rolunu müxtəlif yönərdən izah edə bilərik. Birincisi, bu bazar maliyyə alətlərinin tez və ucuz cəlb olunmasına şərait yaradır. Məsələn, maliyyə kəsri yaranan hər hansı bir şirkət bankdan kredit ala və ya bazara istiqraz təklif edə bilər. Birinci halda şirkət banka xidmətlərinə görə əlavə haqq və faiz ödəmək məcburiyyətində qalır. İkinci halda isə təklif etdiyi istiqraz vasitəsilə investordan birbaşa olaraq maliyyə vəsaiti əldə edir və xərclərə qənaət etmiş olur.

İkinci faktor kimi qiymətli kağızların dövretməyən maliyyə alətlərinin dövr edən aktivlərə çevrilməsi üçün yaratdığı şəraiti misal göstərə bilərik. Məsələn, bank müəssisələrə mənzil tikintisi məqsədilə əmlak girovuna əsaslanmış müqavilə üzrə kredit təklif edir. Bununla da bank aktivlərə sahib olur. Bu mənfəəti nəzərə alaraq banklar son illərdə müqavilələri təminat kimi göstərərək ipoteka istiqrazlarını dövriyyəyə buraxır ki, bu növ istiqrazlar etibarlı qiymətli kağızlar hesab edilir.

Üçüncü faktor kimi sərmayəçilərin yığımlarının qiymətli kağızlar vasitəsilə yerləşdirilməsinin asanlaşdırmasını göstərə bilərik. Belə ki, əgər sərmayəçi maliyyə vəsaitini illik 9% olmaqla bir il müddətinə banka yerləşdirər və bu müddət bitməmiş depozitə qoyduğu vəsaiti geri almaq məcburiyyətində qalarsa müqavilə şərtlərini pozmuş hesab olunur və bankın faiz dərəcələrini ödəməməsi kimi risklərlə qarşılaşır. Nəticədə vəsaitlərini maliyyə zərəri ilə geri alır. Ancaq sərmayəçi maliyyə vəsaitini hər hansı istiqraza yatırarsa, həmin istiqrazın müddəti bitmədən yatırım etdiyi vəsaiti asanlıqla geri ala bilər. Bunun üçün istiqrazı ikinci bazarda satması kifayətdir. Bu zaman istiqrazı satın alan tərəf satıcıya onun dəyərindən əlavə, satın aldığı müddətədək yığılmış kupon faiz dərəcələrini də ödəyir.

Müasir bazar iqtisadiyyatı şəraitində dövlət, maliyyə-kredit orqanları, bələdiyyələr, təşkilatlar və müəssisələrin bu və ya digər şəkildə öz maliyyə problemlərinin yüngülləşdirilməsi üçün qiymətli kağızlardan istifadə etməsi zəruri hala çevrilmişdir. Kapitalist mövqe müəssisələrin genişləndirilməsini və istehsalın artırılmasını nəzərdə tutsa da fərdi maliyyə çatışmazlığı bu məqsədə çatmağı çətinləşdirir. Belə ki, müəssisələrin təşkili və idarə olunması prosesləri sahibkarın fərdi və borc vəsaitləri ilə kompensasiya olunmur. Bu halda, yaranmış disbalans müəssisənin pay səhmlərini dövriyyəyə çıxararaq səhmdar cəmiyyəti hüquqi formasına keçid etməklə aradan qaldırıla bilər.

Bundan əlavə, qiymətli kağızların istehsal prosesinin fasiləsizliyinin təmin edilməsində müstəsna rolu vardır. Belə ki, təsərrüfat subyektlərində material və maliyyə resurslarının bərabər axınının təmin olunması istehsalın fasiləsizliyinin əsas şərtidir. İstehsal prosesinin mövsümliliyi, istehsal hədəfləri və onların yerinə yetirilməsi zamanı yaranan zaman itkisi, alıcılar tərəfindən ödənişin gecikdirilməsi və s. kimi hallar material və maliyyə resurslarının mütənasibliyini poza bilər. Bununla yanaşı, müəssisənin daimi öhdəlikləri də vardır ki, yuxarıdakı problemlərlə birgə müvəqqəti vəsait çatışmazlığına səbəb olur. Bu problemin aradan qaldırılması üçün də qiymətli kağızlar uyğun həll üsuludur. Müəssisə qiymətli kağızlarını tədaviylə buraxaraq çatışmayan dövriyyə vəsaitlərini tamamlaya bilər.

Qiymətli kağızların ölkə iqtisadiyyatına olan müsbət təsirində dövlət qiymətli kağızlarının rolu müstəsnaqdır. Dövlət qiymətli kağızlarının təkrar istehsaldakı müsbət rolunu bir sıra cəhətlərdən izah edə bilərik. Əvvəla, dövlət xərclərinin maliyyələşdirilməsində dövlət qiymətli kağızları mühüm mənbə hesab olunur. Bu qiymətli kağızların satışı ilə əldə edilmiş vəsait dövlət büdcəsinə daxil edilir, emissiyasından cəlb edilmiş vəsait isə dövlət borcunu formalaşdırır. Dövlət qiymətli kağızlarının tədaviylə zamanı əsas məqsəd hökumətin xərclərinin gəlirləri ilə örtülə bilməyən hissəsini maliyyələşdirmək, büdcə kəsirini örtməkdir. Hökumət qiymətli kağızları vasitəsilə pul vəsaitlərinin cəlb edilməsi sayəsində, büdcə gəlirləri ilə xərcləri arasında uyğunluq yaradılması, dövlətin investisiya layihələrinin

maliyyələşdirilməsi kimi mühüm proseslər həyata keçirilir. Başqa məqsədlər üçün də qiymətli kağızların yerləşdirilməsindən istifadə olunur. Onların sırasında bəzi fəvqəladə xərclərin maliyyələşdirilməsi üçün, əvvəlki borcların ödənilməsi üçün qiymətli kağızların emissiyası daha çox yer tutur. Birmənalı olaraq DQK-nın emissiyası və yerləşdirilməsi dövlət xərclərinin maliyyələşdirilməsi üçün ən sivil metod sayılır. Bu yolla əldə olunmuş vəsaitlə real iqtisadi sektora yox, cari dövlət xərclərinin maliyyələşdirilməsinə yönəldikdə onun təkrar istehsalda rolunda problem yaranır. Çünki, bu borcun geri qaytanlmasının əsas yolu vergi yükünün artması kimi meydana çıxarsa, bu iqtisadi inkişafı kifayət qədər ləngidə bilər.

Qiymətli kağızların iqtisadiyyatda əhəmiyyətinə ümumi qiymət verməklə aşağıdakı mühüm momentləri qeyd etmək olar:

- Birincisi, qiymətli kağızlar hüquqi və fiziki şəxslərin azad pul vəsaitlərinin investisiyasından ötrü yığım aləti kimi çıxış edir.

- İkincisi, qiymətli kağızların yerləşdirilməsi istehsalın inkişafı və başqa ictimai tələbatların ödənilməsi üçün resursların səfərbərliyə alınmasının səmərəli üsuludur.

- Üçüncüsü, qiymətli kağızlar əmtəə və pul tədavülünə xidmət göstərilməsində fəal iştirak edir.

- Dördüncüsü, qiymətli kağızlar bazarında hər şeydən əvvəl fond birjalarında qiymətli kağızların kursları yaranır. Həmin kurslar bu və ya digər ölkənin iqtisadi və siyasi həyatındakı dəyişikliklərin barometridir. Böhran və əlverişli olmayan konyunkturalı illərdə qiymətli kağızların kursu aşağı düşür və əksinə, istehsalın yüksəlişi dövründə onların kursu yüksəlir.

Ümumilikdə qiymətli kağızların bazar metodlarının təşəkkülü və inkişafında da rolu böyükdür. Çünki, qiymətli kağızlar dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsində istifadə olunur. Qiymətli kağızlar vasitəsilə dövlət mülkiyyətində olan obyektlər səhmdar mülkiyyətinə keçirilir, yaxud fərdi sahibkarlara verilir.

Qiymətli kağızları digər maliyyə alətlərindən fərqləndirən əsas cəhətlər:

- Qiymətli kağız mülkiyyət hüququnu təsdiq edən sənəddir – səhm;

- Qiymətli kağız tərəflər arasında borc münasibətlərini müəyyən edir – istiqraz, veksəl, ipoteka girovnamələri və s;

- Qiymətli kağız investora emitentdən qaydalara uyğun şəkildə müəyyən vəsait almaq hüququnu verir;

- Səhmdara idarəetmədə iştirak və səsvermə hüququ verir və s.

Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin 54-cü fəsinə uyğun olaraq iqtisadi dövriyyədə olan qiymətli kağızlar 3 növə ayrılır:

- əsas qiymətli kağızlar – səhm və istiqrazlar

- köməkçi qiymətli kağızlar – girov kağızları, veksəl, çek və s.

- törəmə qiymətli kağızlar – fyuçers, opsiyon, warrant və s.

Azərbaycan Respublikası Mülki Məcəlləsinin Qiymətli kağızlara aid fəsinə (54-cü fəsil) əsas qiymətli kağızlara səhm və istiqrazlar aid edilir.

İstiqrazlar dövlət və ya özəl müəssisələrin xarici maliyyə ehtiyaclarını qarşılamaq üçün təklif etdikləri uzun müddətli borc sənədidir. İstiqraz əvvəlcədən razılaşdırılmış dövr üçün təyin edilmiş faiz dərəcəsi ilə müəyyən edilmiş fondan istifadə etmək öhdəliyini və müddətin sonunda istifadə edilmiş fondun tam və ya digər ödəniş formasında geri qaytarılmasını ehtiva edən sabit gəlirli maliyyə bazarı alətidir.

Maliyyə bazarı inkişaf etmiş ölkələrdə istiqraz təklifi ilə kapital kəsinin ödənilməsi tez-tez müraciət edilən maliyyələşdirmə üsuludur. Bunun səbəbi şirkətlərin istiqraz vasitəsilə maliyyələşdirməni bank seqmentindən qarşılanmayan tələbləri üçün alternativ yol olaraq dəyərləndirmələri və bu üsulu mənfəətli görmələridir. İstiqrazların digər borc qiymətli kağızlarına görə bir çox üstünlükləri vardır ki, bunlara misal olaraq aşağı xərcləri, vergilərə qənaəti, inflyasiya dərəcəsi ilə əsas kapital dəyərində olan azalmaları, istiqrazların istənilən an təkrar bazarlarda nəgd pula çevrilmə qabiliyyətini və s. misal göstərə bilərik.

İstiqraz borc şəhadətnaməsidir və müəyyən müddətə və faiz dərəcəsinə malik olur. Emitentin təklif etdiyi istiqrazları almaqla bazarın digər subyektləri (dövlət,

şirkətlər, fondlar və s.) borcverən və ya investor kimi çıxış edir və bu istiqrazların məbləği həcmində emitentə borc vermiş olurlar.

İstiqrazın gəlirliliyi dedikdə onun sahibinə gətirdiyi gəlir başa düşülür və bu gəlirin əsas mənbəyi əvvəlcədən müəyyən olunmuş faiz dərəcəsidir. İl ərzində, adətən, iki və ya dörd dəfə olan faiz ödənişlərinə istiqrazın kupon ödənişi deyilir. İstiqrazların faiz dərəcəsi bazar tərəfindən müəyyən olunur. Reytingləri aşağı olan şirkətlər tərəfindən satışı çıxarılan istiqrazlar riskli istiqrazlar hesab olunur. Məhz buna görə də, aşağı reytingli şirkətlər istiqrazlarının alınması üçün daha çox faiz dərəcəsi təklif etmək məcburiyyətində qalırlar. Yəni, emitentin nə qədər ağır maliyyə kəsiri olarsa bir o qədər çox faiz ödəməli olur.

Emitentə görə istiqrazlar dövlət, bələdiyyə və korporativ istiqrazlar olmaqla üç yerə bölünür.

İstiqrazlar ödəniş qaydalarına görə bir neçə növdə təsnifləşdirilir:

- Sabit dərəcəli istiqrazlar – müddətin sonuna qədər eyni faiz dərəcəli kupon ödənişi həyata keçirilir.

- Üzən dərəcəli istiqrazlar – kupon ödənişləri dəyişən faiz dərəcələrinə uyğunlaşdırılır.

- İnflyasiyaya bağlı istiqrazlar – kupon ödənişinin inflyasiya dərəcəsinə görə dəyişmə ehtimalı olan istiqrazlardır.

- Konvertasiya oluna bilən istiqrazlar – istiqrazı alan investora onu şirkətin səhmlərinə dəyişmək hüququnu verir.

- Diskontlu istiqrazlar – kupon ödənişi olunmayan istiqrazlardır. Bu növ istiqrazlar adətən qısamüddətli olur və dövr sonunda ilkin təklif olunan dəyərindən daha yuxarı qiymətə geri alınır.

İnvestorlar tərəfindən ən etibarlı hesab olunan istiqrazlar təmin olunmuş qiymətli kağızlardır ki, Mülki Məcəlləyə əsasən istiqrazlar üç halda təmin olunmuş hesab oluna bilər: girovla təminat verilən, qarantıya verilən və dövlət və ya bələdiyyə zəmanətli istiqrazlar. Girovla təminat verilən istiqrazlar üçün girov qismində digər investisiya qiymətli kağızları, daşınmaz əmlak və ya üzərində dövlət

reyestri ilə mülkiyyət hüququ tətbiq olunan daşınar əşya və s. çıxış edə bilər. Emitent borc öhdəliyini tamamilə və ya lazımınca yerinə yetirmədiyi təqdirdə, bu fakt araşdırılır və təsdiq olunduğu halda sərəncamçı tərəfindən investora girov predmetləri üzərində mülkiyyət hüququ verilir. Burada, sərəncamçı təminatı özündə investorun xeyrinə girov saxlayan tərəf qismində çıxış edir. Sərəncamçı məqsədli şəkildə, təminatın qanunvericiliyin tələblərinə cavab verməsinə nəzarətin təmini üçün əvvəlcədən müəyyən olunur. Sərəncamçı bank, investisiya şirkəti və ya depozitar ola bilər.

Qarantia ilə təminat verilən qiymətli kağızlarda emitent əvvəlcədən müəyyən olunan qarantia obyektini təqdim edir və istiqrazın müddəti bitənədək sərəncamçıda saxlanılır.

Dövlət və bələdiyyə zəmanətli istiqrazlar adından göründüyü kimi dövlət və ya bələdiyyələr tərəfindən təklif olunan istiqrazlardır. Bu istiqrazlara Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyi tərəfindən buraxılan qısamüddətli (91, 182, 364 günlük), ortamüddətli (1 ildən 5 ilə kimi) və uzunmüddətli (5 ildən artıq) istiqrazlar aid olunur.

Şirkət bütün dəyərini, yəni məcmu kapitalını səhmlərə bölə bilər. Bu halda şirkətin alınıb-satılması, tərəflər arasında bölüşdürülməsi prosesləri xeyli asanlaşır. Səhm şirkət sahibliyinin bir hissəsi deməkdir.

Səhm onu satın alanla ixrac edən qurum arasında ortaqlıq əmələ gətirən və satın alana mənfəətdən pay alma, ixrac edənə isə ləğv olunma anına qədər fondlardan istifadə hüququ verən qiymətli kağız növüdür. Səhm qiymətli kağızları səhmdar cəmiyyətləri yaradılan zaman, şirkət səhmdar cəmiyyətinə çevrilmə qərarı aldıqda və ya nizamnamə kapitalının artırılması məqsədi ilə dövriyyəyə buraxılır.

Səhm qiymətli kağızları şirkət sərmayəsinin müəyyən qismini ehtiva edir və sahibinə hər növ ortaqlıq hüququndan yararlanma imkanı yaradır. Bu hüquqlara aiddir:

- Şirkət mənfəətindən pay götürmə hüququ
- İdarəetmədə iştirak hüququ

- Səs vermək hüququ
- Üstünlük hüququ
- Ləğv əsnasında mülkiyyətdən pay hüququ
- Şirkətin fəaliyyətləri haqqında informasiya almaq hüququ

Ortaqlıq nöqteyi-nəzərindən isə səhm qiymətli kağızları şirkəti kapital xüsusiyyətində maliyyə ilə təmin edən bir vasitədir. Səhmlər digər qiymətli kağızlar kimi tərəflərin hüquqlarını təmsil edən sənədlərdir. Bu sənədlərin üçüncü tərəfə təhvil, onun üzərində yazılan məbləğ və hüquqların da təhvil verilməsi deməkdir. Səhm sahibi kimi həm fiziki şəxs, həm şirkət, həm də dövlət iştirak edə bilər.

Səhm qiymətli kağızları öz sahibinə verdiyi hüquqlar nöqteyi-nəzərindən isə adi və imtiyazlı səhmlərə bölünür. Adi səhmlər sahiblərinə səhmdar cəmiyyətin idarəsində iştirak hüququ və qurumun ləğv olunması halında qoyduğu kapital qədər mülkiyyətdən istifadə hüququ verir. Bu növ səhmlər gəlirli və bir o qədər riskli hesab olunur. İmtiyazlı səhmlər isə şirkətin idarəsində iştirak hüququ verməyə də hər il müəyyən məbləğdə sabit dividend gəliri əldə etmək imkanı yaradır. Yəni, qurumun fəaliyyətindən asılı olmayaraq səhm sahibinə göstərilmiş sabit dividend məbləği ödənilir. Lakin səhmdar cəmiyyətinin uğurlu fəaliyyəti nəticəsində adi səhmlərdən əldə olunan dividend gəlirlərində artım olmasına baxmayaraq, imtiyazlı səhmlərdə heç bir dəyişiklik olmur ki, bu da imtiyazlı səhmlərin zəif cəhəti hesab olunur. İmtiyazlı səhmlər adi səhmlərdən daha üstündür və istənilən an adi səhmə çevrilə bilər.

Bundan əlavə, qeydiyyatına görə səhmlər adlı və təqdim edənə olmaqla iki növə bölünür. Adlı səhmlərin üzərində sahibinin adı qeyd olunur və adətən iri nominallarda təklif olunur. Bu növ səhmlərin bir şəxsdən digərinə keçirilməsi səhmdar cəmiyyətin yığıncağında müzakirə edilir və səsvermə yolu ilə qəbul olunur. Adlı səhmlər səhmdar cəmiyyətlər yaradılarkən dövriyyəyə buraxılır. Təqdim edənə növlü səhmlərin isə üzərində ad olmamaqla sərbəst şəkildə satışı həyata keçirilir.

Hər hansı bir şirkətin yaradılması tarixindən ilk dəfə olaraq bazara səhm çıxarmasına İlk Kütləvi Təklif deyilir (Initial Public Offering və ya İPO). Şirkət səhmlərinin bazara çıxarılması bir neçə məqsədlə olur ki, bunlardan əsası əlavə maliyyənin əldə edilməsidir. Səhmlərini kütləvi bazara çıxararaq zəruri maliyyəni əldə etmiş və səhmdar cəmiyyətə çevrilmiş şirkət daha sonra bu maliyyəni digər layihələrində istifadə edə bilər. İlk kütləvi təklif (İPO) zamanı şirkət səhmlərinin tamamı və ya müəyyən hissəsi (35%, 75%, 50%) bazara çıxarıla bilər. Təcrübədə, adətən, şirkətlər səhmlərinin 49%-ini bazara çıxarırlar. Bu onlara həm zəruri maliyyəni toplamağa, həm də şirkət idarəsinin əsasını öz əlində saxlamağa imkan verir.

İlkin kütləvi təklif (İPO) zamanı ilkin bazardan əldə olunmuş səhmlər daha sonra bazarın digər subyektləri arasında alınıb-satıla bilər. Bu subyektlər hər hansı təşkilat, digər bir şirkət və ya dövlət ola bilər. Səhmin alınması ilə həmin subyekt müvafiq olaraq şirkətin hissədarına və investoruna çevrilir.

İlkin kütləvi təklifin digər səbəblərindən biri də maaş əvəzi səhm verilməsidir. Korporasiyalar bəzən əməkdaşlarına maaş vermək əvəzinə səhmlərini təklif edirlər. Belə olan halda işçi şirkətin kiçik hissədarına çevrildiyi üçün daha çox həvəslə səy göstərir və şirkətə olan bağlılığı artır. Bu üsul yüksək ixtisaslı peşəkarları şirkətə cəlb etmək üçün də istifadə olunur.

İPO etmiş korporasiyaların məlumatları cəmiyyətə açıq olduğu üçün risk səviyyəsini ölçmək daha asandır. Bu da həmin şirkətlərə banklardan daha rahatlıqla kredit ala bilmək imkanı yaradır. Bundan əlavə, səhmləri açıq bazarda alınıb-satılan şirkətlərin prestiji daha yüksək olur.

Köməkçi qiymətli kağız növlərinə misal olaraq çekləri, veksəlləri, orderləri misal göstərə bilərik ki, bunlardan ən çox istifadə olunan köməkçi qiymətli kağız növü veksəllərdir. Veksel alıcı tərəfin əldə etdiyi məhsul və xidmətlərin ödənişinin daha sonra edəcəyi ilə bağlı borc öhdəlikli qiymətli kağız növüdür. Bu qiymətli kağızlar müəyyən müddətə verilir və həmin müddət bitdikdən sonra veksəl sahibi göstərilmiş məbləği veksəl verəndən və ya öhdəliyi üzərinə götürmüş şəxsdən tələb

etmək hüququna malik olur. Veksellər adi və köçürmə olmaqla iki növə ayrılır. Sadə veksel növündə vekselverən öz borc öhdəliyini veksel sahibinə birbaşa özü ödəyir və proses iki tərəf arasında baş verir. Sadə veksel adətən alıcı tərəfindən tərtib olunur və üzərində yalnız borc alan tərəfin imzası olur. Köçürmə veksel növündə isə vekselverən bu öhdəliyi üçüncü tərəfə ötürür.

Çek istifadəyə hazır ödəmə əmridir və qısa müddətli maliyyə aləti hesab olunur. Bu qiymətli kağız növü göstərilən məbləğin çek sahibinə ödənilməsi üçün çek verənin banka verdiyi şərtsiz sərəncamdır. Burada ödəyici tərəf kimi yalnız bank iştirak edə bilər. Üzərində ödəyici bankın adı, hesab nömrəsi, ünvanı və telefonu, ödəniləcək məbləğin miqdarı, habelə, hesab sahibinin, yəni veksel verənin adı, ünvanı və təsdiqləyici imzası qeyd olunan çeklər bank tərəfindən keçərli hesab olunur. Çek aşağıdakı növlər üzrə fərqləndirilir:

- Hesablaşma çekləri - Nağdsız hesablaşmalar zamanı istifadə olunan orderli çek növüdür.

- Bank çeki - Banklararası hesablaşmalarda bir bankın digərinə təqdim etdiyi orderli çek növüdür.

- Pul çeki – Çek sahibinin bank hesabından nəğd pul məbləğinin götürülməsini nəzərdə tutan ödəmə əmridir.

- Yol çeki – Çekdə göstərilmiş məbləğin çek sahibinə ödənilməsi öhdəliyini daşıyan təşkilatın həmin məbləği başqa bir məntəqədə ödənməsini nəzərdə tutan çek növüdür. Bu, adətən, üzərində adı və ünvanı qeyd olunmuş bankın ödənişi digər filialından alması üçün tərtib etdiyi qiymətli kağız növüdür.

İqtisadi və texnoloji inkişaf, hüquqi şərait və alıcı ehtiyaclarındakı dəyişikliklər maliyyə yeniliklərinin meydana gəlməsinə səbəb olmuşdur. Törəmə qiymətli kağız növləri bu yeniliklərə aid olunur və müxtəlif növləri ilə alqı-satqı müqavilələrində istifadə olunurlar. Törəmə qiymətli kağızlar əsas qiymətli kağızlar üzərində mülkiyyət hüququnu təsdiqləyən qiymətli kağız növləridir. 1970-ci illərdən başlayaraq maliyyə bazarlarında yer almağa başlayan bu qiymətli kağızların istifadəsində əsas məqsəd əsas qiymətli kağızlarda yaranan məzənnə fərqiindən gəlir

əldə etməkdir. Törəmə qiymətli kağız növlərinə forvard, fyuçers, opsiya və svoplar aid olunur.

Fyuçers müqaviləsi iki tərəf arasında bağlanır və gələcəkdə müəyyən bir tarixdə müəyyən olunan qiymətdən mal və yaxud qiymətli kağızın satılması və ya alınması öhdəliyini nəzərdə tutur. Bu müqavilənin əsas xüsusiyyətləri aşağıdakıları misal göstərə bilərik:

- Alıcı ilə satıcı arasında və ya alıcı ilə birja arasında bağlanmış hüquqi müqavilədir.

- Müqavilələr miqdar, qiymət, keyfiyyət, təslim zamanı və yeri nöqtəyindən nəzərdən standart olur.

- Likviddir. Digər qiymətli kağızlar kimi alınıb-satıla bilirlər.

- Qiymətlər hərrac metodu ilə müəyyən edilir. Fyuçers bazarlarında alqı-satqı birjalarda cəmiyyətə açıq şəkildə aparılır və bir miqdar başlanğıc ehtiyat vəsait (marja) tələb edir.

Forvard müqaviləsi iki tərəf arasında bağlanır və gələcəkdə müəyyən bir tarixdə müəyyən olunan qiymətdən mal və yaxud qiymətli kağızın satılması və ya alınması öhdəliyini nəzərdə tutur. Fyuçers müqavilələrindən fərqli olaraq standartlaşdırılmış forvard müqaviləsi yoxdur və bu müqavilə alıcı və satıcı arasında qiymətli kağızın növü və miqdarını, qiymətini, o cümlədən, təslim yerini və zamanını göstərən törəmə qiymətli kağız növüdür. Forvard müqavilələrində alınan və ya satılan obyektin cinsi, miqdarı, yeri və vaxtını tərəflər tam sərbəst müəyyənləşdirə bilirlər. Bu xüsusiyyətlərinə görə, tərəflər özünə sərf edən tərəf müqabili tapmaqda çətinlik çəkə bilirlər. Fyuçers müqavilələrində isə alınan və ya satılan obyektin cinsi, miqdarı, yeri və vaxtı tam standart olduğundan tərəflər şərtlərinə ən yaxın müqaviləni imzalamağa məcbur qalırlar lakin tərəf müqabili tapmaqda heç çətinlik çəkmirlər. Eyni zamanda, forvard müqavilələri likvidliyi aşağı müqavilələr hesab olunur. Forvard müqaviləsi kifayət qədər uzun müddətə - 1 ilə kimi bağlana bilər. Müqavilə imzalanarkən bank hesabına sövdələşmənin ümumi dəyərinin 5%-i hesablaşma depoziti kimi qoyulur. Forvard müqaviləsi icra

olunduqda bu depozit geri qaytarılır. Müqavilə icra olunmadıqda isə hesablaşma günü bank bazar məzənnəsinə görə bağlayır. Bu halda bazar zərər uğrayarsa bu zərər depozit hesabına ödənilir, qalan miqdar isə müştəriyə geri qaytarılır.

Svop – ingilis dilindən tərcümədə “dəyişmək, mübadilə” mənasına gələn bu qiymətli kağız növü maliyyə bazarlarında iki tərəfin müəyyən vaxt intervalında valyuta növünü qarşılıqlı olaraq dəyişdirdikləri anlaşmadır. Belə ki, müraciət olunmuş bank müştəridən müəyyən valyutanı alıb digəri ilə mübadilə edir və razılaşdırılmış zaman müddətinin sonunda onu əvvəlki valyuta növü ilə müştəriyə geri qaytarır. Burada valyutanın həm alış, həm də satış anındakı kursu müştəriyə əvvəlcədən məlum olur ki, bu da svopun üstün cəhətlərindəndir. Svop sözləşmələri həm maliyyə, həm də ticarət şirkətləri tərəfindən geniş istifadə olunur. Valyuta svoplarından əlavə faiz svopları və əmtəə svopları da geniş istifadə olunur. 1980-ci illərdə geniş istifadə olunan svop bazarları formalaşmışdır. Son illərdə svop dilerlərinin beynəlxalq assosiasiyası da yaradılmışdır.

Opsion – alıcısına bir aktivin öncədən əvvəlcədən müəyyən olunan şərtlərlə və müəyyən qiymət qarşılığında alma və satma haqqını (öhdəliyini deyil) verən hüquqi sözləşmədir. Bu haqqı istifadə edib etməmək opsion alıcısının seçimində olduğu halda, opsion satıcısının öhdəliyindədir. Opsionlar 1970-ci illərdən etibarən maliyyə və ticarət şirkətlərinin qarşılaşdığı məzənnə və faiz dərəcəsi kimi riskləri aradan qaldırmaq məqsədi ilə istifadə etdikləri və bugün əhatə dairəsi daha da genişlənən, səhm və istiqrazlar kimi qiymətli kağızların da üzərində yazıla bilən maliyyə alətidir. Latın dilindən tərcümədə “seçim” mənasını verən opsionlar alış (call option) və satış (put option) opsionları olmaqla iki növə ayrılır. Alış opsionları müəyyən miqdar pulu, qiymətli kağızı və ya malı müəyyən bir tarixdə və ya bu tarixdən daha öncə konkret bir qiymətə satın alma hüququnu təmin edir.

Satış opsionu qiymətli kağızı müəyyən bir tarixdə və ya daha öncə konkret qiymətə satma hüququnu təmin edir. Satış opsionu sərmayəçiləri müvafiq qiymətli kağızın qiymətinin düşəcəyi gözləntisində olurlar. Yəni, alış opsionunun dəyəri müvafiq qiymətli kağızın qiyməti ilə paralel olduğu halda, satış opsionunun dəyəri

qiymətli kağızın qiyməti ilə tərs mütənasibdir. Opsion əməliyyatları alıcıların və satıcıların qiymət proqnozlarına əsasən yönləndirilir. Belə ki, qiymətlərdə artım olarsa alış opsiyonlarına, azalma olarsa satış opsiyonlarına investisiya edilir.

Varrant – ingilis sözü olan “Warrant” sözündən tərcümədə səlahiyyət, vəkalət mənasını verir. Varrant adətən iki məqsədlə istifadə olunur. Birincisi, warrant sertifikat olmaqla sahibinə müəyyən müddət intervalında və ya müddətsiz olaraq əvvəlcədən razılaşdırılmış qiymətə qiymətli kağızlar almaq hüququnu təmin edən maliyyə alətidir. Qiymətli kağızların buraxılması ilə birgə meydana gəlir və sertifikatı saxlayan tərəfə həmin qiymətli kağızları alma haqqını verir. İkincisi, warrant anbar şəhadətnaməsi kimi çıxış edir və müəyyən malın qəbulu və saxlanmasını təsdiq edən sənəddir. Əmtələri anbara təhvil verərkən saxlanılması ilə bağlı tərtib olunan girov şəhadətnaməsi kimi də təqdim oluna bilər.

Yuxarıda sadaladığımız bütün növ qiymətli kağızlar öz funksiyalarına və məqsədlərinə görə fərqlənsələr də onların hamısı eyni xassələrə malikdir ki, buna qiymətli kağızların likvidliyi, tədavül qabiliyyəti, riskliliyi, seriyalılığı və s. xüsusiyyətlərini aid edə bilərik. Qiymətli kağızların tədavülü dedikdə, onun bazarda alınması və satılması, o cümlədən, digər əmtəə və xidmətlərin tədavülündə köməkçi rol oynayan maliyyə aləti kimi işəyararlılığı başa düşülür. Bu xüsusiyyətinə görə qiymətli kağızlar tədavül edən və tədavül etməyən qiymətli kağız növlərinə bölünür. Tədavül edən (bazar) qiymətli kağızları bazar subyektləri tərəfindən sərbəst şəkildə alınıb-satıla bilər. Tədavül etməyən (qeyri-bazar) qiymətli kağızlar isə maliyyə bazarında ciddi maneələrlə qarşılaşır və ya tədavül qabiliyyətini itirir.

Qiymətli kağızların likvidliyi dedikdə onun alqı-satqı prosesləri əsnasında nəgd pula çevrilə bilmək qabiliyyəti başa düşülür. Qiymətli kağızın sərmayəçisi üçün likvidlik qiymətli kağızın böyük itkilər olmadan və rahatlıqla alınıb satılmasıdır. Risklilik qiymətli kağızlara qoyulan investisiya ilə bağlıdır və bazara xas proseslər əsnasında sərmayəçinin zərər etməsi ehtimalıdır. Risk səviyyəsinə görə qiymətli kağızlar öz növbəsində aşağı riskli və yuxarı riskli qiymətli kağızlara bölünür. Müəyyən qiymətli kağızın dəyəri artdıqca onun riski də düz mütənasib

olaraq artır, həmin qiymətli kağıza edilən zəmanət artdıqca isə, əksinə, risk səviyyəsi aşağı düşür. Məhz buna görə də maliyyə bazarında iştirak edən dövlət istiqrazları ən aşağı gəlirli və az risk səviyyəli, şirkət və qurumlar tərəfindən təklif olunan qiymətlilər isə yuxarı gəlirli və müvafiq olaraq yüksək risk səviyyəli hesab olunur. Qiymətli kağızlara edilən istənilən növ yatırımlar bir növ gələcək qeyri-müəyyənliyə edilən yatırım kimi dəyərləndirildiyindən risk səviyyəsi daim nəzərə alınmalıdır.

Qiymətli kağızların seriyalılığı dedikdə isə onun müəyyən seriyalarla buraxılışı nəzərdə turulur. Bu, qiymətli kağızların standartlaşdırılması ilə əlaqəlidir.

1.2. Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin əmələ gəlməsinin nəzəri xüsusiyyətləri.

Qiymətli kağızlar üzərində aparılan istənilən növ əməliyyatlar qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və böyüməsini stimullaşdırır. Qiymətli kağızların mövcudluğu, onlar haqqında toplanılan zəruri informasiyaların etibarlılığı bilavasitə onların qiymətləndirilməsi metodologiyasından asılıdır. Bazarda qiymətlərin əmələ gəlməsi prosesi qiymətli kağızların düzgün şəkildə qiymətləndirilməsi zərurətini yaradır. Qiymətli kağızlar öz xüsusiyyətlərinə və funksiyalarına görə digər əmlak növlərindən fərqləndiyinə görə, onların qiymətləndirilməsinə də xüsusi yanaşılmalıdır. Qiymətləndirmə prosesinin əsas məqsədi qiymətli kağızın bazar dəyərinin müəyyən olunmasıdır.

Bütün qiymətli kağızların dəyəri gözlənilən pul vəsaitlərinin axınının diskontlaşdırılmış dəyərinə bərabərdir. Burada əhəmiyyətli olan qiymətli kağızların qarşılığında alınan pul vəsaitlərinin hərəkətinin, vaxtının və diskont dərəcəsi olaraq istifadə ediləcək dəyərin təyin edilməsidir.

İstiqrazların və bəzi digər qiymətli kağızların irəlidə təmin edəcəkləri nağd ödənişlər əvvəlcədən məlum olur. Bunun əksinə olaraq səhmlərdə isə pul axınlarını öncədən proqnozlaşdırmaq olduqca çətindir.

Daha öncə də qeyd etdiyimiz kimi, istiqrazlar dövlətin və ya pula ehtiyacı olan müəyyən şirkətlərin xarici maliyyə ehtiyaclarını qarşılamaq üçün çıxardıqları uzun müddətli borc sənədidir. İstiqrazlar satın alan fond sahibinin istiqrazda göstərilən müddətin sonuna qədər portfelində tutub tutmayacağına və tətbiq olunan faiz dərəcəsinin sadə və ya mürəkkəb olmasına görə fərqli şəkildə qiymətləndirilə bilər. İstiqrazın qiymətləndirilməsi, qiymətləndirmənin aparıldığı dövrə görə; faiz ödəmə dövrü başında qiymətləndirmə və faiz ödəmə dövrləri arasında qiymətləndirmə olaraq iki başlıq altında araşdırıla bilər.

Faiz ödəmə dövrünün başında istiqrazın qiymətinin müəyyən olunması.

Bütün qiymətli kağızların qiymətləndirilməsində eyni üsuldən istifadə olunur. Hər hansı bir qiymətli kağızın qiyməti, həmin qiymətli kağızdan gözlənilən pul vəsaitlərinin hərəkətinin diskontlaşdırılması nəticəsində müəyyən olunur. İstiqrazlarda gözlənilən mənfəət dövrü faiz dərəcələrindən və kupon ödənişlərindən ibarət olur. İstiqrazlardan gözlənilən pul vəsaitləri diskontlaşdırılır və aşağıdakı kimi hesablanır:

$$İQ = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^t} + \frac{P_p}{(1+r)^n}$$

Burada;

F_t – İstiqrazdan əldə edilən illik faiz gəlirləri

r – Faiz/Hazırki dəyər

P_p – İstiqrazın nominal dəyəri

n – istiqrazın müddəti

t – istiqrazı əldə saxlama müddəti

Burda saxlama müddətinin istiqrazda göstərilən müddətə bərabər olduğunu fərz edirik. Məhz buna görə də “müddətə qədər mənfəət” və “saxlama müddəti mənfəəti” bir birinə bərabərdir. Ancaq investorlar istiqrazı göstərilən müddətin sonuna qədər saxlamaya bilərlər. belə olan halda “müddətə qədər mənfəət” deyil, əldə saxlama dövründəki real gəlir daha önəmlidir.

Misal 1.1: Müddətinə 10 il qalan 80% faizli, 6 ayda bir kupon ödəməli bir istiqrazın nominal qiyməti 1.000.000 AZN-dir. Bazarın faiz dərəcəsi 75% olan istiqrazın hazırkı dəyəri nə qədərdir?

$$\dot{Q} = \sum_{t=1}^{20} \frac{800.000/2}{(1+0.75/2)^t} + \frac{1.000.000}{(1+0.75/2)^{20}}$$

$$\dot{Q} = 1.066.552 \text{ AZN}$$

Faiz ödəniş dövrləri arasında edilən qiymətləndirmə.

Misallardan fərqli olaraq, real mübadilə prosedurlarında istiqrazların alqı-satqısının, adətən, faiz ödəniş dövrləri arasında olduğu məlumdur. Faiz ödəniş dövrləri arasında edilən qiymətləndirmə faiz tətbiqinin sadə yada mürəkkəb faiz əsasına söykənən olmasına görə fərqlənir.

Sadə faiz əsasına görə istiqrazın qiymətləndirməsi - faiz ödəniş dövrləri arasında istiqrazların qiymətləndirməsində iki əsas yanaşma mövcuddur: bunlar müddətə qədər mənfəət yanaşması və faizə əsaslanan yanaşma.

Müddətə qədər mənfəət yanaşması ilə qiymətləndirmə nağd gəlirin gələcəkdə hansı tarixdə əldə ediləcəyinin və qiymətləndirmə günündən istiqrazın ilk faiz ödəmə gününə qədər neçə gün qaldığının bilinməsini zəruri edir. Bu yanaşma vasitəsilə faiz ödəniş dövrləri arasında istiqrazı satın alan investordan istiqrazı göstərilən müddətin sonuna qədər özündə saxlaması ilə əldə edəcəyi mənfəət hesablanır.

Sadə faiz əsasına görə qiymətləndirmə günlük faiz aşağıdakı kimi hesablanır:

$$\text{Günlük faiz} = \frac{r}{365} ; c \text{ günlük faiz} = \frac{r}{365} \times c$$

$$\dot{Q} = \frac{F_{1+A_1}}{1+\frac{r}{365}c} + \frac{1}{1+\frac{r}{365}c} \left[\sum_{t=2}^n \frac{Ft+At}{(1+r)^{t-1}} \right]$$

Burada;

r – İllik diskont dərəcəsi

c – İlk faiz ödəməsinə qədər qalan gün sayı

Ft – Faiz ödəmələri

At – Əsas məbləğ

Misal 1.2: n ilinin başında dərc edilmiş, 80% faizli, 5 il müddətli ildə 1 dəfə 1 Yanvar tarixində faiz ödəməli, 1.000 AZN nominal dəyərli bir istiqraz 31 Yanvar n+3 tarixində neçə AZN-ə satın alınmalıdır? Misalımızda diskont dərəcəsi 70%-dir. İstiqrazın ödəniş planı (AZN)

TARİX	FAİZ	ƏSAS MƏBLƏĞ	TOPLAM
N+4 (335 GÜN)	800	-	800
N+5	800	1.000	1.800

Burada $c = 365 - 30 = 335$ gün olur.

$$\dot{I}Q = \frac{800}{1 + \frac{0.70}{365} \times 335} + \frac{1}{1 + \frac{0.70}{365} \times 335} \times \left[\frac{800}{(1.70)^1} + \frac{1.000}{(1.70)^1} \right]$$

$$\dot{I}Q = 487.2 + 645.6 = 1132.8 \text{ AZN}$$

Misaldan belə nəticə çıxır ki, istiqrazın qiyməti 1133 AZN və ondan aşağı olduğu halda alınmalıdır.

Faizə əsaslanan yanaşma - burada istiqrazı ödəniş dövrləri arasında satın alana görə deyil, dövr başında satın alana görə qiymətləndirmə aparılır və tapılan bu qiymətə dövr başından qiymətləndirmə gününə qədər keçən müddət üçün faiz dərəcəsi müəyyən olunur.

$$\dot{I}Q = \left[\sum_{t=2}^n \frac{Ft + At}{(1+r)^t} \right] \times \left(1 + \frac{r}{365} c \right)$$

Burada $c =$ son faiz ödəmə tarixindən qiymətləndirmə gününə qədər keçən gün sayıdır.

Bir öncəki misal bu yanaşma ilə həll olunduğunda aşağıdakı nəticəni alarıq: Əvvəlcə istiqrazın n+3 ili başındakı (faiz ödəmə tarixi) qiyməti tapılır və keçən gün sayı qədər olan faiz miqdarı tapılır.

$$\dot{I}Q = \left[\frac{800}{(1.70)^1} + \frac{1.800}{(1.70)^2} \right] \times \left(1 + \frac{0.70}{365} \times 30 \right)$$

$$\dot{I}Q = 1093.8 \times (1.059) = 1158.3 \text{ AZN}$$

Bu nəticə müddətə qədər mənfəət yanaşmasında alınan nəticədən fərqlidir. Məhz buna görə də, məlumatlı və hazırlıqlı satıcı istiqrazı faizə əsaslanan yanaşmaya görə, alıcı isə eyni istiqrazı müddətə qədər mənfəət yanaşmasına görə qiymətləndirəcəyindən bazar meydana gəlməəcək və alqı-satqı həyata keçməyəcəkdir.

Mürəkkəb faiz əsasına görə istiqrazın qiymətləndirməsi – üsulunda istiqrazın həm fondverənə, həm də fondalana eyni mənfəəti qazandıran qiymətin tapılması məqsədilə sadə üsul kimi müddətə qədər mənfəət yanaşması və faizə əsaslanan yanaşmalardan istifadə olunur.

Dövlət istiqrazlarının qiymətləndirilməsi. Dövlət istiqrazlarının qiymətləndirilməsi faiz ödəmə dövrləri arasında özəl sektor istiqrazlarının qiymətləndirilməsinə bənzəyir. Lakin dövlət istiqrazları özəl sektor istiqrazlarından vergilərdən azad olması və ödəmələrin əsasən altı ayda bir edilməsi ilə fərqlənir.

Dövlət istiqrazlarının satış qiyməti aşağıdakı kimi hesablanır:

$$ID = \frac{1}{1 + \frac{r}{182}c} [C_1 + \sum_{t=2}^n \frac{C_t}{(1+r)^{t-1}} + \frac{A_n}{(1+r)^{n-1}}$$

Burada:

r = Altı aylıq nominal faiz dərəcəsi

c = İlk faiz ödəməsinə qədər qalan gün sayı

n = Altı aylıq dövrlərin sayını göstərir.

İstiqraz qiymət teoremləri.

İstiqraz qiymətləri ilə müddətə qədər mənfəət rasındakı əlaqə Malkielin inkişaf etdirdiyi istiqraz qiymət toremləri izah olunur.

Teorem 1. İstiqraz qiymətləri istiqrazdan alınan gəlir ilə tərs yöndə inkişaf edir. Bunun səbəbi istiqrazın qiymətinin gələcəkdə gətirəcəyi nəğd pul axımlarının bugünkü dəyərinə bərabər olmasıdır. Gəlir artdıqca nəğd pul axımlarının bugünkü dəyəri və dolaylı olaraq istiqrazın qiyməti düşür və yaxud əksinə, gözlənilən gəlir azaldıqca nəğd pul axımlarının bugünkü dəyəri və beləliklə istiqrazın qiyməti yüksəlir. Nəticə olaraq, gözlənilən mənfəət dəyişdikcə istiqrazın qiyməti bu

dəyişikliyə müvafiq olaraq dəyişir. İstiqraz kuponlarının faiz dərəcəsi, gözlənilən mənfəət və qiymət arasındakı əlaqəni aşağıdakı kimi göstərə bilərik:

- Gözlənilən gəlir > Kupon faiz dərəcəsinə uyğun olaraq istiqrazın qiyməti < istiqrazın nominal dəyəri (burada başabaş istiqraz nəzərdə tutulur)
- Gözlənilən gəlir = Kupon faiz dərəcəsinə uyğun olaraq istiqrazın qiyməti = istiqrazın nominal dəyəri
- Gözlənilən gəlir < Kupon faiz dərəcəsinə uyğun olaraq istiqrazın qiyməti > istiqrazın nominal dəyəri (burada mükafatlı istiqraz nəzərdə tutulur)

Teorem 2. İstiqrazın kupon dərəcəsi ilə müddətə qədər gəlir arasında müəyyən bir fərq əmələ gəldiyində meydana çıxan qiymət dəyişməsi müddət uzandıqca daha da böyüyəcəkdir. Məsələn, hər üçü də 1000 AZN nominal dəyəri olan, 15% kupon faizli, müddətinə 2 il qalan A, 5 il qalan B və 10 il qalan C istiqrazlarının bazar faizi dərəcəsinin 20% və 10% olduğu vaxtlarda dəyərləri aşağıdakı kimi dəyişəcəkdir:

Bazar faiz dərəcəsi	A	B	C
10%	1087	1190	1307
15%	1000	1000	1000
20%	924	850	790

Cədvəldən də görüldüyü kimi 1000 AZN nominal dəyərli və 15% kupon faizli istiqrazların bazar faiz dərəcəsinə görə $\pm 5\%$ -lik fərqlərə müvafiq olan qiymət dəyişmələri istiqraz müddəti ilə düz mütənasibdir.

$$1307-1000 > 1190-1000 > 1087-1000$$

$$1000-790 > 1000-850 > 1000-924$$

Teorem 3. Teorem 2-də bəhs edilən qiymət dəyişmə faizi müddət uzandıqca azalan nisbətdə artar.

Teorem 4. Müəyyən bir müddət üçün gəlirdəki azalma, gəlirdəki eyni miqdar yüksəlmənin səbəb olacağı kapital itkisindən daha yüksək kapital qazancı əldə etməyə imkan verir.

Bir öncəki misalda hər üç istiqrazdan gözlənilən gəlir faizinin 15%-dən 10%-ə düşməsinin yaratdığı kapital qazancı, 15%-dən 20%-ə qalxmasının səbəb olduğu kapital itkisindən daha böyükdür.

A İstiqrazı $1087 - 1000 > 1000 - 924$

B İstiqrazı $1190 - 1000 > 1000 - 850$

C İstiqrazı $1307 - 1000 > 1000 - 790$

Teorem 5. İstiqrazın faiz dərəcəsi yüksəldikcə gəlirdeki müəyyən miqdar dəyişmənin səbəb olacağı qiymətin dəyişmə faizi azalacaqdır. İstiqrazın dəyərindəki dəyişikliklər təkcə istiqrazın müddətinə deyil, həm də kupon ödəmələrinin məbləğindən də asılıdır. Müddətləri eyni olan iki istiqrazdan kupon faiz dərəcəsi aşağı olan istiqrazın bazarda olan faiz dərəcələrinə həssaslığı daha yüksək olur. Məsələn, müddətləri 5 il olan və 1000 AZN dəyərli A və B istiqrazlarından a-nın kupon faiz dərəcəsi 50%, B-nin kupon faiz dərəcəsinin isə 40% olduğunu hesab edək. Bazar faiz dərəcəsinin $\pm 10\%$ dəyişməsi halında A və B istiqrazlarının dəyəri aşağıdakı kimi dəyişər:

Bazar faiz dərəcəsi	A İstiqrazı r=50%	% Dəyişimi	B İstiqrazı r=40%	% Dəyişimi
30%			1243,56	24,36
40%	1203,52	20,35	1000	
50%	1000		826,34	-17,37
60%	849,23	-15,08		

Yuxarıda görüldüyü kimi aşağı kupon faizli B istiqrazı digərinə ilə müqayisədə bazar faizin dərəcəsinə olan dəyişikliklərə qarşı daha həssasdır. Digər tərəfdən, bazar faiz dərəcəsi nə olursa olsun, istiqraz müddəti daraldıqca istiqrazın dəyəri onun nominal dəyərinə yaxınlaşır. Yəni, istər başabaş, istərsə də uduşlu istiqrazlar müddət sonunda nominal dəyərə bərabər olur.

Səhmlərin qiymətləndirilməsi. Səhm öz sahibinə səhmdar cəmiyyətin idarə edilməsində iştirak etmək, səs vermək, cəmiyyətin əldə etdiyi mənfəətdən dividend faydalanmaq və səhmdar cəmiyyəti ləğv edilərsə, qalan əmlakda pay alma

hüququnu verən emissiya qiymətli kağız növüdür. Səhm qiymətli kağızlarının dəyəri əsasən 3 yolla hesablanır:

1. Birinci yol gözlənilən mənfəət payı qazanclarının bugünə diskontlaşdırılması üsuludur.

2. Praktiki üsullar adlandırılan ikinci yol isə qiymət/mənfəət, bazar dəyəri/balans dəyəri kimi əmsallardan istifadə olunmaqla hesablanır

3. Üçüncü yol isə portfel yanaşması ilə səhmlərin dəyərinin müəyyən olunmasıdır.

Gözlənilən mənfəət payı qazanclarının bugünə diskontlaşdırılması yolu ilə səhmin qiymətinin hesablanması.

Bir maliyyə aktivinin dəyəri bu aktivin sahibinə qazandıracağı mənfəət ilə müəyyən olunur. Səhmlərin yaradacağı nəğd pul axını hissə paylarından ibarətdir. Gözlənilən nəğd pul axınlarının bugünkü dəyəri aşağıdakı kimi ifadə edilə bilər:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

Burada:

P_0 = Səhmin bugünkü qiyməti

D_t = t ilində gözlənilən mənfəət payı

r = diskont dərəcəsi

Bu bərabərlik səhmdarın şirkətin bütün varlığı boyunca onun səhmini əlində saxlayacağını fərz edir. Ancaq sərmayəçilər səhmləri daha qısa müddətlərdə öz portfellerində saxlayırlar. Səhmi 2 il portfelində saxlamağa qərar vermiş sərmayəçi üçün bərabərlik aşağıdakı kimi olacaqdır:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{P_2}{(1+r)^2}$$

Burada (P_2) səhmin 2-ci ilin sonuna proqnozlaşdırılan qiymətidir.

Praktiki üsullar.

Səhmdarlar uzun qiymətləndirmə üsullarından istifadə etmək əvəzinə mövcud məlumatlara əsaslanaraq səhmin dəyərinin hesablanmasına üstünlük verirlər.

Qiymət/Mənfəət nisbəti yanaşması.

Bu nisbət sərmayəçinin proqnozlaşdırılan mənfəəti əldə etmək üçün nə qədər ödəmə etməli olduğunu göstərir. Qiymət/mənfəət nisbəti səhm başına qiymətin səhm başına mənfəətə bölünməsi yolu ilə hesablanır. Beləliklə, bu nisbəti aşağıdakı kimi göstərə bilərik.

$$\frac{P}{E}$$

Qiymət/mənfəət nisbətinin dəyəri keçmiş məlumatların və ya eyni sektorun bənzər şirkətlərinə aid əmsalların orta kəmiyyəti alınaraq hesablanı bilər. Daha sonra şirkətin gələn il əldə edəcəyi hissə başına xalis gəlir müəyyən edildikdən sonra səhmin dəyəri hesablanır:

$$P_0 = \text{səhm başına xalis gəlir} \times \text{ortalama qiymət/mənfəət nisbəti}$$

Misal 1.3:

A şirkətinin gələcək ilə səhm başına xalis mənfəəti 1000 AZN-dir. Bu şirkətin keçmiş 5 ilə aid məlumatları isə aşağıdakı kimidir:

İl	Orta bazar qiyməti	Səhm başına xalis mənfəət	Qiymət/mənfəət nisbəti
5	900	250	3.6
4	1400	310	4.5
3	2000	390	5.12
2	2300	450	5.11
1	3200	700	4.57
0	3700	890	4.15

$$\text{Orta qiymət/mənfəət nisbəti} = (3.6+4.5+5.12+5.11+4.57+4.15)/6 = 4.5$$

$$P_0 = 1000 \times 4.5 = 4500 \text{ AZN}$$

Qiymət/mənfəət nisbəti üsulunun bir çox üstün cəhətləri vardır:

- Fərqli hissə başına mənfəətə malik olan səhmlərin qiymətlərinin müqayisəsi üçün etibarlı və uyğun standartdır.

- Bu üsul ilə qiymətləndirmə aparmaq digərlərinə görə daha asandır və s.

Zəif tərəfləri aşağıdakılardır:

- Hissə başına mənfəət hesabı reallığı əks etdirməyə bilər.

- Gözlənilən mənfəət payı qazancları üsuluna nəzərən teorik xüsusiyyətləri daha zəifdir və s.

Bazar dəyəri/balans dəyəri nisbəti yanaşması.

Bu yanaşma ilə şirkətin keçmiş məlumatlarından və ya eyni sektorun bənzər şirkətlərinə aid məlumatlardan istifadə edərək bazar dəyəri ilə balans dəyəri arasında uyğun əmsalın tapılmasına çalışılır. Yəni, hər hansı səhmin dəyərinin tapılması üçün həmin səhmin hazırkı balans dəyəri daha əvvəl hesablanmış bazar dəyəri/balans dəyəri nisbətində vurulur:

$$P_0 = \text{Balans dəyəri} \times \text{Orta Bazar dəyəri/Balans dəyəri}$$

Məsələn:

B şirkətinin aid olduğu sektora aid 5 şirkətin bazar və balans dəyərləri aşağıdakı kimidir. Bu şirkətin səhmlərinin balans dəyəri isə 2000 AZN-dir.

Şirkət	Orta Bazar Dəyəri	Balans Dəyəri	Bazar dəyəri/balans dəyəri nisbəti
1	5.000	3.000	1.66
2	10.000	6.500	1.53
3	9.000	7.000	1.28
4	12.000	10.000	1.2
5	15.000	13.000	1.15

$$\text{Orta bazar dəyəri/balans dəyəri} = (1.66+1.53+1.28+1.2+1.15)/5 = 1.364$$

$$P_0 = 2000 \times 1.364 = 2728 \text{ AZN}$$

Sərmayəçi səhmin hazırkı bazar dəyərini alınan dəyərlə müqayisə edərək alım-satım qərarı verməlidir.

Portfel yanaşması ilə səhmlərin qiymətləndirilməsi.

Birdən çox qiymətli kağızın formalaşan yatırım qarışımına portfel deyilir. Portfelin formalaşdırılmasında əsas məqsəd riskin bölüşdürülməsidir. Ənənəvi portfel yanaşması bu məqsədə portfeldə qiymətli kağızların sayını artırmaqla nail olmağı təklif edir. Çağdaş portfel yanaşması isə yalnız portfelə alınan qiymətli kağızların sayının artırılmasının deyil, həm də qiymətli kağızlardan alınan mənfəətin riskin bölünməsində son dərəcə önəmli olduğunu irəli sürür.

Çağdaş qiymətli kağızlar portfeli anlayışının əsasını Harri Markoviç qoymuşdur.

Markoviç Portfel nəzəriyyəsi.

Markoviç portfel müxtəlifliyini riyazi üsullarla araşdıraraq risklərin portfel gəlirlərinə təsiri ilə bağlı tədqiqatlar aparmışdır. Daha öncə bir qiymətli kağızın proqnozlaşdırılan mənfəətinin və risk səviyyəsinin necə hesablanacağını göstərmişdik. Bu yanaşmada isə ümumilikdə portfelin proqnozlaşdırılan gəliri və risk səviyyəsi araşdırılır.

Portfelin gözlənilən gəlir səviyyəsinin hesablanması. Yalnız iki aktivə sərmayə qoyulduğu nəzərə alınaraq, portfelin gözlənilən gəlirlərinin hesablanma üsulunu araşdırmaq üçün aşağıdakı misala nəzər salaq:

Aktiv 1 və aktiv 2-nin gələn il üçün gözlənilən gəliri aşağıda göstərilmişdir:

Aktivlər	Gəlir
1	20%
2	8%

Hər iki qiymətli kağıza 10.000 AZN sərmayə yatırıldığını fərz edək. İlin sonunda birinci kağızın dəyəri 12.000 AZN, digərinin dəyərinin isə 10.800 AZN olması gözlənilir. Beləcə ilin sonunda hər iki qiymətli kağızın toplam dəyəri 22.800 AZN olacaqdır. Portfelin gözlənilən gəlirini hesablasaq:

$$\text{Gəlir} = \frac{22.800 - 20.000}{20.000} = 14\%$$

Yəni, portfelin gözlənilən gəliri portfel daxilindəki qiymətli kağızların gəlirlərinin ədədi ortasına bərabərdir.

Portfelin gəliri hər bir qiymətli kağızın gəlirinin ortası kimi hesablanabilir:

$$r_p = \sum_{i=1}^I a_i r_i$$

Burada:

i = Portfeldəki qiymətli kağızların sayı

a_i = i qiymətli kağızının ortalaması

$r_i = i$ səhədinin gəliri

Ayrı-ayrı qiymətli kağızlar üzrə risklər mövcud olduğu kimi portfeldə də risk qaçınılmazdır. Lakin portfeldə bir qiymətli kağıza edilən yatırım mənfi nəticə verdiyi halda, digərinin nəticəsi qənaətbəxş ola bilər. Məhz buna görə də, ümumilikdə portfel üzrə risk səviyyəsi ayrı-ayrı qiymətli kağızların riskindən daha az olur.

Portfel daxili qiymətli kağızların sayını artırmağa hədəflənmiş ənənəvi portfel yanaşması qiymətli kağızlardan gələn gəlirləri göz ardı edir. Markoviç yanaşması isə portfelin oplan riskinin azaldılması üçün gəlirləri arasında daha az korrelyasiya olan qiymətli kağızlara yatırımı məqsədə uyğun hesab edir. Riskin tamamilə yox olması üçün aktivlər arasındakı korrelyasiyanın -1 olması lazımdır. Real bazarda isə gəlirləri arasındakı korrelyasiya -1 olan qiymətli kağızlar tapmaq qeyri-mümkündür. Son zamanlar aparılan 1 araşdırma zamanı qiymətli kağızlar arasında olan korrelyasiyanın 0.5-0.6 arasında bir qiymətə malik olduğu nəticəsi alınmışdır. Aralarında tam pozitiv korrelyasiya olmaya qiymətli kağızlar portfelə alınaraq risk azaldıla bilər. Beləliklə:

- Portfel riski tək-tək qiymətli kağızların riskindən daha azdır.

- Portfel riski düşünülənin əksinə portfeldəki qiymətli kağızların riskləri cəminin ortasına bərabər deyildir. Bu risk qiymətli kağızlar riskinin daha altındadır. Əsas məqsəd qiymətli kağızları çeşidləndirməklə bir qiymətli kağızın gəlirinin digərinin gəliri ilə balanslaşdırılmasıdır.

Gəlirləri arasında tam pozitiv korrelyasiya olmayan qiymətli kağızların bir araya gətirilməsi ilə riskin azaldılması prinsipi Çağdaş Portfel Nəzəriyyəsinin əsas üsürlərindən biridir. Bu nəzəriyyəyə əsasən portfel daxilində ən az risk ilə ən yüksək gəlir əldə ediləcək optimal qiymətli kağızların bir araya gətirilməsi məqsədə uyğundur.

Sərmayəçilər çox gəliri az gəlirə və ya az riski çox riskə dəyişdikləri üçün bəzi portfeller daha çox seçilən olur. Ən yaxşı portfeller isə eyni gəlir səviyyəsində daha aşağı riskə və eyni risk səviyyəsində daha yüksək gəlirə malik olan portfellerdir. Bu

portfellər qrafikdə effektiv sərhəd əyrisi üzərindədirlər. Effektiv sərhəd əyrisinin mailliyi yuxarı doğru getdikcə azalır, yəni əyri üzərində yuxarı doğru çıxdıqca daha yüksək gəlir qarşılığında risk səviyyəsi də artmış olacaq. Beləliklə, optimal portfel effektiv sərhəd əyrisi üzərində ən yüksək faydaya sahib olan portfeldir.

Portfel gəliri ilə riski arasındakı əlaqə ilk dəfə Markoviç tərəfindən irəli sürülmüş, daha sonra Villiam Şarp tərəfindən bu əlaqənin qiymətli kağızların qiymətləndirilməsi üçün istifadəsi üsulları araşdırılmışdır. Bu araşdırma sayəsində Şarp 1964-cü ildə “Kapital aktivlərinin qiymət modeli”-ni təklif etmiş və bununla 1990-cı ildə Nobel mükafatına layiq görülmüşdür. Daha sonra 1976-cı ildə Ross bu modellər üzərində işləyərək özünün “Arbitraj qiymətləndirmə modeli”ni təklif etmişdir.

Kapital aktivlərinin qiymət modeli. Şarp portfel gəliri və riskini nəzərə alaraq qiymətli kağızların qiymətləndirilməsi yollarını araşdırmışdır və bu modeli inkişaf etdirmişdir. Kapital aktivlərinin qiymət modelinin bütün riskli aktivlərin qiymətləndirilməsində istifadəsi mümkündür. Bu model riskli aktivlərin gözlənilən gəlirinin müəyyənləşdirilməsi üçün istifadə olunur.

Model aşağıdakı halları fərz edir:

- Bütün sərmayəçilər Markoviç tərəfindən təklif olunan “effektiv sərhəd”də olmağa can atır.
- Sərmayəçilər risksiz faiz dərəcəsinə yatırım edə bilirlər və bu faiz dərəcəsi ilə borc ala bilirlər.
- Bütün sərmayəçilər eyni gözləntilərə malikdirlər.
- Bütün yatırımlar sonsuz şəkildə bölünə bilər, bir qiymətli kağızın ya da bir portfelin ayrı-ayrı hissələrini satın almaq mümkündür.
- Vergi və əməliyyat xərcləri yoxdur.
- İnflyasiya yoxdur və ya inflyasiya dərəcələri tamamilə məlumdur.
- Kapital bazarı tarazdır, bütün aktivlər düzgün qiymətləndirilmişdir.

Şarp riskli aktivlərdən ibarət olan portfel ilə risksiz aktivi birləşdirərək bazarı araşdırmışdır. Risksiz aktiv gəlirlərinin variasiyası sıfır dərəcəsində olan alətdir. Risksiz aktivin gəlirlərinin variasiyası sıfır olduğu üçün riskli aktivlərin gəlirləri ilə arasında olan variasiya da sıfıra bərabərdir.

Yeni portfelin gözlənilən gəliri riskli portfelin gözlənilən gəliri ilə risksiz aktivin gözlənilən gəlirinin orta kəmiyyətidir:

$$E(R_p) = V_{RF}(RFR) + (1 - V_{RF})E(R_i)$$

Burada:

V_{RF} = Risksiz aktiv

$(1 - V_{RF})$ = Riskli portfel

RFR = Risksiz aktivin gəlir dərəcəsi

$E(R_i)$ = Riskli portfelin gözlənilən gəliri.

Riskin də diqqətə alınaraq qiymətli kağızların qiymətinin müəyyənləşdirilməsinə yönəlmiş kapital aktivlərinin qiymət modelinin təcrübədə aşağıdakı üstünlükləri vardır:

- Risk üçün meyar verir.
- Qiymətli kağızın qiymətinin müəyyənləşməsinin əsasını (banchmark) təşkil edir.
- Performans ölçmə standartını təyin edir.

Arbitraj qiymətləndirmə nəzəriyyəsi. 1976-cı ildə Ross tərəfindən təklif olunan Arbitraj qiymətləndirmə nəzəriyyəsi kapital aktivlərinin qiymət modelinin təkmilləşdirilmiş üsuludur.

Bu nəzəriyyə sadəcə bazar təməlinə əsaslanan model deyildir, onun əsasını “tək qiymət” qanunu təşkil edir. Eyni gəlir və risk səviyyəsində olan iki qiymətli kağız fərqli qiymətlərlə satıla bilməz. Çünki qiymət fərqlilikləri olduğu halda sərmayəçilər cəld davranaraq aşağı qiymətli aktivə yönələrək, bazar tarazlığının pozulmasına səbəb ola bilərlər. Arbitraj qiymətləndirmə nəzəriyyəsi kapital aktivlərinin qiymət nəzəriyyəsi ilə bütün yatırımcıların eyni gözləntilərə malik olması, əməliyyat xərclərinin olmaması, sərmayəçilərin riskdən qaçaraq faydalarını

maksimumlaşdırma istəklərinin olması kimi oxşar fərziyələri olsa da, aşağıdakı fərqliliklər də mövcuddur:

- Yalnız bir yatırım dövrü var
- Vergidən azad şərait
- Sərmayəçilərin risksiz faiz dərəcəsiindən borc alıb-verməsi mümkündür və s.

Bu modelə görə qiymətli kağız gəlirlərinə bazar faktorundan əlavə gözlənilməyən inflyasiya kimi makroiqtisadi, gəlirlərin artma dərəcəsi və dəyişkənliyi, sektor və s. kimi mikroiqtisadi faktorların təsiri böyükdür. Arbitraj qiymətləndirmə nəzəriyyəsinə görə gəlirin iki növü vardır:

- Gözlənen gəlir – sərmayəçinin əldə olan informasiyaları dəyərləndirərək qazanmağı proqnozlaşdırdığı gəlir;

- Gözlənilməyən gəlir. Faiz dərəcələrindəki gözlənilməyən dəyişim, şirkətin satış nəticələrinin gözləniləndən yuxarı olması, birdən-birə şirkətin idarə heyətinin dəyişməsi və s. kimi əvvəlcədən təyin olunmayan dəyişikliklər gözlənilməyən gəlirin qaynağını təşkil edir. Buna əsaslanaraq, gələcək dövr gəlirini aşağıdakı kimi ifadə edə bilərik:

$$- R_i = E_i + U$$

- Burada:

- E_i = gözlənilən gəlir,

- U = gözlənilməyən gəlirdir.

**FƏSİL 2. AZƏRBAYCAN QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINDA
QIYMƏTLƏRİN FORMALAŞMASI
MEXANİZMİNİN TƏHLİLİ.**

**2.1 Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşmasının
müasir vəziyyəti.**

2017-ci ildə Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında inkişafı yanaşı, pozitiv keyfiyyət və kəmiyyət dəyişimləri qeydə alınmışdır. 2016-cı illə müqayisədə 2017-ci il ərzində qiymətli kağızlar bazarı 12% artaraq 15,7 mlrd. manata qədər yüksəlmişdir. Həmçinin, il ərzində qiymətli kağızların təkrar bazarı da 47% artaraq 7,5 mlrd. manat həcmində qeydə alınmışdır. Ümumilikdə isə 2017-ci ildə korporativ qiymətli kağızların təkrar bazarı 2,8 dəfə, dövlət qiymətli kağızlar bazarı isə 7,3 dəfə artmışdır. [19]

Cədvəl 2.1 [19]

Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının 2017-ci il üzrə ümumi göstəriciləri.						
	2016		2017		Məbləğ üzrə fərq	Bazar payı (%)
	əqd sayı	məbləğ (AZN)	əqd sayı	məbləğ (AZN)		
Korporativ qiymətli kağızlar	3,235	8,746,935,151	2,948	3,659,905,187	-58%	23%
İlkin bazar	628	8,248,026,100	167	2,267,877,497	-73%	-
Təkrar bazar	2,607	498,909,051	2,781	1,392,027,691	2,8 dəfə	-
Dövlət qiymətli kağızları	282	836,158,060	1,096	6,066,555,138	7,3 dəfə	39%
İlkin bazar	228	690,245,560	998	5,980,256,709	8,6 dəfə	-
Təkrar bazar	54	145,912,500	98	86,298,429	-41%	-
Törəmə maliyyə alətləri	45,833	4,440,667,091	83,939	5,940,130,521	34%	38%
Repo/əks-repo	2	2,064,764	51	51,551,163	25 dəfə	0,30%
Qiymətli kağızlar bazarı	49,352	14,025,825,065	88,034	15,718,142,010	12%	100%
İlkin bazar	835	8,938,271,660	1,165	8,248,134,206	-8%	-
Təkrar bazar	48,496	5,087,553,406	86,869	7,470,007,804	47%	-

Korporativ qiymətli kağızlar bazarı. 2017-ci ildə maliyyə institutlarının və müxtəlif fəaliyyət növlü müəssisələrin qiymətli kağızlar vasitəsilə öz kapital aktivlərini artırmaq üçün atdıqları addımlar nəticəsində korporativ qiymətli kağızlar

bazarında səhmlər üzrə əqdlərin ümumi həcmi 2,2 dəfə artmış və 2 mlrd. manata çatmışdır. Ələlxüsus da, kapital tələblərinin təmin edilməsi üçün bankların nizamnamə kapitallarını artırmaq təşəbbüsü səhm bazarının artımını təmin etmişdir. Beləliklə, səhmlərin ilkin bazarında bağlanan əqdlərin məbləği əvvəlki 2016-cı il ilə müqayisədə 3,3 dəfə yüksələrək 1,9 mlrd. manat olmuşdur. Korporativ istiqrazlar bazarına nəzər saldıqda isə ötən hesabat ili ilə müqayisədə 79% azalaraq 1,6 mlrd. manata düşməsi müşahidə olunmuşdur. Buna səbəb il ərzində irimiqyaslı dövlət layihələrinin maliyyələşməsinin yerli qiymətli kağızlar vasitəsilə təmin edilməməsi olmuşdur. Korporativ istiqrazların ilkin bazarında azalma müşahidə olunmasına baxmayaraq təkrar bazarda yüksəliş qeydə alınmışdır. Belə ki, yerli valyuta ilə tədaviyə buraxılmış korporativ istiqrazların təkrar bazar əməliyyatlarının həcmi 12,4 dəfə artaraq 917 mln. manat, xarici valyuta ilə tədaviyə buraxılmış korporativ istiqrazların ümumi həcmi isə 4,2 dəfə artaraq, 315 mln. manata yüksəlmişdir. [19]

Dövlət qiymətli kağızları. 2017-ci il ərzində Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyi tərəfindən həyata keçirilən daxili borclanma siyasətinin aparılması və milli valyutaya Mərkəzi Bank tərəfindən təzyiqlərin azaldılması məqsədli not buraxılışları dövlət qiymətli kağızları bazarında ümumi əməliyyat həcmində artımla nəticələnmişdir. Belə ki, qısamüddətli not bazarı 19,4 dəfə, dövlət istiqrazlar bazarı isə 48% artmışdır. [19]

Törəmə maliyyə alətləri bazarı. Cari hesabat ili ərzində Bakı Fond Birjasında əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətləri ilə əməliyyatların ümumi həcmi 402 mln. manat, valyuta əsaslı törəmə maliyyə alətləri ilə əməliyyatların ümumi həcmi isə 5,5 mlrd. manat təşkil etmişdir. Törəmə maliyyə alətləri bazarının ümumi həcmi 2016-cı ilə nəzərən 33,8% artaraq 5,9 mlrd. manat olmuşdur. [19]

Repo və əks-repo əməliyyatları. Repo əməliyyatlarının həcmi ötən il ilə müqayisədə 25 dəfə artmış və 51,5 mln. manat təşkil etmişdir. Korporativ istiqrazlarla repo əməliyyatlarının ümumi həcmi 20,8 mln. manat olmuş, dövlət istiqrazları ilə ümumi həcmi 40 mln. manat olan 37 əməliyyatı keçirilmişdir ki, bu da 2016-cı il ilə müqayisədə 15 dəfə çoxdur. [19]

Korporativ istiqrazlar üzrə: 2017-ci il ərzində 298 mln. manat məbləğində korporativ istiqraz Bakı Fond Birjasında qeydiyyatdan keçmiş, bunun 4 mln. manat həcmi kredit təşkilatlarına, 294 mln. manat həcmi isə digər qeyri-kredit təşkilatlarına məxsus olmuşdur. Müvafiq olaraq, 2017-ci ildə qeydiyyata alınmış korporativ istiqrazların ümumi həcmi 1,061 mln. dollar məbləğində olmuş, bunun 1,013 mln. dolları kredit təşkilatlarına, 48 mln. dolları isə qeyri-kredit təşkilatlara məxsus olmuşdur. [19]

Beləliklə, 2017-ci ildə Bakı Fond Birjasında ümumi həcmi 7 mlrd. manat olan dövlət qiymətli kağızları qeydiyyatdan keçmişdir. İl ərzində Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının ümumi məbləği 6,2 mlrd. manat olan qısamüddətli notları və Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin ümumi məbləği 800 mln. manat olan istiqrazları dövlət qeydiyyatından keçmişdir. [19]

Bakı Fond Birjasında qiymətlər emitentlər barədə məlumatların təhlil edilməsi və bazar gözləntiləri əsasında formalaşmış tələb və təklifin kəsişməsi əsasında formalaşır. Məhz buna görə də, şəffaflıq listing üçün ən mühüm şərtlərdən biridir. Tənzimlənən bazarlarda, yəni birjalarda dövriyyəyə buraxılmış qiymətli kağızların siyahıya alınması “listing” adlanır. “Listing” sözünün mənası ingilis dilindən tərcümədə “siyahıya alma” mənasını verir. Bu proses şəffaflığın qorunması və ədalətli qiymətlərin formalaşması üçün çox zəruri mexanizmdir. Digər tənzimlənən bazarlar kimi Bakı Fond Birjası da ticarətə daxil olacaq şirkət və qurumların qarşısına bir çox şərtlər qoyur ki, bunlar “listing tələbləri” adlanır. Burada, şəffaf və rəqabətli qiymətlərin formalaşması və bütün investora bərabər şəraitin yaradılması üçün bu tələbləri tətbiq edirlər.

Birjada ticarət günlərində həyata keçirilən ticarət sessiyalarında aparılır. Ticarət günləri dedikdə, həftənin bazar ertəsi və cümə günləri aralığında saat 09:00-dan 18:00-a qədər olan müddət nəzərdə tutulur. Hər ticarət günü hər biri iki ticarət sessiyasından ibarət olmaqla iki auksion ticarəti həyata keçirilir. Birinci auksion Açılış Sessiyası ilə başlayır və sifarişlər yığılır. Yığılmış sifarişlər ticarət sisteminə daxil edilir və sifarişlər toplusunda qeydə alınır. Lakin bu mərhələdə hər hansı

ticarət əqdi bağlanmır və toplanmış sifarişlər icra olunmur. Ticarət sistemi açılış sessiyasında hər bir qiymətli kağız üçün Nəzəri Açılış Qiymətini hesablayır və ticarət sessiyasında ticarət sistemi vasitəsilə birjanın bütün üzvlərini məlumatlandırır. Hər dəfə ticarət sistemə yeni qiymətli kağız daxil olduqca sistem onun nəzəri açılış qiymətini avtomatik olaraq hesablayır. Ticarət sistemi qiymətli kağızlar üzrə ticarətin həyata keçirilməsi üçün nəzərdə tutulmuş texniki proqramlar məcmusudur. Nəzəri açılış qiymətinin hesablanması aşağıdakı ardıcılıq əsasında həyata keçirilir:

- Nəzəri açılış qiyməti sayca ən çox olan qiymətli kağızın satılmasına imkan yaradan qiymət hesab olunur.

- Aparılan araşdırmalar nəticəsində iki və ya daha artıq nəzəri açılış qiyməti müəyyən edilərsə, belə qiymətlərdən hər hansının tətbiqi nəticəsində müvafiq qiymətli kağız satışı üzrə sifariş sayı artarsa, həmin qiymət nəzəri açılış qiyməti hesab olunur.

- Yuxarıdakı bəndə əsasən hesablamalar aparılan zaman yenə də bir neçə nəzəri açılış qiyməti müəyyən edilərsə, bu zaman, bir öncəki ticarət sessiyasında tətbiq edilmiş bağlanmış qiymətinə ən yaxın olan qiymət seçilir.

Bu proseslər ərəfəsində, yəni açılış sessiyası zamanı birja üzvləri sifarişləri dəyişdirmək və ya ləğv etmək hüququna malik olur. Açılış sessiyası başa çatdıqdan sonra isə auksion başlayır və bu mərhələdən sonra sifarişlərin dəyişdirilməsi, ləğvi və ya qəbulu dayandırılır. Sifarişlərin qəbulu dayandırıldığından müvafiq qiymətli kağızlar üzrə açılış qiyməti müəyyən olunur.

Müvafiq qiymət şərtlərinə əsasən sifarişlər icra olunmağa başladıqdan sonra sifarişlər toplusunu alqı-satqı balansında hər hansı qalıq müşahidə olunarsa, ticarət sistemi tərəfindən açılış qiyməti müəyyən qiymət addımı səviyyəsində artırılır və ya endirilir. “Qiymət addımı” qiymətli kağızın qiymətinin qaldırılmasının və ya endirilməsinin səviyyəsidir. Ticarət sistemi tərəfindən açılış qiymətinin artırılması və ya endirilməsi sifarişlər toplusunun alqı və satqısı üzrə həcmi balanslaşdırılana qədər davam edir. Qiymət addımı birja tərəfindən səhmlər üzrə həmin ticarət

günündə birja tərəfindən müəyyən edilmiş məbləğ həcmində, istiqrazlar üzrə isə qiymətli kağızın nominal qiymətinin 0.01% həcmində müəyyən edilir.

Birja tərəfindən aparılan ticarət təhlili əsasında qiymət addımına aid yeni qaydalar qəbul edilə bilər. Qəbul edilmiş qərarlar idarə heyəti tərəfindən təsdiqlənir və tezliklə birja üzvlərinə yazılı şəkildə məlumat verilir. Qərar qəbul edildikdən sonra növbəti ticarət günü icrasına başlanılır.

Bir öncəki ticarət gününün bağlanmış qiymətlərinə əsasən qiymətlər spreadi (qiymətlərin artırılması və ya endirilməsi üzrə maksimal hədd aralığı) müəyyən edilir. Bütün növ ticarət sessiyalarında auksion qiymətli sifarişlər və rəqabətli sifarişlərdə təklif olunmuş qiymətlər bu spreddən kənara çıxma bilməz. Ticarət əqdlərinin qiymətlər spreadindən kənara çıxma halı baş verərsə, birja 1 dəqiqədən artıq olmayan fasilə vermək, həmin qiymətli kağızları və ya ümumilikdə ticarəti ləğv etmək, o cümlədən, qiymətlər spreadini dəyişmək hüququna malikdir. Birjanın katirovka vərəqəsində yer almış qiymətli kağızlarla ticarət aparılan zaman, qiymətlər spreadinin göstəricisi istiqrazlar və səhmlər üzrə 20% həcmində müəyyənləşdirilir.

Bütün bu müddət ərzində birjanın müəyyən etdiyi qiymətlər spreadində açılış qiyməti ilə sifarişlərin icrası aparılır. Ticarət sistemi tərəfindən tam və ya natamam icra olunmuş sifarişlər haqqında birja üzvlərinə müvafiq məlumatlar verilir.

Birinci auksionda natamam icra olunmuş və ya heç icra olunmamış sifarişlər “fasiləsiz ticarət”-ə keçirilir. Bu zaman hər bir qiymətli kağız üzrə fasiləsiz ticarət aparılır və onların qəbul edilməsi, ləğvi və ya dəyişdirilməsi, sifarişlərin icrası ticarət sistemi tərəfindən davam etdirilir.

Ticarət gününün ikinci aksionu zamanı da, eynilə, birinci aksionda növbəli həyata keçirilən proseslər təkrarlanır.

Birinci auksionda olan qiymətli kağızların qiyməti bir öncəki ticarət gününün bağlanmış qiymətlərinə əsasən müəyyən edilmiş qiymətlər spreadi aralığında olmalıdır. İkinci auksionda isə qiymətli kağızların qiymətləri birinci auksionun açılış qiymətinə əsasən müəyyən olunmuş qiymətlər spreadi aralığında olmalıdır. Əgər

fasiləsiz ticarətdə qiymətli kağız üzrə auksion keçirilmirsə, bu zaman, müvafiq qiymətli kağızların sifarişi bağlanmış qiyməti əsasında müəyyənləşdirilmiş qiymətlər spredi aralığında olmalıdır.

Hər bir birja üzvü qiymətli kağız üçün qiymət müəyyən edərkən aşağıdakıları nəzərə almalıdır:

- Səhm üzrə sifariş verilərkən, sifarişdə göstərilən qiymət manatla (AZN) qeyd olunmalıdır. Eyni zamanda, göstərilən məbləğ 100 manata tam bölünən qiymət olmalıdır.

- İstiqraz üzrə sifariş verilərkən sifarişdə göstərilən məbləğ müvafiq istiqrazın nominal dəyərini faiz həcmində göstərməlidir. Belə ki, istiqraz qiymətli kağızının qiyməti onun nominal dəyərini faiz həcmi üzvlük kəsri məbləğində hesablanmalıdır.

Qiymətli kağız sifarişinin alqı və ya satqı sifarişi olmasından asılı olmayaraq qiymətin müəyyən edilməsi cəhətdən sifarişlər üç hissəyə ayrılır:

- Auksion qiyməti sifarişi – burada alınan və ya satılan qiymətli kağızların miqdarı göstərməyinə baxmayaraq, qiyməti göstərilir.

Auksion qiyməti sifarişləri digər növ sifarişlərə nəzərən növbə üstünlüyünə malikdir. Belə ki, sifarişlər toplusunda qeydə alınmış auksion sifarişləri arasında növbəlilik qeydiyyat vaxtı əsasında müəyyənləşdirilir.

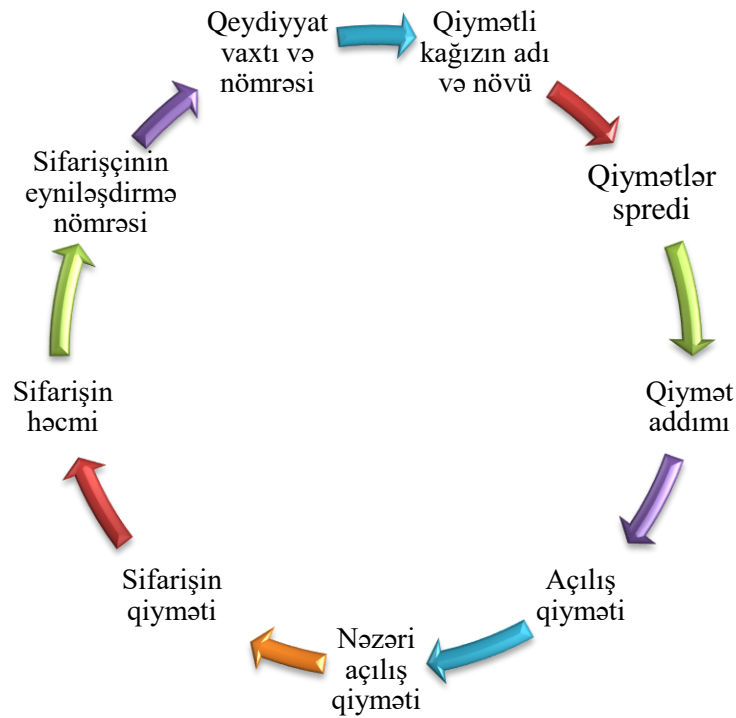
- Rəqabətli sifariş - burada alınan və ya satılan qiymətli kağızların miqdarı ilə yanaşı sifarişlərin maksimal alış qiyməti və minimal satış qiyməti də göstərilir. Bu növ sifarişlər göstərilən alış qiymətindən yuxarı və ya satış qiymətindən aşağı qiymətlə həyata keçirilə bilməz.

Rəqabətli sifarişlərdə növbəlilik qiymət/vaxt prinsiplərinə əsasən müəyyən olunur. Belə ki, sifarişlər toplusunda qeydə alınmış rəqabətli sifarişlərdə eyni qiymət aşkarlanarsa, növbəlilik qeydiyyat vaxtı əsasında müəyyənləşdirilir.

- Birbaşa sifariş – birja üzvü sifarişlər toplusunda qeydə alınmış hər hansı sifarişi birbaşa sifariş etmək hüququna malikdir. Bu zaman sifarişin həcmi və qiyməti əks istiqamətdə olan sifarişin şərtlərinə tam uyğun gəlməlidir.

Bakı Fond Birjasında hər bir qiymətli kağız üzrə ayrıca elektron sifariş toplusu aparılır. Sifariş toplusu alış istiqamətli və ya satış istiqamətli olmaqla iki yərə bölünür. Sifariş toplusu qeyd olunarkən, sonrakı proseslərin düzgün icrası üçün orada aşağıdakı məlumatlar mütləq qeyd olunur:

Şəkil 2.1- Sifarişlər toplusu.



Sifarişlər icra edildikdən sonra Ticarət sistemi hər bir birja üzvünə bu barədə dərhal məlumat verir. Verilən məlumatda ticarəti gerçəkləşmiş qiymətli kağızın qiyməti və miqdarı göstərilir.

Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərdə qeyri-stabillik və manipulyasiya halları Qiymətli kağızlar haqqında Azərbaycan Respublikasının qanununa əsasən tənzimlənir və birja tərəfindən fasiləsiz nəzarət olunur. Qiymətli kağızlar bazarında qiymət qeyri-stabilliyi dedikdə Bakı Fond Birjasının ticarət sessiyalarında müəyyən edilmiş qiymətlər spreadindən kənara çıxma halı nəzərdə tutulur.

Qiymətli kağızlar bazarında manipulyasiya prosesi bir və bir neçə birja üzvünün öz mənafeyinə uyğun şəkildə qiymətli kağızlar bazarının digər peşəkar iştirakçılarının, habelə, investorların, emitentlərin azdırılması məqsədilə və qəsdən yanlış qiymət oriyentirlərinin yaradılmasıdır. Bu zaman, əsasən, cari bazar

şərtlərindən xeyli fərqlənən qiymət şərtləri ilə çox böyük həcmli sifarişlər verilir. Qiymətli kağızlarla manipulyasiyaya müvafiq qiymətli kağızların açılış qiyməti, bağlı qiyməti, habelə, ticarət əqdlərində müəyyən edilmiş qiymətlərin birjanın ümumi qiymət trayektoriyasından kənara çıxması halları aid olunur. Belə hallar aşkar edildikdə dərhal birja komitəsinə məlumat verilir, press-relizdə dərc olunur və qiymətlərlə manipulyasiyaya cəhd etmiş müvafiq birja üzvlərinə cərimə tətbiq olunur və ya birjadan xaric edilir.

2.2 Qiymətli kağızlara edilən yatırımların effektivliyinin təhlili.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının müasir vəziyyətinin və təşkilati səviyyəsinin təhlili zamanı aşağıdakı inkişaf meylləri və xüsusiyyətlər müşahidə olunur:

- Əhəmiyyətli mexanizmlərin və normativ-hüquqi bazanın formalaşması prosesi;
- Dövlət qiymətli kağızları ilə korporativ qiymətli kağızlarının inkişaf səviyyəsi arasında fərqin azaldılmasının təmin olunması;
- Mərkəzi Bankın qısamüddətli notları və Maliyyə nazirliyinin tədavülə buraxdığı dövlət istiqrazları hesabına dövlət qiymətli kağızlarının dövriyyə həcmində inkişaf etməsi;
- Qiymətli kağızlar bazarında səhmlərin həm ilkin, həm də təkrar bazarında zəifliyin müşahidə olunması;
- Qiymətli kağızların likvidlik xüsusiyyətinin zəruri səviyyədə olmaması və onların gəlirliliyinin aşağı olması;
- Bazarda bütün subyektlərin iqtisadi maraqlarının və təkmil rəqabət şəraitinin lazım olan səviyyədə təmin olunmaması;
- Qiymətli kağızlar bazarının aparıcı dünya bazarları ilə sıx əlaqələrinin olmaması.

Yatırım gələcəkdə qənaətbəxş gəlir əldə etmək ümidi ilə vəsaitlərin müəyyən bir müddətə ona aid olmasını tələb edir. Yəni, bugünkü müəyyənlik gələcəkdəki qeyri-müəyyən ümidə dəyişdiriləcəkdir.

Qiymətli kağızlar bazarı tabeliyindən və mülkiyyət formasından asılı olmayaraq hər bir sahə və müəssisə üzrə inkişafı maliyyələşdirən mühüm mənbələrdəndir. Yığımın qiymətli kağızlara investisiya edilməsi, kapitalın çoxaldılması üçün münbit şərait yaradır, investoru inflasiyadan qoruyur və etibarlı dividend gətirir.

Korporativ və dövlət qiymətli kağızlar bazarının alətlərinə edilən yatırımlar bank kreditləri ilə əldə edilən gəlirlərə birbaşa alternativ hesab olunur və ümumi ölkə iqtisadiyyatı üzrə fond bazarının inkişaf səviyyəsini müəyyənləşdirir. Qeyd etmək lazımdır ki, maliyyə sferasının diversifikasiya göstəricisi ümumi ölkə iqtisadiyyatı üzrə diversifikasiyalaşma dərəcəsinin müəyyənləşməsində mühüm rol oynayır. Belə ki, müəssisələrin, xüsusən də, özəl sektorun öz maliyyə kəsrini qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə bağlaması ümumilikdə ölkə iqtisadiyyatının inkişafının, o cümlədən, pul vəsaitlərinin dövriyyəsinin effektivliyini artırır.

Qiymətli kağızlara edilən yatırımları maliyyə kapitalının real kapitala çevrilməməsi kimi də qəbul edə bilərik. Qiymətli kağızlara edilən investisiyalar, həmçinin, onlara yatırılan pulun dəyərinin qorunması, artırılması və ya gəlirlilik xüsusiyyətinin təmin olunması məqsədilə istifadə olunan maliyyə aləti kimi də dəyərləndirilir. Fond sahibləri tərəfindən saxlanılan sərbəst pul kütlələri, yəni yığımlar investisiya hesab olunmur. Çünki, bu qəbildən olan yığımlar inflyasiya nəticəsində heç bir gəlir təmin edə bilmədən öz dəyərinin tamamını itirə bilər. Əgər eyni məbləğdə olan yığım qiymətli kağızlara investisiya edilmiş olarsa, investisiya kimi qəbul edilir və müəyyən mənfəət əldə olunmasını təmin edir.

Qiymətli kağızlara edilən yatırım da gələcəkdə daha çox gəlir əldə etmək ümidi ilə edilir. Məhz buna görə də qiymətli kağızlara edilən investisiyadan əvvəl aşağıdakı 3 sual cavablandırılmalıdır:

1. Hansı qiymətli kağızlara investisiya qoyulmalıdır və ya hansı qiymətli kağız satılmalıdır?

2. Qiymətli kağıza yatırım nə zaman edilmədir və ya qiymətli kağız nə zaman satılmalıdır?

3. Qiymətli kağızların portfel tərkibi necə müəyyənləşdirilməlidir və ya müxtəlif qiymətli dəyərlərin ümumi investisiya içindəki nisbəti necə olmalıdır?

İlk iki sual investisiya və onun düzgün vaxtda edilməsi ilə, üçüncü sual isə portfel idarəsi ilə bağlıdır. Bu sualların həlli qiymətli kağızlar bazarının təhlil edilməsini lazımlı edir. Bu məqsədlə bazarda sıra ilə analizlər aparılır ki, bunlara aşağıdakılar aiddir:

- Əsas analiz
- Texniki analiz
- Təsadüfi gediş nəzəriyyəsi

Səhm qiymətli kağızlarının qiymətləndirilməsi zamanı əsas analiz adlandırdığımız birinci yanaşma səhmlərin qiymətinə təsir edən gəlirlilik, likvidlik, maliyyə quruluşu, paylama kanalları, idarəetmə bacarıqları, rəqabət, sahə üzrə və ümumi iqtisadi inkişafın qiymətləndirilməsi kimi əsas anlayışların və bu faktorların qiymətli kağızlara edilən yatırımlara necə təsir edəcəyinin araşdırılmasına əsaslanır. Beləliklə, əsas analizin nəticələrinə uyğun olaraq səhm qiymətli kağızının qiyməti müəyyən oluna, və daha sonra bu qiymətlə bazar qiyməti müqayisə olunaraq alqı-satqı qərarı verilə bilər.

Şəkil 2.2 – Əsas analizdə istifadə olunan məlumatlar.



Bu məlumatlar həm rəsmi, həm də özəl qaynaqlardan əldə oluna bilər. Rəsmi qaynaqlara Dövlət Statistika Komitəsinin, Maliyyə Nazirliyinin, Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının, Bakı Fond Birjasının və s. dərc etdiyi məlumatları aid edə bilərik. Özəl qaynaqlara isə xüsusi araşdırma şirkətlərinin dərclərindən, müəssisələrin illik fəaliyyət hesabatlarından və s. istifadə olunur.

Əsas analizi son vaxtlarda səhmlərinin qiyməti 2 dəfədən çox ucuzlaşan “Holcim” şirkətinin səhmləri üzərindən araşdıraraq. 2016-cı il sentyabrın 1-də bağlanmış əqd zamanı investorlar “Holcim Azərbaycan”ın 1 səhminə 66,75 manat ödəmişdi. 2017-ci ilin aprelində isə şirkətin səhmi kəskin ucuzlaşaraq 37 manatdan satılmışdı.

İqtisadi analizdə ümumilikdə ölkə iqtisadiyyatının inkişafı araşdırılır. Çünki ayrı-ayrı şirkətlərin müvəffəqiyyətinə ölkə iqtisadiyyatının inkişaf səviyyəsinin təsiri danılmazdır. İqtisadi analiz aparılan zaman əsasən ÜMM, ÜDM, pul tələbi, faiz dərəcələri, pul və maliyyə siyasəti, inflyasiya, işsizlik, sabit investisiya xərcləri və s. göstəricilərindən istifadə olunur. Bu dəyişmələr qiymətli kağızların ticarətinə bilavasitə və ya dolaylı yolla təsirini göstərir. Bütün bunları nəzərə alaraq ümumi iqtisadiyyatdakı dəyişmələrin istiqamətinin əvvəlcədən təxmin edilməsi investorlar üçün böyük əhəmiyyət kəsb edir. Bu göstəricilərdən bəziləri iqtisadi dəyişmələri bir neçə ay öncədən, bəziləri eyni anda, bəziləri isə daha sonra xəbər vermək xüsusiyyətinə malikdir. Əlbəttə ki, ekspertlər üçün daha öncədən xəbər verə bilən göstəricilərdən yararlı bilməkdir.

Təhlil etdiyimiz “Holcim” səhmlərinin qiymətinin ucuzlaşmasına ilk olaraq ümumi respublika üzrə baş vermiş devalvasiya səbəb olmuşdu. İstehsalatı artırmaq məqsədilə yeni soba tikən “Holcim” ASC böyük məbləğdə kredit götürmüş, lakin baş vermiş devalvasiya səbəbi ilə şirkətin borcu və dolayısı ilə zərəri kəskin şəkildə artmışdır. 2016-cı ildə açıqlanan hesabatda şirkətin borcunun 27 milyon manat olduğu görünür.

Bu kimi mənfə proselərdən sonra "Azərbaycan İnvestisiya Şirkəti" 2007-ci ildə əldə etdiyi 10% səhmi sataraq səhmdarlar sırasından çıxmış, Avropa

Yenidənqurma və İnkişaf Bankı (EBRD) Azərbaycanın aparıcı sement istehsalçısı olan “Holcim (Azerbaijan)” ASC-dəki (Qaradağ Sement Zavodu) payını 10%-dən 20%-ə artırmaqdan imtina etmişdir.

Burada, əsas analizin ilkin mərhələsi olan ölkə iqtisadiyyatının şirkətə olan təsirini araşdırdıqda, şirkət səhmlərinin mənfi təsirlə üzləşdiyini təhlil etmiş oluruq.

Əsas analizlərdə ikinci mərhələ sektor analizidir. Firmaların müvəffəqiyyətləri təmsil etdikləri sektorun iqtisadi aktivlik dərəcəsindən asılıdır. Məhz buna görə də, investor üçün hansı sektorun məqsədəuyğun olmasının əvvəlcədən müəyyənləşdirmək üçün iqtisadi analizlə yanaşı sektor analizi də aparılmalıdır. İqtisadi dalğalanmalardan hər sektor eyni dərəcədə təsirlənmir. Bu xüsusiyyətinə görə sektorları aşağıdakı kimi qruplaşdırma bilərik:

- Çox həssas sektorlar (Mədən sənayesi, metallurgiya sənayesi, meşə və meşə məmulatı sənayesi və s.)

- Həssas sektorlar (Avtomobil sənayesi, torpaq və şüşə məhsulları sənayesi və s.)

- Az həssas sektorlar (enegetika, geyim, dəri və dəri məhsulları sənayesi, kağız sənayesi və s.)

- Həssas olmaya sektorlar (qida sənayesi, ictimai xidmət sektoru)

“Holcim” ASC-nin çox həssas sektorlara aid olduğunu nəzərə alınarsa, yuxarıda qeyd olunan iqtisadi dalğalanmadan sonra şirkət kəskin şəkildə mənfi yöndə təsirlənmişdir.

Bu analizin aparılmasındakı əsas məqsəd böyüyən, iqtisadi dalğalanmalara qarşı dayanıqlı və inkişaf mərhələsində olan sektora investisiya etməkdir. Bunun üçün “Holcim” ASC-nin aşağıdakı məlumatları təhlilin aparılması üçün istifadə oluna bilər:

- Gəlirlilik dərəcələri

- Mənfəət payı nisbəti

- İstehsal və satış nisbəti

- İnkişaf dərəcəsi

- İqtisadi dalğalanmalardan təsirlənmə dərəcəsi
- Sektorlar arası rəqabət və s.

2016-cı ildə “Holcim” ASC-nin istehsal üzrə maya dəyəri 47.433.835 AZN, ümumi satış isə 77.943.051 AZN, bu nisbətdə ümumi mənfəət isə 30.510.216 AZN olmuşdur. Şirkətin il üzrə zərəri isə 27.008.144 AZN olmuşdur. Sektor üzrə rəqabətdə “Norm” MMC kimi şirkətlərlə artıq rəqabət apara bilməyən “Holcim” ASC-nin gəlirləri çox aşağı düşmüşdür.

Bir müəssisənin səhmlərinə investisiya etməzdən əvvəl o müəssisənin kapital quruluşunun, fiziki və hüquqi şəxslərə aid sərmayə payının və səhmlərin 10%-indən çoxuna sahib olan ortaqların bilinməsi lazımdır. Bütün bu məlumatlar istifadə edilərək səhm başına olan mənfəət payı illər üzrə bölüşdürülür. Eyni zamanda, firmanın daşdığı toplam risk dərəcəsi də müəyyənləşdirilir və beləliklə, səhmlərin gerçək dəyəri hesablanaraq onlara edilən investisiyaların effektivliyi təhlil olunur.

Beləliklə, “Holcim” ASC-nin göstəriciləri və əsas analizin təkmil nəticələrini nəzərə alaraq, şirkət səhmlərinə edilən yatırımların həm qısamüddətli, həm də uzunmüddətli dövrdə effektiv olmadığı qənaətinə gəlinir.

Texniki analizin məğzi əsas analizdən fərqli olaraq iqtisadiyyat, sənaye və ya firma təhlilləri aparmaqla deyil, əlaqədar qiymətli kağızın qiyməti, habelə, onun bazardakı tələb və təklif tarazlığıdır. Burada əsas önəmli olan qiymətli kağızın bazarda necə performans göstərməsidir. Texniki analizin əsaslandığı bəzi fərziyyələr vardır ki, onlara aşağıdakılar aiddir:

- Qiymətli kağızların bazar qiyməti tələb və təklifə əsasən müəyyən olunur.
- Qiymətli kağızların qiymətinin formalaşmasında digər faktorlarla yanaşı psixoloji faktorun da böyük əhəmiyyəti vardır.
- Bazarda olan kiçik dalğalanmalar nəzərə alınmazsa qiymətlər uzun müddət davam edən müəyyən tendensiyaları təqib edər.
- Tendensiyalarda olan dəyişmələr tələb və təklif əyrisinin sürüşməsi nəticəsində formalaşır.
- Müəyyən qiymət dəyişmələri zaman içində təkrarlanır.

Texniki analitiklər bu fərziyyələri nəzərə almaqla, keçmiş qiymət və əməliyyat həcminə baxaraq istənilən səhm qiymətli kağızı haqqında alqı-satqı qərarı verə, habelə onun gəlirlilik dərəcəsini ölçə bilirlər. Bunun üçün ölkənin etibarlı birjasının, respublikamızda isə Bakı Fond Birjasının təmin etdiyi məlumatlar kifayətdir. Texniki analizdə istifadə olunan üsullara Dow nəzəriyyəsi, qiymət göstəriciləri, miqdar göstəriciləri və digər göstəricilər aid olunur.

1900-cü illərdə ABŞ-da Çarlz Dou səhm qiymətlərinin 3 fərqli tendensiyanın təsiri ilə dəyişdiyi fikrini irəli sürmüşdü. Dounun inkişaf etdirdiyi bu nəzəriyyə texniki analizin ən köhnə üsullarından biridir. Dou nəzəriyyəsinin əsasını üç tendensiya formalaşdırır:

1) İlk tendensiya. Bu trend buğa və ya ayı bazarı olaraq da adlandırılır. Buğa yüksələn bazarı, ayı isə inkişafda geriləyən bazarı təmsil edir. Bu trend ən azı 4 il davam edir.

2) Orta tendensiya. Bu trendlər 2 həftədən başlayaraq 9 aya qədər davam edir. İlk trendin ümumi ortalamasında yaranmış yalnışları aradan qaldırdığı üçün düzətmələr olaraq da adlandırıla bilər.

3) Son tendensiya. Günlük sadə qiymət dalğalanmalarıdır. Dou nəzəriyyəsinə əsasən bu trend gərəksizdir lakin ilk və orta trendlərin formalaşdırılması üçün bu dalğalanmalar nəzərə alınmalıdır.

Bu nəzəriyyənin məqsədi fond bazarının tendensiyasını ümumi iş dünyasının meyli ilə əlaqələndirmək, qısamüddətli qiymət hərəkətlərinə məhəl qoymayaraq qiymətli kağızlar bazarının ümumi istiqamətini proqnozlaşdırmağa çalışmaq və bunun nəticəsində doğru zamanda tendensiyanın doğru tərəfində olmaqdır. Bazarda ümumi qiymət yüksəlişi olduğu zaman mütləq qiymət dalğalanmaları olacaqdır lakin bu müddətdə qiymətlərdə olan hər hansı kiçik enmələrdən sonra səhm qiymətləri sonuncu ən yüksək qiymətdən də yuxarı qalxır və ya əksinə. Məhz buna görə də bu nəzəriyyə sərmayəçilərə qısamüddətli qiymət qalxmalarına və enmələrinə fikir verməyərək doğru zamanda alqı-satqı proseslərini icra etməyi məsləhət görür.

Həm tək-tək səhmlərə, həm də bir qrup səhm və ya portfelə edilən yatırımın effektivliyinin təhlili zamanı analitiklərin tez-tez müraciət etdikləri dəyişənlərdən biri də qiymət və miqdar göstəriciləridir. Müraciət olunan qiymət göstəricilərinə, əsasən, “artan-azalan xətt”, “ən aktiv səhmlərin siyahısı”, “yeni yüksələn və düşənlər” aid olunur.

Artan-azalan xətt göstəricisi: Sadəcə birja indekslərinə baxılaraq hər zaman doğru informasiya alınmaya bilər. Bəzən qiymətli kağızlar bazarında az sayda səhmin qiyməti qalxıb, böyük hissəsinin qiymətinin sabit qalmasına baxmayaraq birja indeksləri yüksələ bilər. Bu problemin həlli üçün qiymətləri artan və ya azalan səhmlərin sayı əsas götürülərək bəzi göstəricilər əldə edilir və bu göstəricilərlə ümumi indekslər arasındakı əlaqə qurulur. Hər gün qiyməti qalxan səhmlərin sayı ilə qiyməti azalan səhmlərin sayı arasındakı fərq tapılaraq bir əvvəlki günün məcmu fərfinə əlavə olunur və bununla da “artan-azalan xətt” göstəricisi əldə edilir. Aralarında əlaqə olduğundan artan-azalan xətt göstəricisi və ümumi bazar indeksi eyni istiqamətli olur.

Yeni yüksələn və düşənlər göstəricisi: Yüksələn birjalarda qiymətləri yeni artmış səhmlərin sayı çoxalır, qiymətləri yeni düşmüş səhmlərin sayı isə müvafiq olaraq azalır. Düşən birjalarda da bu qayda aktualdır. Bu yolla əldə edilən göstəricilərin birja indeksindən fərqlənməsi qiymətlərin dəyişəcəyinə siqnal kimi qəbul edilir.

Ən aktiv səhmlərin siyahısı: Birjada hər həftə ən aktiv səhmlərin siyahısı açıqlanır. Ayrı-ayrılıqda qiymətləndirildikdə hər həftə dərc olunan və ümumi fəaliyyətin yalnız 1%-ini tutan bu siyahı ilk olaraq önəmsiz görünsə də bütün həftələrin siyahısı birləşdikdə investorlar üçün çox önəmli göstəricilər əmələ gəlir.

Miqdar göstəriciləri arasında ən çox istifadə olunanlar - birjada əməliyyat həcmi, kiçik əməliyyat həcmi, qısa satış və etibarlılıq indeksidir.

Birjada əməliyyat həcmi: Texniki analitiklər birjanın əməliyyat həcmi ilə qiymət hərəkətləri arasında əlaqə qurur və əməliyyat həcmindəki dəyişmələrin qiymətlərə təsir edən önəmli göstərici olduğu fikrini irəli sürürlər. Bu göstəriciyə

əsasən alış və satış miqdarı səhmlərin ərz və tələblərinin bir funksiyasıdır. Birjada əməliyyat həcmi müvafiq olaraq qiymətlər artdığı halda artar, qiymətlər düşdüüyü halda isə azalar. Ancaq əməliyyat həcmində olan dəyişmələr qiymətlərdəki dəyişimlərdən daha öncə baş verir. Yüksələn birjada qiymətlər düşməmişdən həmən öncə əməliyyat həcmi azalmağa başlayır. Əməliyyatlarda olan bu azalma qiymətlərin də düşəcəyinə dair xəbərdarlıq kimi qiymətləndirilir. Buna mütənasib olaraq, geriləyən birjada qiymətlər artmamışdan həmən öncə əməliyyat həcmi artmağa başlayır. Beləliklə, alış və satış göstəricilərinə əsasən, həm birja, həm də ayrı ayrılıqda qiymətli kağızlar üçün ticarət qərarları alına bilər.

Kiçik miqdarda əməliyyat həcmi: Texniki analitiklər kiçik miqdarlardakı əməliyyat həcminə baxaraq səhmlərin düzgün alqı-satqı zamanını müəyyənləşdirə bilərlər. Burada kiçik əməliyyat dedikdə bir lotda göstərilən əməliyyatlar nəzərdə tutulur. Standart lot bir sifarişdə göstərilən minimal qiymətli kağız sayıdır.

Birja ilə maraqlanan yeni bazar iştirakçısı qiymətlər çox yüksəlmədən alış, qiymətlər çox azalmadan da satış etmər. Beləliklə, kiçik sərmayəçi rəasional davranmaq əvəzinə emosional davranmış olur və lazım olanın tam əksini edir. Kiçik investor qiymətlər artmağa başladığıda birjaya güvənmir və laqeyd qalır və qiymət artımları davam etdikdə onların daha da yüksələcəyinə inanıb qiymətli kağıza investisiya qoyur. Əslində isə kiçik investor həmin qiymətli kağızı qiymətlərin ən yüksək olduğu nöqtədə almışdır. Qiymətlər düşməyə başladığında o, daha böyük itkilərə məruz qalacağını proqnozlaşdırma bilmir və qiymət azalmalarına qarşı dirənilir. Beləliklə, qiymətlər ən alt səviyyəyə çatdığıda həmən qiymətli kağızı satır. Məhz bu zaman təcrübəli və uzaqgörən birja eksperti çox ucuz qiymətdən həmin qiymətli kağızı alır.

Texniki analitiklər kiçik satışlar/kiçik alışlar nisbətini alqı-satqı proseslərinin zaman göstərici olaraq istifadə edirlər. Əgər bu nisbət 100%-dən yuxarı olarsa kiçik investor aldığından daha çox satış edir, bu səbəblə satılan qiymətli kağızın alınması üçün ən doğru zamandır. Bu nisbətin 100%-dən aşağı olması isə satış zamanını işarə edir.

Qısa satış (short sales): Qısa satış yaxın zamanda qiymətinin düşəcəyi proqnozlaşdırılan qiymətli kağızın bugündən satılması əməliyyatıdır. Qiymətlər düşdüyündə isə həmin qiymətli kağız yenidən satın alınaraq gəlir əldə edilmiş olunur və brokerə olan borc ödənilir. Qısa satışlar artdıqda bu əməliyyatı həyata keçirmiş sərmayəçilər müvafiq qiymətli kağızları alaraq borclarını ödəməlidirlər. Beləliklə, həmin qiymətli kağızlara olan tələb və dolayısıyla qiyməti yüksələcəkdir. Burada, texniki analitiklər qısa satış əməliyyatlarının miqdarının artmasının qiymətlərin yüksələcəyinə işarə kimi qiymətləndirirlər.

Eibarlılıq indeksi: Bu indeks qiymətli kağızların keyfiyyət göstəricisidir. İndeks aşağıdakı kimi hesablanır:

$$Eİ = \frac{\text{Keyfiyyətli qiymətli kağızların gəliri}}{\text{Aşağı keyfiyyətli qiymətli kağızların gəliri}}$$

Adətən aşağı və orta keyfiyyətli qiymətli kağızların gəlirliliyi daha yüksək olduğundan bu nisbət 1-dən aşağı olur. İqtisadiyyatda canlanma baş verdikdə sərmayəçilər daha çox gəlir əldə etmək məqsədilə aşağı keyfiyyətli qiymətli kağızlara tələbatı artırır. Tələbatın artımı qiymətli kağızların gəlirini aşağı salır və etibarlılıq indeksi 1-ə yaxınlaşır. Əks halda isə indeksin dəyəri daha da düşür.

Effektiv bazar nəzəriyyəsi və təsadüfi gediş. Əsas analiz tərəfdarları ümumilikdə iqtisadiyyatı və ayrı-ayrı sektorları araşdıraraq qiymətli kağızlardan gələcəkdə əldə olunacaq bütün gəlirləri bugünə diskontlaşdıraraq bu qiymətli kağızların həqiqi dəyərini tapırlar. Texniki analitiklər isə əsas analizə qarşıdır. Onlar qiymətli kağızların keçmişdəki qiymət hərəkətlərini təhlil edərək gələcəkdəki qiymət hərəkətlərini təxmin etmək fikrini müdafiə edirlər.

1953-cü ildə Mauris Kendal apardığı tədqiqatlar nəticəsində qiymətli kağızların qiymət hərəkətlərinin təxmin edilməsinin mümkün olmadığını və qiymət dəyişmələrinin tamamilə təsadüfi olduğu fikrini irəli sürmüşdür. Daha sonra bu mövzuda genişləndirilən araşdırmalar qiymət hərəkətlərinin təsadüfililiyinin bazarın rasionallıq funksiyasından deyil, effektivliyindən qaynaqlandığını göstərir.

Təsadüfi gediş nəzəriyyəsinin tərəfdarları texniki analizə qarşıdır. Onlar qiymət dəyişmələrinin yaddaşının olmadığını, gələcəyin təxmin edilməsi üçün keçmişin istifadə olunması fikrinin absurd olduğunu müdafiə edirlər. Bu nəzəriyyəyə görə qiymətli kağızların qiymət dəyişmələri bir-biri ilə əlaqəsizdir. Məhz bu səbəblə, keçmiş qiymət hərəkətlərinin gələcək qiymətin müəyyən olunmasında istifadəsi mənasızdır.

Bu nəzəriyyənin əsas analizdən fərqi isə qiymətli kağızın tək bir həqiqi dəyərinin olmaması fikrini müdafiə etməsidir. Bir-birindən fərqli üsullardan, məlumatlardan istifadə edən müxtəlif analitiklər müxtəlif həqiqi dəyərlər hesablaya bilirlər.

Təsadüfi gediş nəzəriyyəsinin aktual olması üçün qiymətli kağızlar bazarının effektiv olması zəruridir. Maliyyə bazarının effektiv olması üçün 3 şərt vacibdir: resursların ən effektiv şəkildə bölüşdürülərək istifadəsi, resursların ən minimal xərclə transferini həyata keçirmək və bazar qiymətlərinin bütün məlumatları əks etdirməsi baxımından informasiya fəaliyyəti.

Qiymətli kağızlar bazarının effektiv ola bilməsi üçün aşağıdakı xüsusiyyətləri özündə əks etdirməsi zəruridir:

- Bazara çox sayda yeni daxil olanlar var və onlardan heç biri bazara təsir edə biləcək paya sahib deyildir.

- Bazarda likvidlik yüksək, alqı-satqı proseslərinin xərcləri isə aşağıdır. Bununla da qiymətli kağızlar istənilən qiymət dəyişmələrinə asanlıqla uyğunlaşa bilirlər.

- Bazarların təşkilatı quruluşu xeyli inkişaf etmişdir və tənzimləyici qaydalar bazarların balanslı işini təmin etməkdədir.

- Qiymətli kağızlarla bağlı məlumatlar çox aşağı maliyyətlə əldə oluna bilər, iqtisadi, siyasi və sosial dəyişikliklər tezliklə bazara yayılır.

Burada ən önəmli xüsusiyyət informasiya baxımından effektivliyin təmin olunmasıdır. Qiymətli kağızlar bazarının effektivliyi istənilən qiymətli kağız haqqında olan məlumatın onun qiymətinə təsir etməsindədir. Başqa sözlə desək,

effektiv bazar bütün məlumat və xəbərləri dərhal subyektlərinə çatdıran bazardır. İnformasiyaları onların aid olduğu zaman və mövcudluğu baxımından üç qrupa ayıra bilərik:

- Keçmiş zamana aid məlumatlar
- İctimaiyyətə açıqlanan məlumatlar (keçmiş məlumatlar da bura daxildir)
- Firmaya aid bütün daxili məlumatlar.

Bu məlumatların bir qisminin və ya hamısının qiymətli kağızların qiymətinə təsir etməsinə görə bazarların effektivlik dərəcəsi ölçülür. Bu baxımdan, bazarın effektivliyi, güclü, zəif, orta olmaqla 3 dərəcədə ölçülür:

- Zəif effektivlik dərəcəsi (Weak-form hypothesis). Bu nəzəriyyəyə görə qiymətli kağız haqqında olan bütün keçmiş məlumatlar onun bazar qiymətinə təsir edir. Buna görə də keçmiş qiymət məlumatları ictimaiyyətə açıqdır və ödənişsiz şəkildə əldə edilir. Bu məlumatlar qiymətli kağızların gələcək fəaliyyətinin göstəricisidirsə, bütün investorlar bu siqnalları eyni istiqamətdə qiymətləndirəcəklər və nəticədə bu siqnallar investorlar üçün çox dəyərli olmayacaq.

Birjanın zəif formada aktiv olması halında, heç bir investor keçmiş qiymət məlumatları, əməliyyat həcmi və ictimaiyyətə ödənişsiz təqdim edilən oxşar məlumatlar vasitəsilə bazarda üstünlük əldə edə bilməz.

- Orta güclü effektivlik dərəcəsi (Semi strong-form hypothesis): firmanın gələcəyi ilə bağlı ictimaiyyətə açıq olan bütün məlumatlar qiymətli kağız qiymətinə öz təsirini göstərir. Bu məlumatlara keçmiş qiymət dəyişmələrini, firmanın məhsulları ilə əlaqəli əsas məlumatları, idarəetmənin keyfiyyətini, balans hesabatını, gəlirlər haqqında proqnozlarını və s. aid edə bilərik. Beləliklə heç bir investor ictimaiyyətə açıq olan bu məlumatlardan istifadə edərək bazarda üstünlük əldə edə bilməz.

- Güclü effektivlik dərəcəsi (Strong-form hypothesis): Qiymətli kağızların qiymətlərinin daxili məlumatlar da daxil olmaqla firmaya aid bütün məlumatları özündə əks etdirdiyi fikrini müdafiə edir. Daxili məlumatların qiymətlərdə əks olunması bu məlumatlardan istifadə edərək bazarda üstünlük əldə etməyin mümkün

olmadığı mənasına gəlir. Dünyanın bir çox birjalrı və Bakı Fond Birjası daxili məlumatlardan istifadənin qarşısını almaq üçün bir çox hüquqi yollara üz tutur.

Bazara təsir dərəcəsinə görə güclü effektivliyin olması ehtimalı demək olar ki, olmadığından daha çox orta güclü və zəif effektivlik dərəcələrinə rast gəlinir.

Qiymətli kağızlara edilən investisiyalar müəssisə və ölkə miqyasında effektivliyi və səmərəliliyi artırır ki, buna aşağıdakıları misal göstərə bilərik:

- Sərbəst vəsaitlərin qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə investisiya proseslərinə cəlb edir;

- Qiymətli kağızlara edilən yatırımlar kapitalın ayrı-ayrı sahələr arasında dövriyyəsinə təmin etməklə bu sahələrin inkişafını sürətləndirir;

- Dövlət büdcəsində yaranan kəsrin və xərclərin aradan qaldırılmasını təmin edir;

- İstehsalın idarə olunmasında əhalinin iştirakı üçün şərait yaradır;

- Dövriyyədə olan aktivlərin bazar qiymətlərinin müəyyənlişməsinə imkan yaradır;

- Qiymətli kağızlara edilən yatırımların ümumi göstəriciləri əsasında ölkə iqtisadiyyatının qiymətləndirilməsinə şərait yaradır;

- İnflyasiya proseslərinin tempinə birbaşa təsir göstərir;

- Kapitalın fond sahibindən fond kəsiri olan tərəfə hərəkəti zamanı yaranan xərcləri minimuma endirir;

Qiymətli kağızlara edilən yatırımlar şəxsi yığımların səmərəli idarə olunaraq uzunmüddətli kapital qoyuluşuna çevrilməsinə münbit şərait yaradır. Həmçinin, bunun sayəsində birjada səhmləri yüksək qiymətləndirilmiş firmalar yenidən bölüşdürmə hesabına istehsalın genişləndirilməsinin maliyyələşdirilməsinə nail ola bilərlər.

Bundan əlavə, qiymətli kağızlar bazarı və qiymətli kağızlara edilən investisiyalar mühüm antiinflyasiya tədbirlərindən hesab olunur. Dövr edən pul kütləsinin artması inflyasiyanı yaradan səbəblərdəndir. İnflyasiya prosesləri və qiymətli kağızlar bazarı qarşılıqlı əlaqədədirlər. Belə ki, investorlar tərəfindən

sərbəst kapitalın şəxsi istehlaka deyil, məhz qiymətli kağızlar bazarında investisiya proseslərinə yönəldilməsi inflyasiyanın qarşısını ala bilər. Dövlət qiymətli kağızlarının antiinflyasiya məqsədli proseslərdə rolu müstəsnaqdır. Dövrüyyədə olan dövlət və korporativ qiymətli kağızları absorbent rolunu oynayaraq pul kütləsini investisiya proseslərinə yönəldir. Bu isə inflyasiyanın qarşısının alınmasında mühüm rol oynayır.

Məlumdur ki, indilərdə qiymətli kağızlar bazarının ümumi dövriyyəsinin əsas hissəsini dövlət qiymətli kağızları tutur. Son illərdə baş vermiş devalvasiya proseslərindən sonra bu hal daha da aktual olmuşdur və dövlətin büdcə və ya pul siyasəti ilə əlaqəlidir. Sahə ekspertləri qısa müddət ərzində korporativ qiymətli kağızlar bazarında pozitiv yönlü artımın olacağı qənaətinədəirlər. Bu artım müvafiq olaraq, investisiya şirkətlərinin təklif etdiyi xidmətlərə tələbin artmasına da öz təsirini göstərəcəkdir.

Bunu da qeyd etmək lazımdır ki, rəqabətli bazarın təmin olunması üçün korporativ alətlər bütün investisiya şirkətləri arasında eyni səviyyədə bölüşdürülməlidir.

2.3 Qiymətli kağızların qiymətləri ilə gəlirliliyinin qarşılıqlı əlaqəsinin təhlili.

Hər bir qiymətli kağız nominal qiymətə malikdir. Məhz buna görə də müvafiq miqdarda real kapitalı ifadə edirlər. Qiymətli kağızların emissiya qiyməti onların nominal qiymətindən kifayət qədər fərqləndiyindən, gəlirlilik səviyyələri də müxtəlif olur. Bildiyimiz kimi qiymətli kağızın gəlirliliyi dedikdə sərmayəçinin etdiyi yatırımdan əldə etdiyi illik gəlir nəzərdə tutulur.

Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında ticarət qiymətli kağızların qiymətlərinin kompleks tətbiqi ilə aparılır. Burada bazar və emissiya qiymətləri fərqləndirilir. Emissiya qiyməti qiymətli kağızın ilkin bazarda təklif olunduğu qiymətdir. Bu qiymət müvafiq qiymətli kağızın gəlirliliyi və faiz dərəcəsinin səviyyəsi ilə müəyyənləşdirilir. Qiymətli kağızların bazar qiyməti isə onun təkrar

bazardakı qiymətidir. Bazar qiyməti onlara olan tələb və təklif səviyyəsinə əsasən müəyyənləşdirilir.

Cədvəl 2.2 - BFB-da əməliyyatı aparılan bəzi qiymətli kağızlar.

Emitent	Qiymətli kağızın növü	Alış qiyməti (AzN)	Satış qiyməti (AzN)	Qiymətli kağızın Ümumi gəlirliliyi	Qiymətli kağızın ödəniş tarixi	Faiz ödəniş dövrünün müddəti
"Holcim Azərbaycan" ASC	Səhm	53.40	56.07	-	-	-
Cənubtikintiservis ASC	Səhm	20.00	21.00		-	
Bakı ixtisaslaşdırılmış mexanizasiya-7 ASC	Səhm	2.20	2.31		-	
Bakı Tikinti materialları ASC	Səhm	2.20	2.31		-	
Bakıinşaatsənaye ASC	Səhm	2.20	2.31		-	
AZENCO ASC	Səhm	2.20	2.31		-	

Sumqayıt Çörək ASC	Səhm	2.20	2.31		-	
Savalan ASC	Səhm	2.40	2.52		-	
Avro-Asiya inşaat Korporasiyası EVRASCON ASC	Səhm	16.00	16.80		-	
Dərnəgülsənayetikinti ASC	Səhm	2.20	2.31		-	
"SOCAR"	İstiqraz	1000.45	1015	5%	10/17/2021	3 ay
"Unibank" ASC	İstiqraz	899.34	1009.83	14.5%	01.05.2018	3 ay
Bakcell" MMC	İstiqraz	862.73	955.83	13.5%	01.12.2017	3 ay
"Unibank" ASC	İstiqraz	981.98	1002.00	11.5%	01.12.2016	3 ay

Məlumdur ki, qiymətli kağızların ilkin bazar qiyməti ilə təkrar bazar qiymətləri müxtəlif səviyyələrdə fərqlənir. Buna misal olaraq 2016-cı ilə a çıxarılmış "SOCAR" şirkətinin istiqrazlarını göstərə bilərik. Bu istiqrazın nominal dəyəri 1000 dollar, məcmu nominal dəyəri isə 100 mln. dollardır. İllik faizi 5% olan və 3 aydan bir kupon ödənişləri edilən "SOCAR" istiqrazlarının risk səviyyəsi aşağı, likvidliyi isə yüksək olduğundan ilkin bazarda çox tez satıldı. Təkrar bazarda istiqraz sahibləri tərəfindən yüksək qiymətə satılmağa başlayan "SOCAR" istiqrazlarının hazırkı

qiyməti 1002.9 dollar, illik faizi isə 4.86%-dir. Təkrar bazarda satışlar zamanı artan komissiya xərcləri, o cümlədən, nominal dəyərindən baha qiymətə satılması bu istiqrazların effektiv gəlirliliyini aşağı salır.

Cədvəl 2.3; 2.4 - “SOCAR” istiqrazları ilə əməliyyatlar və təkrar bazar.

2017-ci ildə SOCAR İstiqrazları ilə əməliyyatlar	
Ticarət olmuş istiqrazların sayı :	89 230
Həcmi :	\$ 89 535 626

2017-ci ildə istiqraz təkrar bazarı (ipoteka istiqrazı xaric)		
SOCAR	\$ 89 535 626	66,8%
digər Korporativ	\$ 16 972 518	12,6%
Dövlət	\$ 27 516 320	20,6%
Cəmi:	\$ 134 024 464	100%

İkinci (təkrar) qiymətli kağızlar bazarının mövcudluğu ilkin bazarın inkişafına şərait yaradır və bütövlükdə qiymətli kağızlara olan tələbi artırır.

Yuxarıdakı misalda gördüyümüz kimi qiymətli kağızların qiymət dəyişimləri onların gəlirlilikləri ilə birbaşa bağlı olan faiz dərəcələrinə də təsir göstərir. Əgər faiz dərəcələri davamlı olaraq artarsa, qiymətli kağız sahiblərinin əlindəki müvafiq qiymətli kağızların təkrar bazarlarda dəyəri düşər. Buna görə də yatırımcı əlində olan qiymətli kağızı vədə sonu gəlmədən satmaq istədiyində zərərə uğrayar. Ancaq qiymətli kağızın vədəsinin sonlanmağını gözləyərsə, etdiyi sərmayəni qiymətli kağızın nominal dəyəri olaraq geri alar. Belə olan halda birjada faiz dərəcələrinin hansı səviyyədə olmasından asılı olmayaraq əlindəki qiymətli kağızın gəliri onu alarkən vəd edilən faiz dərəcəsinə bərabər olur.

Faiz dərəcələrinin düşməsi halında isə birjaya görə daha yüksək gəlir vəd edən mövcud qiymətli kağızın qiyməti artacaqdır. Belə olan halda qiymətli kağızın vədəsinin bitməsini gözləmədən onu təkrar bazarda satmaq istəyən sərmayəçi faizlər düşdükcə qiymətli kağızın qiyməti qalxacağı üçün gəlir əldə edəcəkdir.

Fond cədvəllərində hər hansı dividendin səhm qiyməti və faiz nisbəti gəlirliliyin göstəricisi hesab olunur. Gəlir məqsədli sərmayəçilər üçün bu çox vacib faktordur. Gəlir illik dividend həcmnin səhmin hazırki qiymətinə bölünərək hesablandığından, fond cədvəllərində səhmlər üzrə gəlirlilik dərəcələri hər gün dəyişir.

Qiymətli kağızlar bazarında faiz və dividendlər vasitəsilə əldə olunan gəlirlərdən əlavə qiymətli kağızları daha yuxarı qiymətdən sataraq mənfəət əldə etmək imkanı da vardır. Bununla yanaşı, qiymətli kağızlar bazarının təmin etdiyi imkanlarla xarici bazarlara çıxış əldə edərək gəlir əldə etmək də mümkündür.

İxtisaslı ekspertlər istənilən növ investisiya qoyuluşundan öncə onun gəlirlilik səviyyəsini təhlil edirlər. Məsələn, hər hansı obyektə satın alaraq icarəyə verdikdə il ərzində 2-5%, valyuta kurslarını izləyərək 1-2%, bankda faiz dərəcəsi ilə əmanət qoyaraq isə 8-9% mənfəət əldə edir. Bu variantların əvəzinə qiymətli kağızlara investisiya edərək daha çox gəlir əldə etmək mümkündür. Belə ki, Azərbaycan Dövlət Maliyyə Nazirliyinin tədavi ilə buraxdığı qısamüddətli dövlət istiqrazları bir neçə il öncəyə qədər 13-16% gəlir vəd edirdi. Hal-hazırda bu dərəcə 8-10%-ə enib, digər misallara nəzərən gəlir səviyyəsinin yüksəkliyi sabitdir.

Əlavə olaraq qeyd etmək lazımdır ki, bu istiqrazların gəlir səviyyəsi hələ onların hərracı zamanı məlum olur. Bu qiymətli kağızlara olan tələb və təklifin həcminə əsasən, gəlirlilikləri də müxtəlif olur.

Səhm investisiyalarının təhlili zamanı qiymət/gəlirlilik nisbəti çox böyük əhəmiyyətə malikdir. Bundan əlavə, bu göstərici müəssisənin qiymətləndirilməsi zamanı istifadə olunur və adətən, bu nisbətin nəticəsi səhm qiymətləri ilə yanaşı məlumat verilir. Qiymət/gəlirlilik nisbətinin müəyyən olunmasında əsas məqsəd şirkətin əməliyyatlar nəticəsində əldə etdiyi gəlirlə səhm qiymətləri arasında əlaqənin yaradılmasıdır.

Səhm üzrə gəlir dedikdə, şirkətin əldə etdiyi məcmu qazanc ilə döriyyəyə buraxılmış səhmlərin ümumi miqdarının nisbəti nəzərdə tutulur. Bu göstərici Q/G kimi işarə olunur və şirkətin öz səhmlərinin qiyməti ilə əvvəlki iş ilində əldə etdiyi

gəlirin nisbəti kimi hesablanır. Qiymət/gəlirlilik nisbəti səhmin qiymətinin həmin səhm üzrə düşən gəlirə bölünməsi ilə hesablanır. Bu nisbətə yüksək olması şirkətin ən son əldə etdiyi mənfəətə nəzərən səhmlərin qiymətinin baha olmasını ifadə edir. Buna iki faktor səbəb ola bilər; ya iqtisadçılar gələcəkdə bu şirkətin mənfəətinin artacağına ümid edir və ya səhm qiymətləri onların real dəyərlərindən daha bahadır. Bunun əksinə olaraq Q/G nisbətənin aşağı olması şirkətin ən son əldə etdiyi mənfəətə nəzərən səhmlərin qiymətinin ucuz olmasını ifadə edir. Buna yenə iki faktor səbəb ola bilər; ya iqtisadçılar gələcəkdə bu şirkətin mənfəətinin azalacağını proqnozlaşdırır və ya səhm qiymətləri onların real dəyərlərindən daha ucuzdur.

Bir qayda olaraq, qiymət/gəlirlilik nisbəti nə qədər yüksək olarsa, bu müvafiq səhm üzrə proqnozların müsbət olmayacağını və riskin böyük olduğunu ifadə edir. Qiymət/gəlirlilik nisbəti aşağı olduğu halda isə etibarlı və təhlükəsiz hesab olunur.

Məsələn, Bakı Fond Birjasında realizə olunan “Cənubtikintiservis” ASC-nin səhmlərinin nominal dəyəri 2 AZN olsa da onlar 12,5 dəfə baha, yəni, 25 AZN-dən “əl dəyişdirir”. Ötən ilin yekununda öz səhmdarlarına 10.56 AZN dividend ödəyən şirkət səhmlərinə maraq artır. Qiymətli kağızlar bazarı üzrə mütəxəssislər isə bu qənaətdədir ki, “Cənubtikintiservis”-in ödədiyi illik dividendin məbləği, aktivlərinin strukturu və səhmlərin likvidliyi nəzərə alınarsa, onların qiyməti 70-80 manatdan aşağı olmamalıdır. Hal-hazırda qiymət/gəlirlilik nisbəti 0.18 olan “Cənubtikintiservis” ASC-nin səhmlərinin aşağı olması yuxarıda qeyd etdiyimiz qanunauyğunluğa əsasən, həqiqi dəyərlərindən daha ucuz satıldığı qənaətinə gələ bilərik.

Bir çox hallarda bazarda öz sözünü demiş, yüksək gəlirli şirkətlərin səhmləri rəğbət görür. Belə ki, investorlar bu şirkətlərin gələcəkdə potensial qazancının artacağını və buna uyğun olaraq da aldıkları səhmə görə qanəddici gəlir əldə edəcəklərini düşünürlər. Belə olan halda onlar bu şirkətlərin səhmlərinə həqiqi dəyərlərinə nəzərən yüksək məbləğ ödəməyə razı olurlar ki, bu da səhm qiymətli kağızlarının qiymətini artırır. Bu uyğunluq ilə əlaqəli əsas potensial təhlükə yüksək gəlir proqnozlaşdırılan həmin şirkətin gözlənilən nəticəni əldə etməməsi və bununla

da şirkət səhmlərinin qiymətinin aşağı düşməsidir. Buna misal olaraq, bir neçə il öncə səhm bazarında yüksək rəğbət qazanmış “Holcim” şirkətinin səhmlərini göstərə bilərik. 2007-ci ildə əvvəlki “Qaradağ Sement Zavodu” beynəlxalq “Holcim” şirkətinin bir hissəsinə çevrildi və bu birləşmə səhm qiymətlərinə müsbət mənada təsir etdi. Lakin son illərdə “Holcim” şirkətinin illik hesabatları ardıcıl olaraq zərərlə bağlaması şirkət səhmlərini 2 dəfə ucuzlaşdırmış və kiçik səhm sahiblərinin ilin sonuunda dividend almasını çətinləşdirmişdi.

Birja əməliyyatları aparılarkən 2 növ qiymət/gəlir nisbətindən istifadə olunur:

- Cari Q/G: burada son 12 ayda əldə olunan mənfəət, habelə, əldə olunan dəqiq məlumatlardan istifadə olunur. Bu səbəbdən də cari Q/G nisbəti daha çox istifadə olunur.

- Gələcək Q/G: bu nisbət gələcək 12 ayda əldə olunması gözlənilən gəlirə əsaslanır. Proqnozlardan istifadə olunduğuna görə gələcək Q/G nisbəti qeyri-dəqiq hesab olunur və investorlar tərəfindən az-az istifadə olunur.

Q/G nisbəti vasitəsilə qiymətli kağızların aşağıdakı xüsusiyyətlərini aydınlaşdırmaq mümkündür:

- Hər hansı səhmin Q/G nisbəti həmin səhmin mənsub olduğu sahənin profilinə uyğun olaraq, qəbul edilmiş normalar əsasında müəyyənləşdirilir. Məsələn, hər hansı bir səhm elektroenergetika sahəsinə mənsubdursa burada maksimum Q/G nisbəti 9-14 arasında dəyişə bilər. Bu sahəyə məxsus səhmlərdə Q/G nisbəti 30 olarsa, bu, hər hansı nüansın düzgün olmadığını göstəricisidir.

- Şirkətin Q/G nisbətini bazar göstəriciləri ilə müqayisə edərkən “Nasdaq”, “Standart and Poor’s” (S&P 500), “Dow Jones” indeksləri əsas götürülür.

- Səhm qiymətlərini və şirkətin fəaliyyətini təhlil etmək üçün cari və bir öncəki ilin Q/G nisbəti müqayisə olunur.

Qiymətli kağızların qiymətləri ilə gəlirliliyi nisbəti həm də şirkətlərin performanslarını müqayisə etmək üçün istifadə olunan üsullardan biridir. Qiymət/gəlirlilik nisbəti müxtəlif seqmentlər üzrə fərqli göstəricilər ilə nəticələne bilər. Məhz buna görə də müqayisə apararkən investorlar eyni seqmentdə fəaliyyət

göstərən şirkətlərin səhmlərini nəzərə almalıdırlar. Çünki hər bir sektorun öz dinamikası və gəlirlilik nisbəti vardır. Performans göstəricisi olan qiymət/gəlirlilik nisbəti müvafiq şirkətin fəaliyyət göstərdiyi sektordakı digər şirkətlərlə və ya həmin sektorun ortalama qiyməti ilə müqayisə olunmalıdır. Bu performans dəyərləndirilməsi investora sürətli qərar vermək üçün yolgöstərən rolunu oynayır. Qiymətli kağızların dəyərləndirilməsi zamanı istifadə olunacaq uyğun qiymət/gəlirlilik nisbəti müəyyən olunduqdan sonra investor həmin dövr sonu təxmini qiymət ilə cari bazar qiymətini müqayisə edərək qiymətli kağızın qiymətinin həqiqi dəyərin üstündə və ya altında bir qiymətdən satıldığını görəcək və beləliklə, satma, alma və ya əldə saxlama qərarı verəcəkdir.

FƏSİL 3. AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINDA QIYMƏTLƏRİN FORMALAŞMASI MEXANİZMINİN TƏKMİLLƏŞDİRİLMƏSİ.

3.1 Qiymətli kağızlar bazarının mükəmməlləşdirilməsi və qiymət mexanizminin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri.

Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarı kifayət qədər “cavan” olduğundan, bir sıra inkişaf yollarının izlənilməsi zəruridir. Son illərdə respublika prezidentinin qəbul etdiyi fərman və inkişaf strategiyaları bu qəbildəndir. Aparılan bir çox tədbirlərlə yanaşı, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı ixtisaslı bazar iştirakçılarından da asılıdır. Bu gün Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının maliyyə alətlərinin, prinsiplərinin, səhm və istiqrazların qiymətləndirilməsi, hesabatlar, daxili bazarın səciyyələrinin düzgün qiymətləndirilməsi üçün peşəkar təlimlərin aparılmasına, təməl məlumatların formalaşdırılmasına ciddi zərurət yaranmışdır.

Qeyd etmək lazımdır ki, hal-hazırda korporativ qiymətli kağızların ümumi dövriyyədə olan həcmi çox azdır. 2017-ci ilin Bakı Fond Birjasında ümumi dövriyyə cəhətdən rekord il olmasına baxmayaraq (dövriyyə həcmi 13,6 milyard təşkil etmişdir), ölkə iqtisadiyyatının inkişafı nöqtəyi-nəzərindən önəmli olan korporativ qiymətli kağızlara düşən pay kiçik olmuşdur. Hal-hazırda Bakı Fond Birjasında əməliyyatlar əsasən, beş bazarda, yəni, dövlət qiymətli kağızlar bazarında, borc vasitələri, səhmlər, törəmə vasitələr və REPO əməliyyatları bazarında aparılır. Burada törəmə vasitələr bazarını nəzərə almasaq, ticarət əməliyyatlarının böyük həcmi (80 %-ə yaxını) dövlət qiymətli kağızlar bazarının payına düşür. Bu isə korporativ segmentin inkişafı üçün çox iş görülməsinin zəruri olduğuna işarədir.

Özəl sektorun inkişaf etdirilməsi üçün dövlət qiymətli kağızlarını nümunə götürə bilərik. Son illərdə “Socar” istiqrazlarının dövriyyəyə buraxılması ilə böyük maraq topladığının şahidi olduq. Bundan əlavə, yenidən listinqdən keçirilərək dövriyyəyə buraxılmış "Unibank" və “METAK” şirkətlərinin istiqrazlarını da misal göstərə bilərik. Bu qəbildən, respublika istiqraz qiymətli kağızlar bazarında

müəyyən canlanma yaranmışdır. Lakin bu canlanma, xüsusilə, səhmlər bazarı üçün də zəruridir. Bu bazarda da gəlirliliyin stimullaşdırılması məqsədilə uğurlu “İPO” – ilkin kütləvi yerləşdirmə modelinin tətbiqi uğurlu nəticəyə səbəb ola bilər. Pilot şirkətə dövlət dəstəyinin verilməsi, zəruri bazaar şəraitinin yaradılması əsas şərtidir.

Azərbaycan Respublikasının uzunmüddətli inkişafı məqsədilə qiymətli kağızlar, habelə, fond bazarının inkişafı ilə bağlı əsaslandırılmış tədbirlər toplusu müəyyənləşdirilmiş və bir çox proqram və konsepsiyalar nəzərdə tutulmuşdur. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2011-ci il 16 may tarixli Sərəncamı ilə təsdiq edilmiş “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” Dövlət Proqramı buna bariz nümunədir. Dövlət Proqramının əsas məqsədi müasir dünya iqtisadiyyatının şərtlərinə uyğun, ölkə iqtisadiyyatının inkişafına təkan verən, tam rəqabətli və təkmil, yəni, mükəmməl qiymətli kağızlar bazarının təşkil olunmasıdır.

Bu məqsədə çatmaq üçün həyata keçirilməli olan vəzifələrə aşağıdakılar aid olunur:

- Qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsinin yüksəldilərək beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılması, tənzimləmə mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi;

- İqtisadi inkişafın yüksəldilməsində, habelə, bu məqsədlə nəzərdə tutulmuş dövlət və özəl layihələrin maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə cəlb olunmuş vəsaitlərdən istifadə olunması və beləliklə, iqtisadiyyatın kapitalaşmasının təmin olunması;

- Əhəlinin və iqtisadi subyektlərin qiymətli kağızlar bazarına yatırım etməsinin stimullaşdırılması və bu yatırımın risk səviyyəsi azaldılmış və manipulyasiya hallarının minimuma endirildiyi təkmil bazar şəraitində səmərəli yerləşdirilməsi;

- Respublika üzrə qiymətli kağızlar bazarının tədricən dünya bazarına inteqrasiya etməsi üçün münbit şəraitin təmin olunması.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafının sürətləndirilməsi üçün nəzərdə tutulmuş sadalanan vəzifələrin müəyyən mərhələlərdə həyata keçirilməsi planlaşdırılmışdır.

İlkin mərhələdə qiymətli kağızlar bazarında infrastrukturun inkişafı məqsədilə hüquqi-normativ bazanın təkmilləşdirilməsi, o cümlədən, bu bazarda insan kapitalının bir resurs kimi inkişaf etdirilməsi üçün imkanların yaradılması nəzərdə tutulmuşdur. Bu mərhələnin tamamlanması proqramın ilk 4 ilində, yəni 2011-2014-cü illərdə nəzərdə tutulmuşdu. “Qiymətli kağızlar bazarında lisenziyalaşdırılan şəxslərin icra orqanlarının üzvlərinin və investisiya şirkətinin filiallarının rəhbərlərinin attestasiyasının keçirilməsi Qaydası”, “Qiymətli kağızlar bazarında lisenziyalaşdırılan şəxslərin kənar auditorlarına dair tələblər haqqında Qaydalar”, “İnvestisiya fondlarının kənar auditorlarına dair tələblər haqqında Qaydalar”, “İnvestisiya fondlarının və idarəçinin hesabatlarına dair tələblər, habelə onların təqdim edilməsi və açıqlanması Qaydaları”, “Qiymətli kağızlar bazarında marja ticarətinə dair Qaydalar”, “Ticarətsonrası sistem və klirinq fəaliyyətinin həyata keçirilməsi Qaydaları” və s. kimi bir çox hüquqi normativ aktlar bu qəbildəndir.

İkinci mərhələdə bazarda infrastrukturun yenilənməsi və inkişaf etdirilməsi, qiymətli kağızlarla əməliyyatların tamamilə avtomatlaşdırılması üçün müvafiq bazanın təmin olunmasının yekunlaşdırılması planlaşdırılmışdır. Proqramın bu mərhələsinin 2015-2017-ci illərdə tamamlanması nəzərdə tutulmuşdu. Hal-hazırda Bakı Fond Birjasının tam avtomatlaşmış birja dövryyəsinə baxdığımızda bu məqsədə qismən çatmış olduğumuza inanıram. Bu uğurdan əlavə, yaxın gələcəkdə qiymətli kağızların hərracdan öncə ilkin qiymətləndirilməsində tam avtomatik yeni dünya üsullarından (“Machine Learning” - Maşın Öyrənmə və s.) istifadə olunması məqsədəuyğundur.

Son mərhələnin 2018-2020-ci illərdə tamamlanması nəzərdə tutulmuşdur. Bu mərhələdə bazara daha mürəkkəb və yeni xidmətlərin və maliyyə alətlərinin daxil olması ilə risklərin planlı şəkildə idarəedilməsi, həmçinin, Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının dərinliyinin artırılması planlaşdırılmışdır. Bu mərhələnin sonunda respublika fond bazarının beynəlxalq sferaya inteqrasiyasına hazır olacağına ümid edirəm.

Respublikada mütəşəkkil maliyyə bazarının, habelə, qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti inkişafın əsas təkanverici qüvvələrindəndir. Öz növbəsində qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və vəzifələrini təkmil yerinə yetirə bilməsi üçün peşəkar bazar iştirakçılarının olması və infrastrukturun mükəmmələşdirilməsi vacib şərtidir. İnkişaf etmiş infrastruktur dedikdə ödəniş sistemlərini, avtomatik şəkildə proqramlaşdırılmış qiymətləndirmə mexanizmlərini, elektron ticarət sistemlərini və s. nəzərdə tuta bilərik.

Qiymətli kağızlar bazarı 2016-cı illə müqayisədə 2017-ci ildə 12% artmış 15,7 mlrd. manat təşkil etmişdir. Bu və digər pozitiv dəyişikliklərə baxmayaraq Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarı beynəlxalq sferə, əsasən də, inkişaf etmiş ölkələrin qiymətli kağızlar bazarı ilə müqayisədə geri qalır. İlk və təkrar bazarı arasındakı fərq kifayət qədər az olan Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarı amorfluğu, yəni formasızlığı ilə səciyyələndirilir. Bu problemin həlli üçün kompleks həll yollarının araşdırılması, habelə, fond birjası daxilində struktur dəyişikliklərinin aparılması məqsədəuyğundur. Belə ki, birjanın təkrar bazar olduğunu və inkişaf etmiş ölkələrdə təkmil qiymətli kağızlar bazarının “barometri” olduğunu diqqətdə saxlamaq lazımdır. Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında həm iri, həm də kiçik səhmdar korporativ sektorları yaranarkən, fond birjası daxilində 2 və daha artıq bazarın formalaşması ehtimalı böyükdür. Belə ki, aşağı rəqabətlik səbəbilə böyük şirkətlər əsas bazarda, orta və kiçik şirkətlər isə ikinci və üçüncü dərəcəli bazarlarda dövr edəcəkdir. Qiymətli kağızlar bazarında dövriyyənin zəif olması və inkişaf etmiş qərb dövlətləri ilə müqayisədə modifikasiya və sinifləndirmə imkanlarının aşağı olması bazarda struktur zəifliyinə səbəb olur.

Yaxın dövrlərdə ölkə itisadiyyatının qarşısında duran əsas vəzifələrdən biri qarşılıqlı borc problemlərinin, müəssisələr arasındakı ödəmələrin həllindən ibarət idi. Bu məsələlərin vaxtında həll olunmaması daha başqa və böyük problemlərin yaranmasına səbəb olduğundan dövlət inkişaf proqramının bir hissəsi olaraq, borc bazarının inkişafı əsas istiqaməti təyin olunmuşdur. Borc qiymətli kağızları yəni, istiqraz və veksellər lazım olan sahələri təmin edən əsas qiymətli kağızlar rolunu

oynamışdır. Belə ki, hökumətin və ayrı-ayrı şirkətlərin əsas vəsait cəlb etmə yolu olan istiqrazlar və girov funksiyası daşıyan az riskli veksellər qiymətli kağızlar bazarında xüsusi çəkiyə sahibdir. Lakin, ümumilikdə qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üçün borc qiymətli kağızlarından əlavə pay qiymətli kağızlarına xüsusi diqqətin ayrılması zəruridir. Bu məqsədlə və müasir iqtisadiyyatın azad sahibkarlığa söykəndiyini nəzərə alaraq, dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsinin həyata keçirilməsi seçilmiş təcrübələrdəndir. Dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsinin genişləndirilməsi ilə bərabər yeni yaradılacaq səhmdar cəmiyyətlər ölkədə ümumilikdə qiymətli kağızlar bazarının və pay qiymətli kağızlarının inkişafına şərait yaradacaqdır. Məsələn, öz sahəsinin yeganə təmsilçisi olan “Azəriqaz”, “Azərişiq”, “Azərsu” müəssisələrin səhmlərinin nəzarət zərfi dövlətə məxsusdur. Bu müəssisələr üzrə özəlləşdirmə prosesi aparılırsa, demək olar ki, risk səviyyəsi 0-a bərabər olan səhmləri bazarda yüksək marağa səbəb olacaq və bazarın inkişafına təkan verəcəkdir.

Azərbaycanda fəaliyyət göstərən yerli markaların bir brend kimi formalaşdırılması qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üçün vacib şərt kimi dəyərləndirilməlidir. Belə ki, yerli və xarici investorların marağını cəlb etmək üçün inam faktoru çox vacibdir. Məhz bu güvən sayəsində emitentlər investorlardan maliyyə vəsaitlərini cəlb edə bilər. Bu isə növbəsində makroiqtisadi səviyyədə qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsinə çox müsbət təsir edəcəkdir. Bundan əlavə, artıq brendləşmiş və bazarda öz sözünü demiş şirkətlərin səhmləri bazarda digər şirkətlərin səhmləri ilə müqayisədə daha yuxarı qiymətləndirilir ki, bu da səhm bazarının kapitallaşmasının inkişafına səbəb olacaqdır. Bununla da kiçik investorların bu şirkətlərin borc qiymətli kağızlarına olan marağı, daha iri institusional investorların isə qarşılıqlı qoyduqları strateji məqsədlərinə olan maraqları artır. Onlar üçün öz ticarət markası ilə tanınmış şirkətin idarəedilməsində iştirak və bununla da gələcəkdə olacaq məzənnə dəyişimlərindən yüksək mənfəət əldə etmək əsas məqsədə çevrilir. Daha öncə də qeyd olunan “Socar” və yeni tədaviyə buraxılan “Metak” şirkətlərinin istiqrazlarını buna misal göstərə bilərik.

Ölkənin müvafiq sektorlarında öz sözünü demiş hər iki şirkətin istiqrazları investorlar tərəfindən az riskli və güvənilən qiymətli kağız kimi dəyərləndirilir və yüksək marağa səbəb olur. Bu kimi şirkətlərin brendləşməsinin dünya miqyasında aparılması gələcəkdə xarici investorların yığımlarının ölkəyə axınını təmin edə bilər.

Respublikamızın iqtisadi inkişafının neft sektorundan asılılığını aradan qaldırmaq məqsədi ilə aqrar sahənin inkişaf etdirilməsi hal-hazırda prioritet məsələlərdən biridir. Sosial sahə olduğundan əhali məşğuliyyətinin maksimuma çatdırılmasını təmin edən önəmli sahələrdən biri də kənd təsərrüfatıdır. Kənd Təsərrüfatı Nazirliyi yanında Kənd Təsərrüfatı Layihələri və Kreditlərinin İdarə Edilməsi üzrə Dövlət Xidmətinin nəzdində Azərbaycan Kənd İnvestisiya Layihəsi (AzKİL) həyata keçirilir ki, bu da aqro-infrastruktura investisiya qoyuluşlarını artırır. Kənd Təsərrüfatı Nazirliyi ilə Dünya Bankının birgə layihələrinin əsas məqsədi kənd-infrastrukturalarının tamamilə xarici investisiyalar vasitəsilə maliyyələşdirilməsi və bu maliyyə vəsaitlərinin kəndlilər tərəfindən düzgün bölüşdürülməsidir.

Bugün Prezident İlham Əliyevin xüsusi qayğısı ilə idman sektoru sürətlə inkişaf etməkdədir. Azərbaycan Milli Olimpiya Komitəsinin nəzarəti ilə geniş tikinti-quruculuq işləri aparılır. Bunu nəzərə alaraq, hal-hazırda respublikamızda keçirilən Formula 1 yarışları, həmçinin, gələcəkdə keçirilməsi planlaşdırılan beynəlxalq idman yarışları vasitəsilə ölkəyə investisiya axınının artacağı planlaşdırılır. Bununla yanaşı, təminatlı ipoteka istiqrazlarının buraxılışı mühüm məsələlərdəndir. Bildiyimiz kimi ABŞ təkrar ipoteka kreditlərinin ən böyük bazarlarından biridir. Burada ipoteka agentlikləri daşınmaz əmlakın təminatı qismində qiymətli kağızlar buraxır və onları investorlara satır. Satışdan əldə olunmuş gəlir banka yatırılaraq yeni borc öhdəliklərinin alınmasına istifadə olunur. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin fərmanı ilə Mərkəzi Bankın nəzdində yaradılmış Azərbaycan İpoteka Fondu hal-hazırda ölkənin qiymətli kağızlar bazarında bu funksiyaları yerinə yetirir. İlk dəfə Azərbaycan İpoteka Fondunun təmin edilmiş

istiqrazları 29 may 2009-cu ildə Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən qeydiyyatata alınmışdır. Bu bazarın inkişafı öz növbəsində ilkin və təkrar qiymətli kağızlar bazarının inkişafına böyük təkan verəcəkdir.

Korporativ idarəetmə sisteminin və qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsi məsələsi diqqət mərkəzində saxlanılmalıdır. Səhmdar cəmiyyətlərində nizamnamə kapitalının yaradılmasının hüquqi tənzimlənməsi zamanı bir sıra məhdudiyətlərlə üzləşilir. Bu məhdudiyətlər təsərrüfat şəraitini zəiflədir və müəssisələrin qiymətli kağızlar bazarının imkanlarından yararlanmağa maneçilik törədir. Müvafiq qanunvericilikdə təminat tədniri şəklində zəmanətin verilməsi, həmçinin, kreditorların etirazlarının məhkəmə yolu ilə həlli kimi liberal üsullar öz əksini tapmalıdır.

Qiymətli kağızlar bazarında maliyyə fəaliyyətli təşkilatların böhrana uğraması, habelə, müştəriləri olan investora göstərilən xidmətə məsuliyyətsiz yanaşmaları kimi risk faktorlarının qarşısının alınması üçün kompensasiya mexanizminin tətbiqi zəruridir. Qeyri-bank sektorunda əmanətlərin sığortalanması sisteminin tətbiqi nəticəsində müvafiq mexanizmlərin aktuallığı artmışdır. Belə olan halda, kompensasiya mexanizminin tətbiqi maliyyə bazarlarının qeyri-bank sektorunda maliyyə institutları arasında rəqabətliliyi artıracaqdır. Məhz buna görə də investorların qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyətinin etibarlılığını təmin edən kompensasiya mexanizminin tətbiqi əsasdır. Bu mexanizmin fəaliyyəti aşağıdakı prinsiplər əsasında olmalıdır:

- Kompensasiya mexanizminə müraciət edənlərin böyük əksəriyyətinin təcrübəsiz investorlar olduğunu nəzərə alaraq, maliyyə təşkilatları və investorlar arasında olan münasibətlərin məhkəmə yolu ilə tənzimlənməsi zəruri şərtidir;

- Bazar tənzimləyicisi tərəfindən kompensasiya fondlarına nəzarət gücləndirilməlidir;

- Kompensasiya fondlarının fəaliyyəti haqqında hüquq normaları dəqiq müəyyənləşdirilməlidir;

- Kompensasiya mexanizminin tətbiq olunması halları konkretləşdirilməlidir. Belə ki, investisiya şirkətinin hər hansı qanunsuz hallarla əlaqəliyi, həmçinin,

üçüncü tərəflər qarşısında öhdəliklərinin yerinə yetirmə qabiliyyətini müəyyənləşdirilməlidir.

- Hər hansı korporativ və ya ümumi makroiqtisadi hadisə nəticəsində yaranan qiymət azalması və ya investisiya ediləcək qiymətli kağızların seçilməsi zamanı edilən səhvlərin kompensasiya olunması üçün kompensasiya fondlarından istifadə olunmamalıdır;

- Investisiya təşkilatının hüquqi normaları pozması və ya qeyri-etik yanaşması hallarında investorun tələbləri kompensasiya fonduna aid olunmalıdır;

- Kompensasiya fondları investorların hüquqlarının müdafiəsinin ümitsiz hallarında tətbiq olunan mexanizm kimi qəbul olunmalıdır;

- Bu mexanizm yalnız lisenziyası olan maliyyə təşkilatlarının müştərilərinə tətbiq olunmalıdır.

Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyət göstərəcək kompensasiya fondlarının əsas mənbələri maliyyə və investisiya təşkilatlarının kompensasiya fondlarına ödəmələrindən, digər müəssisə və təşkilatların üzvlərindən qayda pozuntularına əsasən tutulan cərimə məbləğlərindən təşkil oluna bilər.

Qiymətli kağızlar bazarında uğurlu kompensasiya mexanizminin tətbiq olunması son dərəcə zəruridir. Bu halda dövlət qarşısında duran vəzifələrə dövlət kompensasiya fondunun yaradılması, o cümlədən, ayrı-ayrı təşkilatlar tərəfindən bu fondların yaradılması proseslərinin sürətləndirilməsi və stimullaşdırılması aid edilə bilər. Bundan başqa, zəruri hallarda yaradılmış dövlət kompensasiya fondu tərəfindən özəl təşkilatların kompensasiya fondlarına dəstək göstərməsi məsələsinə baxıla bilər. Kompensasiya mexanizminin yaradılması üçün hüquqi-normativ baza işlənib hazırlanmalı və bu baza vasitəsi ilə müvafiq fondların idarəetmə qaydaları və hüquqi statusu tənzimlənməlidir.

Qiymətli kağızlar bazarının tənzimləmə sisteminin mükəmməlləşdirilməsi. Qiymətli kağızlar bazarının tənzimləmə sisteminin mükəmməlləşdirilməsinin əsas xüsusiyyətlərinə əlaqəli qərar qəbul etmə və idarəetmə orqanının mövcudluğu, müvafiq orqanın maliyyə fəaliyyətinin muxtariyyəti, hesabatın icra hakimiyyətinə

verilməsi və operativ azadlığını aid edə bilərik. Bu orqanın yaranması nəticəsində dövlətin funksiyalarının müəyyən hissəsi icra hakimiyyəti orqanlarından bazarda rentabelli və çevik hərəkət edən, yüksək reytingə malik ictimai əsaslarda fəaliyyət göstərən tənzimləməyici institutlara keçməlidir. Bu institutun səlahiyyətləri strateji qərarların qəbulu zamanı müvafiq maraqlar balansının təmin olunmasına və bunun köməyi ilə maraqların ortaq qərarla yaradılmış vahid orqan daxilində tənzimlənməsinə və həyata keçirilməsinə imkan verəcəkdir. Tənzimləmə sisteminin aparılmasının əsas məqsədi qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti ilə əlaqədar qərarların qəbulunda dövlət ilə bərabər, peşəkar investisiya şirkətlərinin nümayəndələrinin, emitenlərin və investorların cəlb olunması ilə kollegial institutun əsasının qoyulmasıdır. Kollegial institutun yaradılmasının əsasında daha öncə qeyd olunan prinsipləri nəzərə alaraq fəaliyyət göstərən vahid orqanın nəzdində qiymətli kağızlar bazarının tənzimləməsində və nəzarət olunmasında yeni mexanizmin formalaşdırılması durur. Sözügedən orqanın fəaliyyəti xüsusi qanunla tənzimlənməlidir, belə ki, onun idarəetmə və qərar qəbuletmə sistemi vahid mərkəzdən idarə olunan icra hakimiyyəti çərçivəsində uğurlu ola bilməz. Bu zaman, qiymətli kağızlar bazarının müxtəlif seqmetlərinin idarəediməsini və tənzimləməsinə həyata keçirən dövlətin və digər səlahiyyətli orqanların funksiyaları bu qanun çərçivəsində həyata keçirilməlidir. Bundan əlavə, qiymətli kağızlar bazarı üzrə vahid orqan olaraq Milli Şuranın təşkil olunması məqsədəuyğun hesab oluna bilər. Milli şuraya aşağıdakı vəzifələrin verilməsi əlverişlidir:

- Səlahiyyətli tənzimləyicilərin fəaliyyəti şura çərçivəsində həyata keçirilsin;
- Şuranın illik fəaliyyətinin nəticələri hökumətə-müvafiq icra hakimiyyəti orqanına məruzə olunsun.

3.2 Qiymətli kağızlar bazarının mükəmməlləşdirilməsi və qiymət mexanizminin təkmilləşdirilməsində dünya təcrübəsi.

Qiymətli kağızlar bazarı müxtəlif iqtisadi sahələr üzrə maliyyə resurslarının, kapital alətlərinin bölüşdürülməsində müstəsna əhəmiyyətə malikdir. Bu amil müxtəlif ölkə bazarları üzrə dəyişkən ola bilər. Məsələn, birjaların kapitallaşma səviyyəsinə və sövdələşmələrin sayına görə Avropa birjalari Yaponiya və ABŞ birjalarından geri qalır. ABŞ-da qiymətli kağızların birja kapitallaşma səviyyəsi ümumi dünya göstəricilərinin 35%-ni, Yaponiyada 32,4%-ni, Avropada isə 26,5%-ni təşkil edir. Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və onun pul yığımlarının bölüşdürülməsindəki rolu dövlət tənzimlənməsinin düzgün strategiyasından asılıdır. İqtisadiyyatı güclü inkişaf etmiş bütün ölkələrdə regionlara şaxələnmiş mərkəzi birja sistemi mövcuddur. Fiktiv kapitalın geniş dövriyyəsi və artımı fond birjalarının inkişafında xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Müəssisələrin özünümaliyyətləşdirmə hədəflərinə baxmayaraq, tədavülə buraxılmış qiymətli kağızlar vasitəsilə pul vəsaitlərinin cəlbi daha məqsədəuyğun seçimdir. Məhz buna görə də iqtisadiyyatın maliyyələşməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu müstəsnaadır. İmkanlarına və inkişaf səviyyəsinə görə dünya birjalarını aşağıdakı kimi təsnifləyə bilərik:

- Nəhəng birjalar: London, Tokio və Nyu-York birjalari. (Bu birjalarda aparılan əməliyyat həcmi ümumi dünya birjalarının 60% -ni təşkil edir)
- Böyük birjalar: Honkonq, Frankfurt, Milan və Paris birjalari.
- Orta ölçülü birjalar: Kopenhagen, Bruksel, Barselona, Madrid, Filadelfiya, Boston, Tayvan, Seul, Sidney, Bombey, Toronto, Monreal, BuenosAyres.
- Kiçik birjalar: Afina, İstanbul, Nigeriya, Helsinki birjalari və s.

Müasir dövrdə bütün ölkələrdə özünə məxsus cəhətlərinə görə inkişaf etmiş və müxtəlif idarəetmə mexanizmləri olan qiymətli kağızlar bazarı fəaliyyət göstərir. Dünya iqtisadiyyatının tendensiyalarını və müxtəlif ölkə iqtisadiyyatlarının inkişaf təcrübələrini araşdırmaq xüsusi əhəmiyyət daşıyır.

Hər cəhətdən inkişaf etmiş ABŞ-da fond birjalarının bütün regiona şaxələnmiş şəbəkəsi mövcuddur. Birjalar əsasən, Nyu-York, Boston, Los-Anceles, Filadelfiya,

Çikaqo, Detroyt, Kanzas-Siti, Solt - Leyk-Siti, Dallas, San-Fransisko, Çinçinatti, Yeni Orleanda yerləşir. Nyu-York birjası (New-York Stock Exchange, NYSE) ABŞ-da və dünyada əsas aparıcı birjalardan hesab olunur. Qiymətli kağızlar üzrə aparılar ölkə miqyaslı əməliyyatların 70%-i Nyu-York birjasında həyata keçirilir. Birja ümumilikdə 1366 üzvdən ibarətdir, onların 1226-si 523 xüsusi təşkilata məxsus qiymətli kağızların inkişaf yolunu izləyir. Əməliyyatların həcminə və ticarət əlaqələrinin geniliyinə görə Nyu-York birjası dünya miqyasında çox böyük nüfuzla malikdir və bir çox tanınmış və nəhəng ticari təşkilatların səhmləri bu birjada dövriyyədədir.

Hələ 1792-ci ildə Uol-Stritdə bir çinar ağacının altında formalaşmağa başlamış Nyu-York fon birjasında 1990-cı illərin sonlarında müxtəlif şirkətlərə məxsus 3600 səhm qeydiyyatla alınmışdır. Bu səhmlər brokerlər tərəfindən çox baha qiymətlə alınır və alqı-satqı proseslərində istifadə edilir. Burada müasir informasiya texnologiyaları vasitəsilə broker ofisləri və birja nümayəndələri arasında informasiya mübadiləsi aparılır. Bu proses üçün 320 km (200 mil) uzunluqda optik kabel istifadə olunur və əmr və kvotaları yerinə yetirmək üçün 900 telefon qovşağından istifadə olunur. Nyu-York fond birjasında müxtəlif yerlər üzrə qiymət 40.000-dən 600-800.000 dollar arasında dəyişir. Bu birjanın digər dünya birjalarından əsas fərqi müxtəlif seqmentli üzvlərə malik olmasıdır:

- Birinci – bir və ya bir neçə qiymətli kağızlarla əməliyyat aparan mütəxəssislərdir. Nyu-York fond birjasında hər bir xüsusi korporasiyaya məxsus səhmlər müxtəlif mütəxəssislərə həvalə olunur və onlar bu qiymətli kağızlar üzərində inhisar hüququna malik olaraq bütün sövdələşmələri öz üzərinə götürür. Sövdələşmələrin sonunda onlar əməliyyat qarşılığı komissiyon məbləği alırlar. Mütəxəssislərin vəzifəsi eynilə dilerlərdə olduğu kimi, onlara həvalə olunmuş qiymətli kağızların tələb və təklifi arasında yaranmış disbalansı minimuma endirmək üçün öz hesablarına alış-satışlarını həyata keçirməkdir, digər hallarda isə öz hesablarına ticarət həyata keçirmək qadağandır.

- İkinci – öz hesabına ticarət əməliyyatları həyata keçirmək hüququna malik olmayan və müştərilərin sifarişlərini yerinə yetirən fond birjasının üzvü olan brokerlərdir. Onlar situasiyadan asılı olaraq sövdə aparmaq hüququ olmayan brokerlərin tapşırıqlarını da yerinə yetirə bilirlər.

- Üçüncü – fond birjalarında payı olan tərəflərin tapşırığı ilə fəaliyyət göstərən və öz hesablarına əməliyyat apara bilən birja maklerləridir. Bu maklerlərin sayı 30-a yaxın olur.

- Dördüncüsü – birja sövdələşmələri apara bilməyən amma ticarət zalına buraxılmaq imkanı olan assosiativ üzvlərdir.

Nyu-York birjasından sonra ABŞ-da tanınmış birjalardan biri də Amerika fond birjasıdır. Digər regional birjalar kimi bu birjada da qiymətlər Nyu-York birjasını izləyərək müəyyənləşir. Bu birjalarda əsasən, yerli korporasiyaların kiçik həcmli səhmlərinin ticarəti aparılır. Daha çox əvvəllər tədavülə buraxılmış qiymətli kağızların əməliyyatlarının aparılması Amerika fond birjasının əsas xüsusiyyətidir.

ABŞ birjalarında əsas həcmi dövlət qiymətli kağızları üzrə aparılan əməliyyatlar tutur. Korporativ qiymətli kağızların dövriyyəyə buraxılması üçün isə müvafiq şirkətin xalis mənfəəti ən az 1 milyon ABŞ dolları təşkil etməlidir. Bundan əlavə, birjaya daxil olmaq üçün qiymətli kağızlarla əməliyyatlar üçün komissiya tərəfindən qeydə alınmalı və birja şurasının razılığı verilməlidir.

1964-cü ildən qüvvəyə minmiş qanuna əsasən birjadan kənar bazarlarda aparılan əməliyyatlar üzrə informasiya açıqlanması zəruridir. Belə ki, istənilən 1 milyondan çox aktiv olan və 500-dən çox səhmdara malik şirkət bütün informasiyaları açıqlamalıdır. 1968-ci ildən etibarən isə səhm paketinin alınma proseduruna nəzarət də Qiymətli Kağızlar üzrə Komissiyaya həvalə olunmuşdur. Səhm nəzarət paketinin alıcısı əldə etdiyi korporativ qiymətli kağızların alış qiyməti barədə açıq elan verməli idi. Bu qanunda həm də, alıcılar haqqında informasiyaların açıqlanması, təklifin 15 gündən az olmayaraq öz aktuallığını qoruması və satıcıların maksimal qiymət qoyma hüququnun mövcudluğu nəzərdə tutulmuşdur.

Broker və dilerlərin müflisləşmədən qorunması məqsədilə 1920-ci ildə İnvestorların Qorunması üzrə Korporasiya adlı qeyri-kommersiya təşkilatı yaradıldı. Belə ki, fond iştirakçıları olan broker və dilerlər bu təşkilatın nəzdində müəyyən miqdar pul saxlayır və müflisləşmə halında bu pulu itkilərinin bir hissəsinin ödənilməsinə yönəldirdi. Artıq 1078-ci ildə bütün birjalar arasında vahid informasiya şəbəkəsi yaradan birjalararası ticarət sistemi formalaşdırıldı. Bu sistem bütün birjalara eyni vaxtda müvafiq qiymətli kağızlara eyni qiyməti tənzimləmək imkanı verir.

Bundan əlavə, ABŞ birjalarında daxili informasiyaların qorunması qaydalarının pozulmasına görə kəskin cəza tədbirləri mövcuddur. Belə ki, 1980-ci ildə daxili informasiyaların istifadəsinin cəzalandırılması məqsədilə 2 əsas qanun qəbul olunmuşdur. Bu qanuna əsasən, daxili informasiyaların qorunması qaydalarının pozulmasına görə alınan cərimə məbləği illik gəlirin 2-3 qatını üstələyər, fiziki şəxslər isə 10 il müddətinə azadlıqdan məhrum oluna bilər. Cərimə halları hüquqi şəxslərə, qiymətli kağızlarla əməliyyatlar aparan professional təşkilatlara və emitentlərə aid edilə bilər. Cərimə məbləğlərinin həcmi dəyişkən qayda pozuntularına əsasən dəyişkən ola bilər. Fiziki şəxslərə qiymətlərlə manipulyasiya hallarında cərimə sanksiyası tətbiq oluna bilər. Daxili informasiyaların qorunması qaydalarının pozulmasına görə alınan cərimə məbləği hüquqi şəxslər üçün 100 min dollardan 800 min dollara qədər, fiziki şəxslər üçün isə 10 min dollardan 100 min dollara qədər arta bilər. Dövlət qanunvericiliyinə əsasən, cərimələrdən əlavə, digər tədbirlər də mövcuddur ki, bunlara professional bazar iştirakçılarına verilən lisenziyaların müəyyən müddətə alınması və ya həmişəlik ləğvini, qiymətli kağızlarla ticarət hüququnun alınması, açıq halda töhmət verilməsi və ya birjanın 90 gün qədər bir müddətə bağlanması kimi tədbirlər aiddir. Aparılan araşdırmalara görə ABŞ şirkətləri komissiyanın bütün tələblərini yerinə yetirə bilmək və informasiyaların açıqlanması üçün bir il ərzində 1-1,5 milyard ABŞ dolları sərf edir.

Dövlət tənzimlənməsindən əlavə, bazarın özünü-tənzimləmə mexanizminin bazarın təcrübəli iştirakçılarından ibarət assosiasiyanın fəaliyyəti ABŞ birjalarına xas xüsusiyyətdir. Birjada fəaliyyət göstərmək istəyən hüquqi və ya fiziki şəxslər məcburi şəkildə özünü-tənzimləmə təşkilatına üzv olmalı və bu təşkilatın şərtlərinə riayət etməlidir. Bundan əlavə, dilerlər Broker və Dilerlərin Milli Assosiasiyayı mövcuddur ki, birjanın bütün broker və dilerləri bu assosiasiyaya üzv olmalıdırlar. Bazarın özünü-tənzimləyən təşkilatlar üzvlərdən aylıq hesabatlar alır və onların fəaliyyətinə nəzarət edərək attestasiya aparır. Təşkilat hər hansı qanun pozuntusu müəyyən etdiyi halda şərtlərinə uyğun olaraq, müvafiq üzvünün fəaliyyətini dayandıra və ya cərimə tətbiq edə bilər. Üzv bu tədbirləri yerinə yetirmədiyi halda özünü-tənzimləmə təşkilatı dövlət orqanlarına müraciət edərək qanun və şərtləri pozan üzvün fəaliyyət lisenziyasının alınmasını və ya fəaliyyətinin dayandırılmasını istəyə bilər.

Kanada fond birja şəbəkəsi 5 birjadan ibarətdir: Toronto, Monreal, Kalqari, Vinnipeq və Vankuver. Kanada üzrə qiymətli kağızlarla əməliyyatların ümumi həcmnin 90%-i Toronto və Monreal fond birjalarının payına düşür. Ölkədə qiymətli kağızlarla əməliyyatların inkişafı ilk öncə kapitalın ölkə daxilində iqtisadi bazasını möhkəmləndirmiş, daha sonra isə təsir dairəsini genişləndirərək ölkə sərhədlərindən kənara çıxmağına, xüsusən də ABŞ-da yayılmasına imkan yaratmışdır. Burada böyük korporasiyaların maliyyə ehtiyaclarının təminatı bank ilə yanaşı, qiymətli kağızlar bazarında ticarət prosesləri hesabına formalaşır.

22 fond birjasını özündə cəmləşdirən İngiltərə fond şəbəkəsi təkmil bazarlardan biridir. Fond birja şəbəkəsi London, Mançester, Birmenqem, Qlazqo və Liverpul kimi nəhəng birjalara əhatə edir. Burada əsas hissəni, yəni qiymətli kağızlarla əməliyyatların 60%-ni aparıcı birja olan London fond birjası əhatə edir. London dünyanın və Avropanın maliyyə mərkəzlərindən hesab olunduğundan bütün dünya ölkələrindən olan qiymətli kağızlara əməliyyatlar burada aparılır. London fond birjasında əsasən üç istiqamətdə qiymətli kağızların ticarəti aparılır:

- Sabit faizli qiymətli kağızlar və dövlət istiqrazları

- Yerli səhmlər
- Beynəlxalq səhmlər

1986-cı ildə maliyyə əməliyyatlarına qoyulan məhdudiyyətlər ləğv olunduqdan sonra London fond birjası yeni inkişaf dövrünə başlamış və qlobal qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatların mərkəzinə çevrilmişdir. Bu dəyişiklik nəticəsində xarici investorlar burada bütün brja əməliyyatlarından müstəqil şəkildə yararlanmaq hüququ əldə etmişlər. Digər dünya birjalarından fərqli olaraq London fond birjasında dövlət birbaşa müdaxilə etmir və birja iştirakçıları sərbəst fəaliyyət göstərə bilirlər. 1773-cü ildən fəaliyyət göstərən London fond birjası orta hesabla 4000 üzvdən ibarətdir. Üzvlərin 3100 nəfərini brokerlər, 900-ünü isə diler və digər təşkilatlar təşkil edir. London fond birjasında beynəlxalq qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatların həcmi böyükdür. Bundan əlavə, yerli səviyyəli və mərkəzləşmiş dövlət qiymətli kağızları da həmçinin tədavüldədir. Son dövrlərdə London fond birjasında 4870 ingilis və 2450 xarici şirkətlərin qiymətli kağızları dövriyyədə olmuşdur.

Orbitraj sövdələşmələrinin aparılması London fond birjasının əsas xüsusiyyətlərindədir. Orbitraj sövdələşməsinin mahiyyəti bir qiymətli kağızın eyni anda iki müxtəlif bazarda (məsələn, London və Dallasda) ticarəti aparıla bilər. Qiymətli Kağızlar və İnvestisiyalar üzrə Şura London fond birjasının əsas tənzimləyici orqanıdır. Maliyyə Nazirliyinin nəzdində olmasına baxmayaraq, Şura statusuna görə dövlət müəssisəsi deyil, ixtisaslı özünütənzimləyən qeyri-kommersiya təşkilatıdır. Belə ki, təşkilatın üzvləri qiymətli kağızlar bazarının ixtisaslı iştirakçıları hesab olunur. London Qiymətli Kağızlar və İnvestisiyalar üzrə Şurası maliyyə vasitəçilərini müstəqil şəkildə lisenziyalaşdırmaq hüququna malikdir. Bundan əlavə Şura öz lisenziya vermək səlahiyyətini başqa özünütənzimləyən təşkilata ötürə bilər. 1997-ci ildən Qiymətli Kağızlar və İnvestisiyalar üzrə Şurasının tərkibində Maliyyə Xidmətləri üzrə Şura yaradılmışdır ki, bu təşkilatın əsas məqsədi maliyyə bazarında aparılan islahatların tənzimlənməsidir.

Beləliklə, İngiltərə qiymətli kağızlar bazarında meqatənzimləyici orqanın yaradıldığını tədqiqatlarımız nəticəsində görürük. Onu da qeyd etmək lazımdır ki, bu orqan nəzarət etdiyi şirkət və korpoasiyalar tərəfindən maliyyələşdirilir. Təşkilatın qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyətlə bağlı təsdiqlədiyi lisenziya qarşılığında şirkətlər komissiya haqqı ödəyir və göstərilən xidmətlərə görə ödənişlər həyata keçirir ki, bunun nəticəsində də Şura üçün maliyyə mənbəyi yaranır.

Fransa maliyyə bazarı özündə səkkiz fond birjasını birləşdirir: Paris, Marsel, Lion, Nant, Nans, Bordo, Lill və Tuluze. Bu birjalar arasında əməliyyat həcminin böyüklüyünə görə Paris fond birjası (Bourse de Paris) birincidir. Belə ki, Fransa üzrə qiymətli kağızlar bazarında aparılan ticarətin 98-99%-i Paris fond birjasının payına düşür. Hal-hazırda Fransa birjalarında daha çox özəl müəssisələrə aid səhmlər və dövlət istiqrazları dövriyyədədir. Dövlətin müdaxiləsi səbəbilə uzun illər inkişafı kölgədə qalsa da 1986-1997-ci illərdə özəlləşdirmə proseslərinin aparılması nəticəsində Paris birjasının ölkə iqtisadiyyatının inkişafında rolu xeyli artmışdır. Qiymətli kağızların Paris fond birjasına buraxılışına Brokerlər Korporasiyası, xarici qiymətli kağızların ticarəti ilə bağlı isə səlahiyyətli Fransa hökuməti orqanı qərar verir. Paris Fond Birjası fəaliyyət strukturuna görə üç qola ayrılır:

- Rəsmi bazar (parket) – bu bazarda hər növ ticarət brokerlər tərəfindən aparılır və sənədləşdirilir. Fəaliyyət qarşılığında isə müəyyən məbləğdə girov təqdim edirlər.

- Qeyri-rəsmi bazar (kulisa) – bankirlər bazarı da adlanır. Bu bazarın iştirakçıları nəğd pulla qiymətli kağızların ticarətini həyata keçirən banlardır.

- Azad bazar – bu bazarın əsas hissəsini qeyri-rəsmi və rəsmi bazarda alqı-satqısı aparılmayan qiymətli kağızlar təşkil edir. Azad bazarda həm hüquqi, həm də fiziki şəxslər sərbəst şəkildə ticarət apara bilərlər.

Fransada fəaliyyət göstərən bütün birjalar dövlət müəssisələridir. Burada satılan əsas qiymətli kağız növləri səhmlər və istiqrazlardır. Qiymətli kağızlar bazarına nəzarət birja əməliyyatları üzrə Komissiya tərəfindən həyata keçirilir. Komissiyanın əsas vəzifələrinə emitentlər tərəfindən iformasiyaların düzgün

açıqlanmasına nəzarət, yatırımcıların hüquqlarının qorunması, professional təşkilatlara qiymətli kağızlarla əməliyyatlar apara bilmək üçün lisenziyanın verilməsi və s. aiddir. Bundan əlavə, bazarda ticarət proseslərinə nəzarətin aparılması üçün özünütənzimləmə orqanı olan Maliyyə bazarı üzrə Şura da fəaliyyət göstərir. Şura birja fəaliyyətlərinə nəzarət ilə yanaşı fon bazarında fəaliyyət qaydalarının və normativ sənədlərin hazırlanması ilə də məsuldur.

Fransada qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsinə ciddi şəkildə nəzarət olunur və ölkə üzrə fond bazarının formalaşmasında nəzarətedici qurumların rolunun yüksəldilməsi məqsədilə müəyyən tədbirlər həyata keçirilir. Buna görə də, Fransa qiymətli kağızlar bazarında müxtəlif missiyalı islahatlar aparılır. Birja islahatlarının aparılmasının məqsədi - fond bazarında, birjalarda dövlətin iqtisadi proqramlarına əsasən aparılan maliyyə və pul-kredit siyasətinin düzgün həyata keçirilməsi, qiymətli kağızlar bazarında səmərəli və çevik dövlət nəzarətinin artırılmasıdır.

Fransa fond bazarı kimi Almaniyada da səkkiz fond birjası fəaliyyət göstərir ki, bunlar Frankfurt-Mayn, Münhen, Ştutqart, Hamburq, Bremen, Düseldorf və Hannover birjalarıdır. Almaniya fond şəbəkəsində əsas yeri Frankfurt-Mayn birjası tutur. Frankfurt-Mayn Avropada yalnız London birjasından geri qalır və əməliyyatların həcmnin böyüklüyünə görə ikinci pillədədir. Frankfurt müasir Almaniyanın maliyyə-kredit mərkəzi hesab olunur və ölkənin bir çox önəmli korporasiyalarının, maliyyə təşkilatlarının, şirkətlərin baş ofisləri burada yerləşir. İngiltərədə olduğu kimi Almaniyada da fond birjaları dövlət idarələridir. Birjalar ticarət asossasiyaları və ticarət palataları tərəfindən yaradılır. Burada birjaların fəaliyyətinə və qiymətli kağızların dövriyyəsinə hökumət orqanları tərəfindən nəzarət olunur. Almaniyada qiymətli kağızlar bazarının idarələnməsi Maklerlər Palatasına həvalə olunub. Bu təşkilatların öz hesablarına və öz adlarından əməliyyatlar həyata keçirmək hüququ yoxdur. Birjalar İdarəsi, Satışa Buraxılış Məsələləri üzrə Komissiyası ixtisaslaşmış brokerlərdən ibarətdir və əsas vəzifələri təyin olunmuş qiymətli kağızların ticarətini aparmaqdır. Maklerlər Palatasının əsas məqsədi peşəkar maklerlər tərəfindən qiymətli kağızlarla aparılan ticarət zamanı

yarlanmış disbalansları fiksə etməkdir. Onlar həm də, birjadan kənar vasitəçilik əməliyyatları da həyata keçirirlər. Almaniya qiymətli kağızlar bazarında bank nəzarəti faktor əhəmiyyətli hesab olunur. Buna səbəb kommersiya banklarının qiymətli kağızlar bazarının əsas ixtisaslaşmış iştirakçıları olmasıdır.

Hal-hazırda Almaniya qiymətli kağızlar bazarında ABŞ təcrübəsinə əsaslanmış şəffaf bazarın yaradılması prosesindədir.

Yaponiyada doqquz birja fəaliyyət göstərir ki, bunlara Tokio, Xirosima, Kioto, Osaka, Fukuoka, Nahoya, Nihata, Kobe və Sapporo aiddir. Nyu-York və London birjalarından sonar dünyada üçüncü yeri tutan Tokio fond birjası Yaponiya üzrə ən iri birjadır. 1960-cı illərdə Yaponiyanın “Zaybaçu” kapitalının ölkə daxili mövqeyinin bərpa olunmasından sonra Amerika və Qərbi Avropa kapitalı ilə rəqabət aparmağa başlamış və bununla da Tokio fond birjasının nüfuzu yüksəlmişdir. Burada birjalar səhmdar cəmiyyətləri təşkilatı-hüquqi formasında formalaşır və milli qanunvericilik normalarına əsasən fəaliyyət göstərirlər. Birjanın idarəedilməsi gizli səsvermə ilə seçilən və birja üzvlərindən təşkil olunmuş idarə heyəti tərəfindən həyata keçirilir.

Tokio, Nahoya və Osaka birjalarında iki fond bazarı mövcuddur ki, bunlardan birincisi iri Yaponiya şirkətlərinin tədavülə buraxdığı qiymətli kağızların, ikincisi isə nisbətən kiçik şirkətlərin qiymətli kağızlarının ticarətinin aparıldığı bazardır. Birjaların özünüidarəetmə hüququ vardır və qiymətli kağızların alqı-satqısı üzrə normaları sərbəst şəkildə müəyyənləşdirirlər. Həmçinin, burada ticarətə buraxılmayan qiymətli kağızların əlavə bazarı da fəaliyyətdədir. Birja üzvləri olan broker firmaları vasitəçi rolunda çıxış edirlər, lakin onların qiymətli kağızlar üzrə sövdələşmələr aparmaq hüququ yoxdur. Onlar yalnız Dövlət Maliyyə Nazirliyi tərəfindən onlara verilən vəzifələrə uyğun olaraq birja ticarət əməliyyatları apara bilirlər. Brokerlər həm təmsil etdikləri müştəriləri adından, həm də, öz hesablarına qiymətli kağızların ticarətini həyata keçirə bilirlər. Bundan əlavə, Yaponiya qiymətli kağızlar bazarında xüsusi firmalar fəaliyyət göstərir ki, onlar birja

üzlərinin təklif və sifarişlərini qeyd edərək qiymətli kağızların kursunu müəyyənləşdirirlər.

Yaponiya birjalarında xarici hüquqi şəxslər də ölkə qeydiyyatından keçdikdən sonar üzvlüyə qəbul oluna bilirlər. Bunun üçün hüquqi şəxs 67 milyon dollar kapitalla və hər il 10 milyon dollar həcmində gəlirə malik olmalıdır.

Türkiyədə 1985-ci ildən rəsmi fəaliyyətə başlamış İstanbul fond birjasının idarə heyəti dörd üzv və bir sədrdən ibarətdir. İstanbul fond birjasına üzv olmaq üçün əsas şərt Sərmayə Bazarı Qurumundan səlahiyyət sənədi almaqdır. İstanbul fond birjası aşağıdakı üzvlərdən ibarətdir:

- Kommersiya bankları;
- İnvestisiya bankları;
- Vasitəçi qurumlar.

İstanbul fond birjasının əsas idarəedici və normaları tənzimləyən orqanları aşağıdakılardır:

- İdarə heyəti;
- Təftiş qurumu;
- Birja üzvlərinin ümumi iclası;

Rusiya qiymətli kağızlar bazarı da digər ölkələrdə olduğu kimi əsas və ikinci dərəcəli bazarlara ayrılır və bu bazarlar maliyyə alətləri və ticarətin növlərinə görə bir-birindən fərqlənirlər. Qiymətli kağızlar bazarının inkişafının ilkin mərhələlərində qiymətli kağızların bəzi növlərinin ilkin ticarəti və ikinci dərəcəli dövriyyəsi Rusiya Federasiyasında, əsasən, fond və əmtəə birjalari tərəfindən həyata keçirilmişdir. 1992-ci ildə dövlət özəlləşdirmə çəklərinin tədaviyə buraxılması ilkin bazardan kənar bazarın yaranmasına səbəb olmuşdur. İndilərdə birjadan kənar qiymətli kağızların yerləşdirilməsi birbaşa olaraq emitentlər tərəfindən və yaxud vasitəçi şirkətlər tərəfindən həyata keçirilir. Bu proses Moskva Banklararası Valyuta Birjası tərəfindən də həyata keçirilir. Federasiyada birja və birjadankənar bazarlar ikinci bazarı kimi əhəmiyyət daşıyır. Rusiyanın ən əsas ikinci birjadan kənar bazarı

Moskvanın, Ekaterenburqun, Novosibirskin, Sankt-Peterburqun birjadankənar bazarlarını vahid sistemdə birləşdirən Rusiya Ticarət Sistemidir. Ölkədə qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatların böyük həcmi Rusiya Ticarət Sisteminin, Moskva Banklararası Valyuta Birjasının və Moskva Fond Birjasının payına düşür.

Rusiya Federasiyası qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi dövlət tərəfindən və eyni zamanda bazarın özünütənzimləməsi prinsipləri əsasında aparılır. Burada tənzimləmə əsasən, aşağıdakı məqsədlərlə aparılır:

- Bazar subyektlərinin normadan kənar fəaliyyətinin qarşısının alınması;
- Bazar subyektləri üçün rəqabətli bazar şəraitinin yaradılması;
- İnvestorlar üçün stimül yaradan və risklərin adekvat mükafatlandırılmasını hədəfləyən effektiv bazarın yaradılması;
- Bazar qiymətlərinin tələb və təklif əsasında formalaşmasını təmin etmək;
- Ümumi iqtisadi inkişafa yönəlmiş iqtisadi-normativ tədbirlər.

Tənzimləmə proseslərinin başlıca iştirakçısı Qiymətli Kağızlar bazarı üzrə Federal Komissiyadır. 1996-ci ildə yaradılmış Komissiya qiymətli kağızlar bazarının idarəedilməsi və nəzarətində, investorların hüquqlarının və yatırımlarının qorunmasında əsas dövlət orqanıdır. Bundan əlavə, Rusiya Federasiyası Maliyyə Nazirliyi dövlət qiymətli kağızlar bazarının tənzimləyicisi və onların tədavülə buraxılması üzrə aparıcı dövlət orqanıdır. Nazirlik qiymətli kağızlarla əməliyyatlar üzrə peşəkarların attestasiyasının aparılması, qiymətli kağızlarla əməliyyatların şəffaflığına və düzgünlüyünə nəzarət, sanksiyaların müəyyənləşdirilməsi, qiymətli kağızların tədavülə buraxılması, qeydiyyatı və qeydiyyatda keçdikdən sonra onların ümumi registrinin aparılması kimi vəzifələri icra edir.

Rusiya Federasiyası Mərkəzi Bankı bazarın peşəkar iştirakçısı hesab olunur. O, qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi üzrə digər səlahiyyətli dövlət orqanıdır. Dövlət qiymətli kağızlar ilkin olaraq, Mərkəzi Bank tərəfindən bazarda bazarda yerləşdirilir. Burada Mərkəzi Bank maliyyə brokeri kimi çıxış edir və qiymətli kağızların ikinci bazarını formalaşdırır.

Rusiya qiymətli kağızlar bazarında özünütənzimləmə prinsipləri əsasında fəaliyyət göstərən təşkilatların da rolu müstəsnaadır. Ümumfederasiya qanunlarına uyğun olaraq, özünütənzimləmə təşkilatları aşağıdakı hüquqi-təşkilati formalarda formalaşdırıla bilərlər:

- Professional ittifaqlar;
- Assosiasiyalar;
- İctimai təşkilatlar.

Qloballaşan dünya ilə yanaşı texnoloji inkişaf investorlara dünyanın istənilən nöqtəsində fəaliyyət göstərən birjalara yatırım etmək imkanı yaratmış, əməliyyat xərclərinin düşməsinə səbəb olmuşdur. Nəticədə eyni ölkədə olan yerli fond birjaları arasındakı rəqabət mühiti, beynəlxalq və hətta qitələrarası miqyasda yayılmışdır.

Alternativ əməliyyat sistemlərinin inkişafı birjaları davamlı olaraq yüksək texnologiyalara investisiya etməyə, sürət və təhlükəsizlik tədbirlərini artırmağa məcbur etməkdədir. Bu da texnologiya sərmayələrinin maliyyəsini gündəmə gətirməkdədir. Mövcud vəziyyətdə bu ehtiyaclar üzvlərdən alınan gəlirlər ilə qarşılanmaqdadır. Qurulan və böyüyən birjalar gəlir strukturları da diversifikasiya edilir.

NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR

Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması mexanizminin təkmilləşdirilməsi ilə əlaqədar aparılan təhlilləri ümumiləşdirərək belə nəticəyə gəlmək olar ki, qlobal bazar iqtisadiyyatı şəraitində fond yığımlarının səviyyəsini, artımını və müxtəlif bazar sektorları arasında bölüşdürülməsini təmin edən qiymətli kağızlar bazarı istənilən ölkə iqtisadiyyatının əhəmiyyətli tərkib hissəsidir. Belə ki, maliyyə bazarının bir qolu kimi qiymətli kağızlar bazarı fond resurslarının rentabelli hərəkətinin təmin edilməsində, onların düzgün idarəolunmasının və istiqamətləndirilməsinin təşkilində və ümumi iqtisadi şəraitin inkişafında müstəsna rol oynayır. Bazar iqtisadiyyatı şəraitli ölkələr üçün qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsi xüsusi əhəmiyyət kəsb edir.

Qiymətli kağızlar bazarının da digər bazar növləri kimi bazar alətləri, iştirakçıları, tənzimləmə və idarəetmə üsulları və inkişaf istiqamətləri mövcuddur. Bazarda tədavülə çıxarılmış qiymətli kağızların formaları, sayı və aparılan əməliyyatların müxtəlifliyi, tərəflərin dəyişkən iqtisadi maraqları qiymətli kağızlar bazarının strukturunu mürəkkəbləşdirir. Artıq məlumdur ki, qiymətli kağızlarla aparılan böyük həcmli əməliyyatların əsas hissəsi səhmlər və istiqrazların payına düşür. Buna səbəb, dövlət və ayrılıqda korporasiyaların yaranmış maliyyə kəsrlərini bağlanması və əlavə kapital əldə etməsi üçün ya şirkət səhmlərini satışı çıxarması, ya da borc istiqrazlarını tədavülə buraxmasıdır. Buna görə də, səhm və istiqrazlar əsas qiymətli kağızlar hesab olunur və onların qiymətləndirilməsi yollarının inkişafı mühüm əhəmiyyət kəsb edir.

Səhm və istiqrazların qiymətinin formalaşması qiymətli kağızları tədavülə buraxmış şirkətin mövcud iqtisadi vəziyyəti ilə sıx əlaqəlidir. Belə ki, investorlar daha çox bazarda öz sözlünü demiş, il sonu hesabatlarından mənfəətlə çıxmış və gəlirlilik səviyyəsi yüksək, risk səviyyəsi isə aşağı olan qiymətli kağızlara yatırım edirlər. Bu isə müvafiq qiymətli kağızlara olan tələbin artmasına, bunun nəticəsində isə bazar qiymətlərinin yüksəlməsinə səbəb olur. Eyni şəkildə, maliyyə durumu

qənaətbəxş olmayan şirkətlərin qiymətli kağızlarına olan tələbatın azlığı müvafiq olaraq, onların qiymətlərinin aşağı düşməsi ilə nəticələnir. Bu faktora düzgün nəzarət olunması üçün qiymətli kağızlar üzrə qiymət aralığı, yəni qiymətlər spreadi müəyyən olunur. Qiymətlər spreadi müxtəlif ölkə birjalarında olan son bağlanmış qiymətlərindən ibarət olur. Qiymətli kağızlar üzərində aparılan istənilən növ əməliyyatlar qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və böyüməsini stimullaşdırır. Qiymətli kağızların mövcudluğu, onlar haqqında toplanılan zəruri informasiyaların etibarlılığı bilavasitə onların qiymətləndirilməsi metodologiyasından asılıdır. Bazarda qiymətlərin əmələ gəlməsi prosesi qiymətli kağızların düzgün şəkildə qiymətləndirilməsi zərurətini yaradır. Qiymətli kağızlar öz xüsusiyyətlərinə və funksiyalarına görə digər əmlak növlərindən fərqləndiyinə görə, onların qiymətləndirilməsinə də xüsusi yanaşılmalıdır.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafının təmin olunması üçün aşağıdakı kimi tədbirlər görülməlidir:

- 1) Respublikamıza xarici investisiyanın cəlb olunması məqsədilə, sektorların inkişaf etdirilməsi, o cümlədən, böyük əhəmiyyətli dövlət proqramlarının kapitalla təmin olunması üçün dünya bazarına avroistiqrazların çıxarılması;
- 2) Yerli brendlərə investisiya yatırımlarının çoxaldılması məqsədilə güvən və etibarlılıq xüsusiyyətlərinin üzərində dayanılması;
- 3) İlk kütləvi təklif (İPO) proseslərinin genişləndirilməsi ilə MMC və QSC təşkilatı-hüquqi formalarından ASC-yə keçidin təmin olunması;
- 4) Korporativ idarəetmə sisteminin və qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsi;
- 5) Qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarının peşəkarlaşdırılması məqsədilə geniş təlimlərin aparılması;
- 6) Kifayət qədər cəlbedici və asand görünən bank faizləri vasitəsilə gəlir əldə edilməsinin qiymətli kağızlara yatırımla əvəzlənməsi üçün bank faizlərinin bir qədər aşağı salınması;
- 7) Bazarda manipulyasiya hallarının aradan qaldırılması üçün kompleks tədbirlərin görülməsi və nəzarətin gücləndirilməsi.

Bu kimi tədbirlərin aparılması respublikamızda daha çox inkişaf etmiş qiymətli kağızlar bazarının formalaşmasına v  ümumi iqtisadi inkişafın artım tempinin sürətlənməsinə səbəb olar.

İstifadə olunmuş ədəbiyyat siyahısı.

1. A. Abbasov “Qiymətli kağızlar və onlarla əməliyyatlar”. “İqtisad Universiteti” nəşriyyatı, Dərslük, Bakı, 2007.
2. “Qiymətli kağızlar bazarı haqqında” Azərbaycan Respublikasının qanunu.
3. A.E. Kərimov, A.A. Babayev “Qiymətli kağızlar bazarı”, Elm Nəşriyyatı, Bakı, 2003.
4. E. Sadıqov “Azərbaycanın qiymətli kağız bazarı və onun inkişaf perspektivləri” Sankt-Peterburq, 2003.
5. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2016-cı il 6 dekabr tarixli Fərmanı ilə təsdiq edilmiş “Azərbaycan Respublikasında maliyyə xidmətlərinin inkişafına dair Strateji Yol Xəritəsi”
6. S. Canbaş, H. Doğukanlı “Finansal Pazarlar”, Beta Nəşriyyatı, Adana, 2001.
7. M.C. Atakişiyev, N.M. Şıxəliyeva, R.N. Nurəliyeva “Maliyyə Menecmenti”, Azərnəşr, Dərslük, Bakı, 2010.
8. M.Bolak “Sermaye piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Nəşriyyatı, İstanbul 1991.
9. R. M. Bookstaber “Option Pricing and Investment Strategies”, Probus Publishing, Chicago, 1987.
10. Fisher “Security Analysis and Portfolio Management” New Jersey, 1979
11. P. Mladjenoviç, “Fond Birjasında investisiyalar”, Bakı, 2011.
12. Azərbaycan Respublikası “Qiymətli Kağızlar haqqında” Qanunu, Bakı, 1998.
13. “Qiymətli kağızlar və fond birjalari haqqında” Azərbaycan Respublikasının qanunu.
14. Musayev. A.F, Vəliyev.N.N, Quliyev A.S “Qiymətli kağızlar bazarı” Bakı 1999

15. Sadiqov M.M. “Azərbaycan Respublikasının maliyyə potensialının formalaşdırılması problemləri”. 2001.
16. “Ценные бумаги”. Колесников В.И., Таркановски В.С. Москва-1999
17. “Рынок ценных бумаг и биржевое дело”. Жуков Э.Ф. Москва-2002
18. “Финансовый анализ” - Н.Н. Селезнова, А.Ф. Ионова (2005)
19. www.fimsa.az – Azərbaycan Respublikası Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatasının rəsmi saytı.

Improving the mechanism of price formation in the securities market.

Summary.

Master's dissertation consists of introduction, three chapters, conclusions and sentences, as well as a list of the used literature.

In the introduction of dissertational work, the intensity of the theme is determined, the study of this problem is defeated, the objective, object, goals and tasks, as well as the methods of investigation, are determined. It also indicates the scientific novelty and practical applicability of the results of the study.

In the first chapter of the master's thesis theoretical and methodological aspects of price formation in the securities market are considered: the role of the securities market in the economic development of the republic, as well as the theoretical features of pricing in this market.

In the second chapter of the work, analysis of the mechanism for pricing in the securities market of Azerbaijan was conducted, the current state of pricing on the securities market of Azerbaijan, analysis of the effectiveness of investments in securities and the relationship between securities prices and their yield was considered.

In the third chapter of the dissertation, the main directions of the revision of the Azerbaijani securities market and the mechanism of formation of the price, as well as the experience of foreign countries of the world have been determined.

In the concluding of the dissertation work on the results of the conducted research, the relevant conclusions and proposals were made.

Совершенство механизма формирования цен на рынке ценных бумаг.

Резюме.

Магистерская диссертация состоит из введения, трех глав, выводов и предложений, также списка использованной литературы.

Во введении диссертационной работы обоснована актуальность темы, отражена изученность данной проблемы, определены предмет, объект, цели и задачи, а также методы исследования. Здесь также указана научная новизна и практическая применимость результатов исследования.

В первой главе магистерской диссертации рассматриваются теоретико-методологические аспекты формирования цен на рынке ценных бумаг: роль рынка ценных бумаг в экономическом развитии республики, а также теоретические особенности ценообразования на этом рынке.

Во второй главе работы проведен анализ механизма формирования цен на рынке ценных бумаг Азербайджана: рассмотрено современное состояние формирования цен на рынке ценных бумаг Азербайджана; дан анализ эффективности вложений в ценные бумаги и взаимосвязи между ценами ценных бумаг и их доходностью.

В третьей главе диссертации определены основные направления совершенствования рынка ценных бумаг Азербайджана и механизма формирования цен на нем, а также дан опыт зарубежных стран мира.

В заключении диссертационной работы по итогам проведенного исследования сделаны соответствующие выводы и предложения.

Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin
“Qiymət və qiymətləndirmə” kafedrasının magistrantı
Həbibova Şəmsicahan Əhəd qızının
“Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması mexanizminin
təkmilləşdirilməsi” mövzusunda yazdığı magistr dissertasiya işinin

R E F E R A T I

Bazar iqtisadiyyatı şəraitində əmək bölgüsünün dərinləşməsi, özəl bölmənin inkişafı, maliyyə-kredit sahəsinin də inkişafını və təkmilləşdirilməsini tələb edir ki, bu da öz növbəsində maliyyə sektorunun bütövlükdə inkişafını şərtləndirir. Belə ki, yığım və investisiyanın müxtəlif şəxslər tərəfindən həyata keçirildiyi bir dövrdə yığımların investisiyaya çevrilməsini təmin edən mexanizmin yaranması aktual məsələyə çevrilmişdir. Müasir bazar iqtisadiyyatının əsas atributlarından biri olan maliyyə bazarının segmentlərindən biri də qiymətli kağızlar bazarıdır. Hal-hazırda qiymətli kağızlar bazarı iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsinin dövlət büdcəsi və bank sektoru ilə yanaşı ən mühüm mənbələrindən biri hesab edilir. Bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarı qiymətli kağızların emissiyası, buraxılması, tədavülü, ödənilməsi, sahibliyi, saxlanması, onlarla əqdlərin bağlanması, digər əməliyyatların aparılması üzrə subyektlər arasında olan hüquqi və iqtisadi münasibətlərin məcmusu özündə əks etdirir. Bazarın məqsədi sərbəst maliyyə resurslarını sərbəst etmək və onların bazarın iştirakçılarının qiymətli kağızlarla keçirdiyi müxtəlif əməliyyatlar vasitəsilə yenidən bölgüsünü təmin etməkdən ibarətdir. Bu bazarın mövcudluğu bütün bazar iqtisadiyyatlı ölkələr üçün mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Qiymətli kağızlar bazarı əmtəə və pul tədavülünə fəal surətdə xidmət edir. Digər tərəfdən qiymətli kağızların buraxılması və bazarda yerləşdirilməsi sərbəst pul vəsaitlərinin sərbəst edilməsi və sosial-iqtisadi inkişafa istiqamətləndirilməsinin səmərəli yoludur. Bunun nəticəsində müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərinin dövriyyə sürəti güclənir, ölkədə investisiya üçün əlverişli şərait yaranır

ki, bu da iqtisadi artıma səbəb olur. Qiymətli kağızlar bazarının köməyi və bilavasitə iştirakı ilə iqtisadiyyatdakı sərbəst pul vəsaitləri cəmləşdirilərək bu kanal vasitəsilə iqtisadiyyatın inkişafına və iqtisadiyyat qarşısında duran vəzifələrin yerinə yetirilməsinə yönəldilir.

Bazar iqtisadiyyatının Azərbaycan Respublikasında qərarlaşması ilə əlaqədar qiymətli kağızların iqtisadi rolu daha da yüksəlir və daima araşdırmalar, təhlillər aparılmasını tələb edir. Ölkə iqtisadiyyatının idarəolunmasında qiymətli kağızlar bazarının rolu və daxili investisiya proseslərinin inkişafının zəruriliyi mövzunun araşdırılmasının aktuallığını sübut edir.

Ümumi iqtisadi inkişafda qiymətli kağızlar bazarının əhəmiyyətinin böyük olması və bu səbəbdən sahənin inkişafı üçün dövlətin müəyyən etdiyi irimiqyaslı layihələrin həyata keçirilməsinə baxmayaraq, respublikamızda sahə üzrə informasiya qıtlığı mövcuddur. Zəif bazar əlaqələri qiymətli kağızlar üzrə qiymətlərin formalaşmasına mənfi təsir göstərir ki, bu da manipulyasiya hallarına yol açır. Bu faktorları nəzərə alaraq, magistr işinin yazılmasında əsas məqsəd qiymətli kağızlar bazarında müfəssəl qiymətləndirmə metodlarının araşdırılması, bazarın təhlili, dövriyyədə olan qiymətli kağızların gəlirliliyinin təhlili və bazarın inkişafı üçün görülə biləcək zəruri tədbirlərin müəyyən olunmasıdır.

Qiymətli kağızlar bazarında qiymətləndirmənin aparılması, eyni zamanda, bazar qiymətlərinin dinamikliyinin müəyyən olunması və effektivliyin təmini üçün aparılan təhlil üsullarının müxtəlif model və metodları tədqiqatın obyektinə olaraq araşdırılmışdır. Tədqiqatın predmeti qiymətli kağızlar bazarının respublika iqtisadiyyatında rolunun tənzimlənməsi və araşdırılması istiqamətləri, qiymətləndirmənin üsul və metodlarının təkmilləşdirilməsi, o cümlədən, qiymətlərin dinamik şəkildə dəyişilmə meyllərinin tədqiqidir.

İqtisadi sistemə xas olan əsas xarakterik xüsusiyyətlər qiymətli kağızlar bazarı üçün də xarakterikdir. Belə ki, dəyişən sosial-siyasi şəraitə adekvat təsirlər sözügedən bazarda da qiymətlərin dinamikasına təsir göstərir. Qiymətli kağızlar əmlak bazarında digər əmlak növlərindən bir sıra xüsusiyyətlərinə görə

fərqləndiyindən, onların qiymətləndirilməsinə də fərqli yanaşılmalıdır və burada əsas məqsəd qiymətli kağızların bazar dəyərini aşkara çıxarmaqdan ibarət olmalıdır.

Ölkədə formalaşmış vəziyyət daxili qiymətli kağızlar bazarının inkişafında portfel investisiyaların rolunun qiymətləndirilməsi zərurətini diktə edir. Kapital axımının spekulyativ hissəsini onun investisiya hissəsindən ayrı dəyərləndirmək lazımdır. Başqa sözlə, gələcəkdə qiymətli kağızların qiymətlərinin kəskin şəkildə enib-qalxmasına yol verilməməsi məqsədi ilə investisiya resurslarının və qiymətli kağızlar bazarının imkanlarının mütənasibliyi təmin edilməlidir. Bunları nəzərə alaraq, magistr işi əsas qiymətli kağız növləri üzrə individual və portfel qiymətləndirmə üsullarını geniş şəkildə araşdırır. Bununla yanaşı, dünya qiymətli kağızlar bazarının təcrübələrinə əsasən qiymətlər üzrə müxtəlif analizlərin aparılmasını müəyyənləşdirir. Qabaqcıl tendensiyalardan misal göstərilərək milli səviyyədə inkişafın təmin olunmasının zəruriliyi və yolları göstərilir.

Magistr işində araşdırılan qiymətləndirmə metodları respublika bazarı üzrə geniş istifadə olunmasa da, dünya təcrübəsində mühüm praktiki əhəmiyyət kəsb edir. Məhz buna görə də yerli qiymətli kağızlar bazarının dünya bazarlarına inteqrasiyası zəruridir. Bununla yanaşı, tədqiqatda istifadə olunan metodlar respublika qiymətli kağızlar bazarının subyektlərinin bilik və təcrübələrinin genişləndirilməsinə imkan yaradır.

Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması mexanizminin təkmilləşdirilməsi üçün ilk növbədə, təkmil bazar şəraitinin yaranmasına nail olmaq zəruridir. Təkmil rəqabətli bazar şəraitinin yaradılması üçün manipulyasiya hallarının aradan qaldırılması da əsas şərtlərdən biridir. Məqsəd bazarda baş verən proseslərin şəffaflığının təmin edilməsi ilə yanaşı, qiymətli kağızlar bazarında risklərin minimuma endirilməsidir. Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında bir sıra inkişafda olan ölkələrin, bank sisteminin böhranı ilə nəticələnən və iqtisadiyyatın ümumi böhranına gətirən spekulyativ bazarların yaradılmasının qarşısı alınmalıdır.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafının təmin olunması və xarici investisiyanın cəlb olunması məqsədilə iqtisadiyyatın bütün sektorlarının inkişaf

etdirilməsi, o cümlədən, böyük əhəmiyyətli dövlət proqramlarının kapitalla təmin olunması üçün dünya bazarına avroistiqrazların çıxarılması məqsəduyğundur.

Bu kimi tədbirlərin aparılması respublikamızda daha çox inkişaf etmiş qiymətli kağızlar bazarının formalaşmasına və ümumi iqtisadi inkişafın artım tempinin sürətlənməsinə səbəb olar.

Magistr işi giriş, üç fəsil, nəticə və təkliflər, o cümlədən, ədəbiyyat siyahısından ibarətdir.

Dissertasiyanın birinci fəslində qiymətli kağızlar bazarına və qiymətli kağızların növlərinə geniş şərh verilmiş, respublikada qiymətli kağızlar bazarının yaranması tarixi və onun iqtisadiyyatda rolundan bəhs olunmuşdur. Bununla yanaşı, qiymətli kağızların qiymətləndirilməsinin üsul və metodları haqqında məlumatlar verilmişdir. İkinci fəsildə Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşmasının hazırkı vəziyyətinə, qiymətli kağızlara verilən qiymətlərlə onların gəlirləri arasında əlaqənin müəyyənləşdirilməsinə və müxtəlif təhlil üsullarının araşdırılmasına yer verilmişdir. Dissertasiya işinin üçüncü fəslində respublikada qiymətli kağızlar bazarının inkişafı istiqamətində aparılması zəruri olan müxtəlif tədbirlər araşdırılaraq qeyd olunmuş və dünyanın hər bir yanında fəaliyyət göstərən fond birjalarının təcrübələrindən geniş bəhs olunmuşdur.

Magistr işinin yekununda təhlil nəticəsində əldə olunmuş bir sıra fikirlər, nəticələr, təkliflər və təhlilin ərsəyə gəlməsində istifadə olunan ədəbiyyatın siyahısı göstərilmişdir. Magistr araşdırmasının aparılması zamanı yerli, türk və ingilis ədəbiyyatlarından, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı məqsədilə qəbul olunmuş dövlət proqramları və normativ-hüquqi aktlardan, statistik dərcərdən, ekspert rəylərindən, əlaqədar dövlət qurumlarının hesabatlarından və müxtəlif internet mənbələrindən istifadə olunmuşdur. Magistr işində müşahidə, deduksiya, müqayisə və təhlil metodları tətbiq olunmuşdur.