

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

*Əlyazması hüququnda*

**İsmayılova Fəqumə Muqdat QIZI**

“Birjaların təşkili və idarə edilməsi xüsusiyyətləri” mövzusunda

**MAGİSTR DİSSERTASIYASI**

**İxtisasın şifri və adı: Menecment 060405**

**İxtisaslaşma: Menecment**

**Elmi rəhbər:**

**i.e.d.,prof. Şəfa Quliyeva Tofiq qızı**  
**Sərdar oğlu**

**Magistr proqramının rəhbəri:**

**i.e.d.,prof. Həsənov Heydər**

**Kafedra müdiri: i.e.d.,prof. Şahbazov Kamil Ağazaman oğlu**

**BAKİ - 2018**

## MÜNDƏRİCAT

|                                                                                                                    |          |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|
| <b>GİRİŞ.....</b>                                                                                                  | <b>3</b> |
| <b>FƏSİL 1. Birja fəaliyyətinin nəzəri-metodoloji əsasları</b>                                                     |          |
| 1. Birjaların mahiyyəti, əhəmiyyəti və növləri.....                                                                | 8        |
| 2. Birjaların meydana gəlməsi və təkamülü tarixi.....                                                              | 20       |
| 3. Bazar və biznes infrastrukturunun əsas elementi kimi birjaların bazar iqtisadiyyatında rolu.....                | 27       |
| <b>FƏSİL 2. Birjaların təşkili və idarə edilməsinin əsas istiqamətləri</b>                                         |          |
| 1. Birja fəaliyyətinin səmərəli təşkili və idarə edilməsinə təsir edən amillər.....                                | 39       |
| 2. Birjalar və qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının qarşılıqlı fəaliyyətinin əlaqələndirilməsi.....           | 44       |
| 3. Birjalarda qısamüddətli investisiyalar və risklərin idarə edilməsinin sistemli təhlili.....                     | 58       |
| <b>FƏSİL 3. Birja fəaliyyəti təşkilinin təkmillədirilməsi məsələləri</b>                                           |          |
| 1. Azərbaycan Respublikasında birja fəaliyyətinin həyata keçirilməsi qaydaları və onun inkişaf perspektivləri..... | 64       |
| 2. Birja fəaliyyətinin səmərəli təşkilində marketing sisteminin rolu.....                                          | 69       |
| 3. Birja fəaliyyətində müasir iqtisadi mexanizmlərin tətbiqi və onun təkmilləşdirilməsi yolları.....               | 76       |
| Nəticə və təkliflər.....                                                                                           | 93       |
| Ədəbiyyat siyahısı.....                                                                                            | 97       |
| Summary.....                                                                                                       | 97       |
| Резюме.....                                                                                                        | 98       |
| Referat.....                                                                                                       | 99       |

## GİRİŞ

**Mövzunun aktuallığı:** Hazırki dövrdə makroiqtisadi sabitliyin əldə edilməsində birja mübadilə bazarının və onun iştirakçılarının rolu tədqirəlayiqdir. Bu gün yüksələrək inkişaf edən Azərbaycan iqtisadiyyatında iri həcmli investisiyalara böyük ehtiyac olduğundan respublikamıza inkişaf etmiş sivil birja-fond bazarı lazımdır. Dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsi ilə əlaqədar olaraq qiymətli kağızlar bazarında investisiya prosesinin rolunun artırılması naminə respublikada zəruri şərait yaradılmışdır. Ölkədə uğurla həyata keçirilən özəlləşdimə prosesi öz növbəsində korporativ qiymətli kağızlar bazarındakı tərəqqiyə təkan vermişdir.

Maliyyə münasibətlərinin əhatə dairəsinin artmasında qiymətli kağızlar bazarı əvəzsiz rola malikdir. Bu istiqamətdə respublikamızda məqsədyönlü iqtisadi siyasət həyata keçirilir. Azərbaycan Respublikasında müəyyən qayda və qanunlar çərçivəsində tam təşkil olunmuş qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti ölkədəki iqtisadiyyatın inkişafının vacib amillərindən biri kimi çıxış edir..

“Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin fəaliyyətinin təmin edilməsi haqqında” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərmanının qüvvəyə minməsi ilə ölkədə mütəşəkkil formada qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyət göstərməsinin təməli qoyulmuşdur. Qiymətli kağızlar da məhz hər şeydən əvvəl, müəssisələrin maliyyə resurslarını və əhalinin yığımlarını cəlb etmək və onlardan daha səmərəli istifadə etmək məqsədilə buraxılır. Beynəlxalq təcrübə göstərir ki, müntəzəm fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar bazarı vasitəsi ilə vəsaitləri sahələr arası çevik şəkildə yenidən bölüşdürmək, onları elmi-texniki tərəqqinin daha perspektiv istiqamətlərində təmərküzləşdirmək, daha doğrusu xalq təsərrüfatında struktur irəliləyişlərinin sürətlənməsinə və optimallaşdırılmasına kömək etmək olar.

Bu günə qədər Azərbaycan iqtisadiyyatına həm daxili, həm də xarici mənbələr hesabına 49,5 mlrd. ABŞ dolları həcmində investisiya qoyulmuşdur ki, bunların 15,8 mlrd. ABŞ dolları daxili investisiyaların, 33,7 mlrd. ABŞ dolları isə xarici investisiyaların payına düşür. Yatırılmış investisiyalar içərisində portfel investisiyaların payı 0,6% təşkil edir.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı istiqamətində həyata keçirilən məqsədyönlü iqtisadi islahatlar nəticəsində bu gün Azərbaycanda birja mübadiləsi üzrə milli birja bazarının tarixində ilk dəfə olaraq 2017-ci il ərzində bütün alətlər üzrə aparılmış əməliyyatların ümumi həcmi 9,52 mlrd, manat təşkil etmişdir ki, bu da ötən ilin göstəri-cisini 1,7 dəfə üstələyir.

Göründüyü kimi, hazırkı dövrdə Azərbaycanda birja bazarının təşəkkülündə kifayət qədər həllini gözləyən problemlər mövcuddur ki, bu da dissertasiya işinin aktuallığını göstərir.

Müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarında investisiya prosesinin səmərəli fəaliyyətinin təmin olunmasında bank sisteminin rolunu xüsusi qeyd etmək lazımdır. Hazırda dünyanın inkişaf etmiş ölkələrinin qiymətli kağızlar bazarında investisiya fəaliyyətini həyata keçirə bilən bank sistemi mövcuddur. Ölkəmizdə aparılan məqsədyönlü iqtisadi islahatlar nəticəsində yeni bank sistemi formalaşmış, bir neçə il ərzində kommersiya banklarının ümumi sayı intensiv surətdə artmaqla, onların qiymətli kağızlar bazarındakı investisiya fəaliyyəti də ilbəl genişlənmişdir.

Lakin, bu pozitiv dəyişikliklərə baxmayaraq Azərbaycanın birja mübadiləsi bazarındakı göstəricilər beynəlxalq göstəricilərdən, əsasən isə inkişaf etmiş ölkələrin uyğun olaraq bu göstəricilərindən geridə qalır.

Birja fəaliyyətinin təşkili və idarəedilməsi istiqamətində dünya təcrübəsində istifadə olunan metodlardan ölkəmizdə də istifadə olunmalıdır. Lakin hər bir ölkənin özünəməxsus xarakteri olduğu üçün bu metodların tətbiqi sadəcə mexaniki xarakter daşımamalıdır. Bütün xüsusiyyətlər öz tamlığı ilə özünü bazar münasibətlərinə uyğun olaraq əks etdirməlidir.

**Problemin öyrənilmə səviyyəsi:** Birjaların təşkili və idarə edilməsi **xüsusiyyətləri** ilə bağlı məsələlər keçid iqtisadiyyatlı ölkələrdə bir sıra iqtisadçı alimlərin tədqiqat predmetini təşkil edir. Belə ki, məsələn Rusiyanın iqtisadçı alimləri A.D.Radiqin, B.B.Rubçov, N.İ.Berzon, Y.M.Mirkin və s. öz ölkələrinin inkişaf səviyyələri baxımından bu problemin müxtəlif aspektlərini bu və ya digər səviyyədə araşdırmışlar. Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişafı məsələləri

Azərbaycanın iqtisadçı alimləri A.Abbasov, A.Babayev, A.Kərimov, D.Bağirov, E.Sadiqov M.Həsənlı, R.Bəşirov, R.Rzayev, S.Məmmədov, V.Zeynalov, Z.İbrahimov, Z.Məmmədov və başqalarının əsərlərində qiymətli kağızlar bazarının məzmunu, xüsusiyyətləri, inkişaf istiqamətləri ilə bağlı məsələlər bu və ya digər səviyyədə tədqiq olunmuşdur. İqtisadçı alimlərimizin tədqiqatlarını yüksək qiymətləndirməklə bərabər göstərmək lazımdır ki, maliyyə prosesinin inkişafında **birjaların təşkili və idarə edilməsinin** rolu, bu bazarda emitent şirkətlərin sayının artırılması, onların iqtisadi fəaliyyəti ilə bağlı səmərəliliyin yüksəldilməsi, qiymətli kağızların təkrar bazarının təşəkkülü problemləri müstəqil tədqiqat obyektı kimi çıxış etməmişdir ki, bu da qeyd edilən problemin araşdırılmasını zəruri etmişdir.

**Tədqiqatın əsas məqsədi:** Tədqiqatın məqsədi birja mübadilələri prosesinin sürətləndiyi bir şəraitdə respublikada birjaların əsas xüsusiyyətlərini və istiqamətlərini müəyyənləşdirmək, bu sahədə investisiya siyasətinin genişləndirilməsi üçün elmi cəhətdən əsaslandırılmış təkliflər irəli sürməkdən ibarətdir. Bu məqsədlə tədqiqat işində aşağıdakı məsələlərin həlli qarşıya qoyulmuşdur:

- Birjaların təşkili və idarə edilməsi xüsusiyyətlərinin formalaşması və inkişafının konseptual əsaslarını tədqiq etmək və ümumiləşdirmək;

- Birjaların təşkili və idarə edilməsinin investisiya prosesində rolunu müəyyən etmək;

- Birjaların təşkili və idarə edilməsi potensialını aşkarlamaq və onun reallaşdırılması mühitini təhlil etmək;

- Birjaların təşkili və idarə edilməsi fəaliyyətinin kütləvililiyinin təmin edilməsi mexanizmlərini araşdırmaq;

- Dünya təcrübəsinin öyrənilməsi əsasında fond birjasında və kommersiya banklarında qiymətli kağızlarla bağlı səmərəlilik amillərini tədqiq etmək;

- Qiymətli kağızlar bazarında investisiya risklərinin daha çevik bölüşdürülməsi yolu ilə bu sferanın sabitliyinin artırılması imkanlarını aşkarlamaq;

- İnvestorların qiymətli kağızlar bazarında investisiya fəaliyyətinin əsas xüsusiyyətlərini müəyyən etmək;

-Birja fəaliyyətinin səmərəli təşkili və idarə edilməsinə təsir edən amilləri müəyyənləşdirmək;

-Birjalar və qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının qarşılıqlı fəaliyyətinin əlaqələndirilməsi tədqiq etmək;

-Birjalarda qısamüddətli investisiyalar və risklərin idarə edilməsinin sistemli təhlil olunması;

-Birja fəaliyyəti təşkilinin təkmillədirilməsi məsələləri araşdırmaq;

-Azərbaycan Respublikasında birja fəaliyyətinin həyata keçirilməsi qaydaları və onun inkişaf perspektivlərini müəyyənləşdirmək;

-Birja fəaliyyətinin səmərəli təşkilində marketinq sisteminin rolunu tədqiq etmək;

-Birja fəaliyyətində müasir iqtisadi mexanizmlərin tətbiqi və onun təkmilləşdirilməsi yollarının müəyyənləşdirmək;

**Tədqiqatın predmeti və obyektı:** Tədqiqatın predmetini birja marketinqinin formalaşması və inkişafı qanunauyğunluqları, onun investisiya potensialının reallaşdırılması məsələləri təşkil edir.

Tədqiqatın obyektini inkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsi nəzərə alınmaqla Azərbaycanda mübadilə proseslərinin həyata keçirilməsində onun rolunun müəyyən edilməsi təşkil edir.

**Tədqiqatın nəzəri və metodoloji əsasını** birja fəaliyyəti təşkil və idarə edilməsi ilə əlaqədar nəzəri baxışlar, respublikamızın iqtisadçı alimlərinin öyrənilən problemlə əlaqədar elmi araşdırmaları, Respublika Prezidentinin, hökumətin müvafiq sərəncam və qərarları, normativləri və təlimatları, kommersiya banklarının qiymətli kağızlar bazarında həyata keçirdiyi investisiya siyasəti, bu sahədə inkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsi təşkil edir. Tədqiqat işində sistemli və müqayisəli təhlil, statistik və riyazi üsul və metodlardan istifadə edilmişdir.

**Tədqiqatın informasiya bazasını** Azərbaycan Respublikası Dövlət Statistika Komitəsi, Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi, Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı, Azərbaycan Respublikası Maliyyə

Nazirliyi, Hesablama Palatasının hesabatları, bülletenləri, Bakı Fond Birjası, həmçinin Azərbaycan Respublikası İqtisadi İnkişaf Nazirliyinə dair analitik məlumatlar təşkil edir.

**İşin elmi yeniliyi:** Birjaların təşkili və idarə edilməsi xüsusiyyətlərinin stimullaşdırıcı rolu nəzəri-metodoloji nöqteyi-nəzərdən və keçid iqtisadiyyatının xüsusiyyətləri baxımından müəyyən edilmişdir. Hazırkı dövrdə ölkəmizdə maliyyə vəsaitlərinin birja bazarı vasitəsi ilə milli iqtisadiyyatın prioritet sahələrinə yönəldilməsi üzrə mübadilə siyasətinin gücləndirilməsi və perspektivləri üzrə aşağıdakı təklif və tövsiyələr işlənilib hazırlanmışdır:

- Birjaların təşkili və idarə edilməsi xüsusiyyətlərinin öyrənilməsində istifadə edilən nəzəriyyələrin konseptual əsasları kompleks şəkildə tədqiq edilmiş və ümumiləşdirilmişdir;
- Birja bazarı ilə marketing proseslərinin qarşılıqlı əlaqəsi və qarşılıqlı asılılığını şərtləndirən meyarlar əsaslandırılmışdır;
- Dünya təcrübəsində birja bazarının mübadilə imkanları, mənbələri araşdırılmış və onların reallaşdırılması mexanizmləri müəyyənləşdirilmişdir;
- Birja mübailəsinin marketing potensialı və müxtəlif meyarlar üzrə investisiya riskinin qiymətləndirilməsinin əsas istiqamətləri müəyyən edilmişdir;
- Azərbaycanda fəaliyyət göstərən kommersiya banklarının qiymətli kağızlar bazarında investisiya fəaliyyətinin əsas meylləri və xüsusiyyətləri araşdırılmışdır;
- Azərbaycan Respublikası birja bazarının idarəedilməsi prosesində iştirakının inkişaf problemləri və perspektivləri müəyyənləşdirilmişdir;

**Dissertasiya işinin strukturu.** Dissertasiya işi giriş, özündə 9 paragrafı birləşdirən 3 fəsil, nəticə və istifadə edilmiş ədəbiyyat siyahısından ibarətdir.

## **FƏSİL 1. Birja fəaliyyətinin nəzəri-metodoloji əsasları**

### **1.1 Birjaların mahiyyəti, əhəmiyyəti və növləri**

Birja inkişaf etmiş bazar iqtisadiyyatının ayrılmaz tərkib hissəsi olub sərbəst pul vəsaitlərinin kapital axınlarına çevrilməsini təmin edir. Dünyanın hər yerində sərmayə sahibləri vəsaitlərini birjalarda dəyərləndirir, şirkətlər səhmlərini birjalarda satışa çıxarır, banklar maliyyə vasitələrini birjalar vasitəsi ilə balanslaşdırırlar. Birjalar ümumilikdə qiymətli kağızlarla fəaliyyət göstərirlər: səhmlər, istiqrazlar və digərləri.

Birjaların mahiyyəti, əhəmiyyəti ilə bağlı müxtəlif konseptual yanaşmalar mövcudur.

70-ci illərə qədər birja bazarının təhlili sistemində daha mühüm olan «fundamental» və «texniki təhlil» məktəbləri çıxış edirdilər ki, onların da hər biri özünə məxsus mövqedən çıxış edirdilər. 70-ci illərin ortalarından onlar bir sıra nəzəriyyələrin komponent və elementlərindən çıxış etmiş, əsasən «effektiv bazar» modeli və «təsadüfi seçim» konsepsiyasına əsaslanmışlar. Qeyd edək ki, onlar hələ də birja bazarının tədqiqində mühüm əhəmiyyət kəsb edir. «Fundamental məktəbin» tərəfdarları səhmin gələcək qiymətin proqnozlaşdırılmasında adətən balansların, hesabatların, müxtəlif statistik materialların öyrənilməsinə nəzər yetirir. Bundan fərqli olaraq «Texniki təhlil» məktəbinin tərəfdarları isə hər şeyin birja məzənnələrində əksini tapdığını hesab edirlər. Buna görə də, onların yanaşmasına əsasən ən vacib məsələ alışı və satışı əsasında qiymətli kağızlara olan tələbin və təklifin öyrənilməsidir. Texniki təhlil məktəbinin tərəfdarları öz tədqiqatlarında birja bazarının vəziyyəti ilə əlaqədar bir sıra nəzəriyyələrdən istifadə edirlər ki, bunlardan da ən vacib olanları aşağıdakılardır:

- dou nəzəriyyəsi;
- məzənnənin dəyişməsi nəzəriyyəsi;
- natamam səhm nəzəriyyəsi;
- müvəqqəti satılmış səhm nəzəriyyəsi;
- təsadüfi hərəkət hipotezi;

- bazarın səmərəlilik nəzəriyyəsi.

**Dou nəzəriyyəsi.** Texniki məktəbin mühüm tərkib hissəsi olan bu nəzəriyyə 1900-cu ildə Çarlz Dou (Charles Dow) tərəfindən yaradılmışdır. Çarlz Dou öz növbəsində Edvard Consla birlikdə “Dou Cons” şirkətini və «The Wall Street Journal» jurnalını təsis etmişlər. 1929-cu ildə bu nəzəriyyənin ən yüksək uğur dövrü gəlib çatdı. Belə ki, hökumət nümayəndələrinin böhran üçün heç bir əsasın olmadığını inandırmağa çalışdığı bir vaxtda ekspertlər «The Wall Street Journal» jurnalının 23-cü nömrəsində səhmlərin məzənnəsinin kəskin surətdə aşağı düşməsi nəticəsində birja böhranının baş verəcəyini söyləmişdilər. Onların proqnozu gerçəkləşdikdən sonra isə Dou nəzəriyyəsi cəmiyyətin diqqətini daha çox cəlb etməyə başladı. 1929-cu il 24 oktyabr tarixində investorlar öz səhmlərindən xilas olmaq üçün həmin gün 12,9 milyon ədəd qiymətli kağız satmışdılar. Növbəti günlərdə isə 30 milyon ədəd səhm satılmışdır və onların məzənnəsinin kəskin düşməsi milyonlarla investorun iflasına səbəb olmuşdur. Ümumilikdə bir həftə ərzində baş verən birja çaxnaşması nəticəsində bazar 30 mlrd, dollar məbləğində itikiyə məruz qalmışdır ki, bu da öz növbəsində ABŞ hökumətinin I Dünya Müharibəsi ərzində xərclədiyi puldan çoxdur. Bundan başqa bu böhranın baş verməsi maliyyə dünyası üçün dərs olmuşdur. Belə ki, o gündən etibarən bir çox fond birjalarında kotirovkaların kəskin aşağı düşməsi zamanı ticarətin dayandırılması təcrübəsi tətbiq edilir. Bu təcrübə sayəsində 1987-ci il birja böhranının nəticələri 1929-cu illə müqayisədə kifayət qədər yüngül olmuşdur.

Bu nəzəriyyənin tərəfdarları fond bazarının meylləri ilə bağlı başlıca cəhətləri və istiqamətləri müəyyən etməyə çalışırlar. Bu nəzəriyyə əsasən səhm bazarının tam vəziyyətini səhmlərin məzənnəsində eyni vaxtda baş verən üç əsas kurs hərəkəti müəyyən edir:

- ilk hərəkət qısa müddətli olub, bir gün çərçivəsində və yaxud bir neçə saatda baş verən dəyişməni əhatə edir. Bu aralıqda bazarda daha çox alış və satış baş verir.

- ikinci hərəkət daha sürətlidir, iki həftə ilə bir ay arasında olur, lakin bir sıra xüsusi hallarda bir aydan artıq ola bilər;

-üçüncü hərəkət uzunmüddətlidir və 1 ildən az olmayan müddəti əhatə edərək: bazarın əsas meyllərini əks etdirir. Bu nəzəriyyəyə görə gündəlik dəyişmələr yalnız birinci və ikinci hərəkətə təsir edə bilər. Burada bir həftədən bir neçə aya qədər davam edən əhəmiyyətli dəyişikliklər böyük rola malikdir.

**Məzənnənin dəyişmə nəzəriyyəsi** (bazarın genişlik nəzəriyyəsi). Məlumdur ki, bir iş günü ərzində birjada bir səhmin məzənnəsinin aşağı düşməsi və digər səhmlərin məzənnəsinin yuxarı qalxması müşahidə oluna bilər. Belə olan tərzdə həmin nəzəriyyənin (the Advance-Dcline Theory) məqsədi qiyməti düşmüş səhmlərin sayı ilə qiyməti qalxmış səhmlərin müqayisəsinin aparılmasıdır. Bu müqayisənin nəticəsi bazar meyllərinin müəyyən edilməsinə xidmət edir ki, bu da öz növbəsində bazar dinamikasının ümumi istiqamətlərini özündə əks etdirir.

Bu nəzəriyyə həmçinin “bazarın genişlik” nəzəriyyəsi (Breadthof the Market) də adlanır ki, burada bazar konyukturası dinamikasında iştirak edən səhmlərin payı təhlil edilir. Ticarət sessiyası ərzində birjada kotirovka edilən səhmlərin 2/3-nin qiyməti birtərəfli hərəkət etdikdə bazar geniş hesab edilir. Məsələn, fərz edək ki, birjada 1000 ədəd səhm dövr edir. Bir iş günü çərçivəsində 520 səhmin qiyməti qalxmış, 180 səhmin qiyməti aşağı düşmüş, 300 səhmin qiyməti dəyişilməz olaraq qalmışdır. Nisbəti hesablamaq üçün xalis göstərici kimi «məzənnə dəyişməsinin aşağıdakı göstəricisindən istifadə edilir:

$$P_0 = \frac{R_1 - R_2}{A}$$

burada  $P_0$  - səhmin həcmi arasında faiz nisbəti;  $R_1$  - qiyməti artan səhmlərin sayı;  $R_2$  qiyməti aşağı düşən səhmlərin sayı;  $A$  - birjanın siyahısında olan səhmlərdir.

Bizim misala uyğun olaraq həmin göstərici aşağıdakı kimi olacaqdır:

$$P_0 = \frac{520 - 180}{1000} = 34\%$$

Burada qiyməti artan səhmlərin sayı çoxdur və bu da müsbət nisbəti müəyyən edir. Faizin müsbət artım meylinin mövcudluğu iri səhm paketlərinin alınması ilə xarakterizə edilir (bull market). Əgər biz səhmlərin sayını aşağıdakı kimi dəyişdirsək:

$$P_0 = \frac{180 - 520}{1000} = -34\%$$

Göründüyü kimi, bu zaman mənfə göstərici alınır ki, bu da səhm məzənnəsinin uzunmüddətli azalma meylini təsdiq edir və bu zaman satışın həcmi artır (*bear market*).

Əgər bu meyllərin hər hansı birində əks istiqamətdə olan rəqəmlər meydana gəlsə, onda onlar bazarda baş verəcək dəyişiklikləri qabaqcadan söyləyən bir indikator kimi qəbul edilirlər.

**Natamam səhm nəzəriyyəsi.** Bu nəzəriyyə postulata (riyaziyyatda məntiqdə sübutsuz olaraq əsas götürülən müddəə, fərziyyə) əsaslanır. Səhmlərlə əməliyyatlar həyata keçirilərkən iki əsas metoddan istifadə edilir:

- tam qrup: 100 səhm üzrə (*round lots*);
- natamam qrup: 1-dən 99-a qədər səhm üzrə (*odd lots*).

Tam qruplarda investorların ödədiyi mükafatlar natamam qruplardakından aşağıdır. Çox vaxt natamam lotlar üçün diferensial komisiyon haqqı sərbəst qaydada müəyyən edilir. Adətən səhm üçün bu göstərici 1/8 (1 səhm üçün 12,5 sent) təşkil edir ki, bu da peşəkar investorun öz pullarını 100 səhm üzrə qrupa yatırmasının əsas səbəbidir. Belə ki, məsələn A şirkətinin səhmlərini 70 dollardan aldıqda 700 dollar və komisiyon haqq ödəyəcəkdir. 50 səhm aldıqda isə o hər səhm üzrə 70,5 dollar və komisiyon haqq ödəməli olacaqdır. Buna misal olaraq 2004 və 2003-cü illərdə Nyu-York Fond Birjasında müvafiq olaraq səhmlərin "*round lot*" lar üzrə orta qiymətinin 31,7 və 27,5 dollar, "*odd lot*"lar üzrə isə 39,7 və 35,3 dollar təşkil etdiyini göstərmək olar.

Natamam lotlarla əməliyyatları ixtisaslaşmış dilerlər həyata keçirirlər. Onlar öz növbəsində tam lotları parçalayaraq pərakəndə brokerlərə satırlar. Pərakəndə brokerlər isə həmin natamam lotları kiçik investorlara satırlar. Bu zaman səriştəsiz investorlardan adi komisiyon haqq və xüsusi əlavə dəyər (natamam lot üçün diferensial komisiyon haqq) tutulur. Sayı 1-dən 99-a qədər olan səhmlərin alınması kiçik və səriştəsiz investorlara xasdır və adətən bu cür investorlar tam lotun alınması üçün kifayət qədər pul vəsaitinə malik deyillər. Qeyd edək ki, bu nəzəriyyənin

köməkliylə məhz belə investorların hərəkəti təhlil edilir. “Qısa” mövqedən istifadə etməklə səhmlərin satışı da daxil olmaqla natamam qruplarda alınan və satılan səhmlərin sayı izlənilir. Belə ki, natamam qruplarda sövdələşmə həyata keçirən investorlar bazar kotirovkalarının enmə və qalxmasına kəskin sürətdə reaksiya göstərirlər. Adətən analitiklər natamam qruplarda alınıb-satılan səhmlərin həcmi arasındakı nisbətlə maraqlanırlar ki, bunu da alınan səhmlərin sayının satılan səhmlərin sayına bölməklə tapmaq olar. Burada faizin artması alışı azalmasını, azalması isə - satışın artmasını göstərir. Bu nisbət Nyu York Fond Birjasının (NYFB) statistik məlumatları əsasında hesablanır. 2007-ci il ərzində NYFB-də "odd lot" qrupu üzrə alınmış səhmlərin sayı 3,5 milyard, satılmış səhmlər üzrə sayı isə 3,9 milyard ədəd təşkil etmişdir, 2006-cı ildə isə alınmış səhmlərin sayı 4,71 milyard, satılmış səhmlər üzrə sayı isə 4,88 milyard ədəd təşkil etmişdir [35, 102]. 2007-ci ilin göstəricisi (89.7%) satışın artdığını, 2006-cı ilin göstəricisi (96%) isə alışı artdığını göstərir.

Digər bir formula isə aşağıdakı kimidir:

$$C = \frac{P}{R} :$$

burada, C- satılmış səhmin (brokerdən borca götürülmüş) ümumi satılmış səhmlərin həcminə olan nisbəti; P - satılmış səhmlər (brokerdən borca götürülmüş); R - satılmış səhmlərin ümumi həcmi.

Həmin nisbətin qiymətinin artması çoxlu sayda satılmış səhmlərin mövcudluğunu göstərir. Bu nəzəriyyənin davamçılarının fikrinə əsasən kiçik investorlar bazarın qiymətləndirilməsində səhvə yol verə bilirlər və bu da əsasən məzənnə dəyişikliyinə baş verməsindən əvvəl özünü daha çox biruzə verir. Bu kateqoriyaya aid olan investorlar bazar "yuxarı fazada" olduqda aktiv şəkildə səhm alırlar, bazar "aşağı fazada" olduqda isə - səhm satırlar. Buna görə də mütəxəssislər bu növ investor qrupunun əksinə olan addımlar atmağı, yəni onlar aldıqda satmağı, onlar satdıqda isə almağı məsləhət görürlər.

***Müvəqqəti satılmış səhm nəzəriyyəsi və yaxud səhmlərin “qısa” satışının məcmu nəzəriyyəsi.*** Bu nəzəriyyə brokerdən borca götürülmüş səhmlərin alışı və

satışı ilə birbaşa bağlıdır. İnvestor səhmi mövcud bazar qiymətinə satdıqdan sonra onları daha ucuz qiymətə almaq üçün əlverişli bir məqamı gözləyir. Bu nəzəriyyənin məqsədi səhmlərin qanuni sahiblərinə qaytarılması üçün satılmış və hələ də geri alınmayan səhmlərin sayını müəyyən etməkdir. Burada hesabat «yekun qısa mövqe əmsalı», yəni səhmlərin ödənilməsi ilə ümumi satış həcmi nisbəti və səhmlərin bütün əməliyyatlarının orta həcmi əsasında qurulur.

Satıcıya məxsus olmayan qiymətli kağızların “qısa” və yaxud təcili satışının həyata keçirilməsinin əsas səbəbləri gözlənilən qiymət düşməsi ilə oynanılma və “uzun” mövqenin aşkarlanması zamanı gəlirin qorunması hesab edilir. Əgər satıcı sonunda göstərilən səhmləri daha aşağı qiymətə geri ala bilirsə bu zaman o gəlir əldə edir, qiymətlərin qalxması zamanı isə itkiyə məruz qalır.

Çoxlu sayda satılmış “qısa” səhmlərin mövcudluğu səhmin geri alınmasının gözləndiyini əks etdirən indikator kimi qəbul edilir. Bu hal investorun onun tərəfindən satılan səhmlərin qiymətinin onların alınma və bağlanma mövqeyinin əlverişli olduğu səviyyəyə qədər düşməsi nəticəsinə gəldikdə baş verəcəkdir. Bu mövqedən əsasən kiçik spekulyantlar çıxış edirlər. Çünki onların bazarda əsas məqsədi qısa müddət ərzində səhmin məzənnə fərqi ilə gəlir əldə etməkdir.

***Təsadüfi hərəkət hipotezi və yaxud “düşünülməmiş hərəkət” nəzəriyyəsi.*** Bu hipotez və yaxud “düşünülməmiş hərəkət” nəzəriyyəsi (Random Walk Hypothesis) 1900-cü ildə fransız riyaziyyatçısı Lui Başelye tərəfindən təklif olunmuşdur. 1960-cı ildə bu hipotezə yenidən qayıtmışdılar ki, bunun da əsas səbəbi texniki təhlilin tərəfdarlarının köhnə kotirovkları qrafikləri əsasında səhmin gələcək qiymətinin proqnozlaşdırılmasının mümkün olduğunun təsdiqləməsi və hipotezi təkzib etmələri olmuşdur.

Bu isə o deməkdir ki, qiymətlərin ötən dövrlərdə dəyişməsi haqqında məlumatlardan istifadə etməklə hər hansı bir səhmin gələcək riyazi qiymətini qabaqcadan xəbər vermək mümkün deyil. Bir qayda olaraq keçmiş kotirovkalar səhmin gələcək qiymət dəyişməsinin proqnozlaşdırılmasında faktiki olaraq heç bir

əhəmiyyət kəsb etmir. Kotirovkalar sadəcə bazarın təsadüfi informasiyalara reaksiyasını əks etdirir.

**Effektiv bazar nəzəriyyəsi** (müasir maliyyə nəzəriyyəsi) - Bu nəzəriyyənin əsası 1965-ci ildə E.Famab tərəfindən qoyulmuşdur. O effektiv bazarın qiymətlərinin bütövlükdə bütün məqbul informasiyam əks etdirdiyini isbat etməyə çalışırdı. Bu nəzəriyyəyə görə bazar qiymətləri müvafiq informasiyalara tez reaksiya göstərdiyi zaman bazar effektiv hesab edilə bilər. Bazarın bu cür tez reaksiya göstərmək qabiliyyəti tarazlığının qorunub saxlanılmasının əsas şərtlərindən biridir.

Effektiv bazar nəzəriyyəsinin predmeti informasiya effektividir. Bunun da üç növü vardır ki, buraya zəif forma, orta forma, güclü forma aid edilir. Effektivliyin zəif forması zamanı səhmin qiymətindəki əsaslı dəyişikliklər bir-birindən asılı deyil və qiymətlər təsadüfi olaraq dəyişir. Əgər bazar qiymətləri tamamilə və hər zaman ictimai informasiyanı özündə əks etdirirsə, onda bu zaman bazar effektivliyi orta gücə malik olur. Bura qəzetlərdə və maliyyə mətbuatlarında nəşr olunan bütün hesabatlar, müxtəlif hökumət nəşrləri, televiziya və radioda verilən müxtəlif məlumatlar daxildir. Əgər bazar qiymətləri tamamilə və hər zaman ictimai və korporativ informasiyaları özündə əks etdirərsə bazar effektivliyi güclü formaya malik olur.

Ümumilikdə effektiv bazar hipotezi bazar qiymətlərinin bütün investorların gözləntilərini və biliklərini əks etdirdiyindən xəbər verir. Buna görə də lazımı qədər qiymətləndirilməmiş səhmlər axtarmaq və yaxud trendin dəyişilməsini proqnozlaşdırmaq faydasızdır. Hər bir yeni dəyişiklik səhmin qiymətində əks olunur və bazarla mübarizə aparmaq qeyri-mümkündür.

Sonda qeyd edək ki, yuxarıda baxılan nəzəriyyələrin hansısa birinin seçilməsi hər bir analitikin və ya investorun seçdiyi investisiya siyasətdən asılı olur. Deməli, burada hər hansı bir nəzəriyyəni üstün tutmaq düzgün olmaz, çünki hər bir nəzəriyyənin öz məzmunu və fəaliyyət mühiti mövcuddur. Məhz bir neçə nəzəriyyənin əlaqləndirilməsi gələcək üçün proqnozun tərtib edilməsində maksimal dəqiqliyə gətirib çıxara bilər.

Birjanın üç əsas növ var: əmtəə, fond və valyuta. Səhmlərlə ticarət dedikdə daha çox fond birjalarında, məhsullarla ticarət əmtəə birjalarında, valyutalarla ticarət isə valyuta birjalarında həyata keçirilən ticarət nəzərdə tutulur.

Əmtəə birjalarının əsas prinsipləri aşağıdakılar təşkil edir:

- birja ticarətində iştirakçıların hüquq bərabərliyinin təmin edilməsi;
- sərbəst bazar qiymətlərinin tətbiq olunması;
- birja ticarətində aşkarlıq prinsipi.

### **Əmtəə birjalarında ticarət sazişlərinin növləri və bağlanması formaları.**

Birjada iki əsas əməliyyat növü həyata keçirilir:

- Real məhsula görə əməliyyatlar
- Müddətli (fyuçers) əməliyyatlar.

Real əmtəəyə görə əməliyyatlar məhsulun satıcıdan alıcıya keçməsi ilə yəni real əmtəənin birjanın anbarlarının birində təhvil-təslim ilə başa çatır. Real əmtəə ilə əməliyyatlar məhsulun təhvil verilmək müddətindən asılı olaraq təcili göndərilən əməliyyatlara və gələcəkdə göndərilməsi nəzərdə tutulan real əməliyyatlardır.

Birjada nağd şəkildə satılan əmtəələr birjanın anbarlarından birində yerləşdirilməli və müqavilə bağlandıqdan sonra təcili olaraq alıcıya təhvil verilməlidir.

Əmtəənin gələcəkdə göndərilməsi ilə nəzərdə tutulan əməliyyatlar ədətən, müddətli əməliyyatlar – forvard əməliyyatları adlanır. Bu əməliyyatlar real əmtəənin müqavilənin bağlandığı vaxtın qeyd olunmuş qiymətləri ilə müqavilədə göstərilən müddətdə göndərilməsini nəzərdə tutur. Bu müddətin uzunluğu birja tərəfindən müəyyən olunur. Məsələn, London metal birjasında bütün əməliyyatlar üzrə məhsulun göndərilməsi üçün müddət 3 ay müəyyən olunmuşdur (gümüş 7 ay).

Real əmtəələrlə bağlı əməliyyatlardan fərqli olaraq müddətli əməliyyatlar real əmtəənin göndərilməsi və qəbulu haqda tərəflərin öhdəliklərini nəzərdə tutmur. Bu əməliyyatlar əmtəə hüququnun alınıb-satılmasını nəzərdə tutur.

Fyuçers müqaviləsi sadəcə olaraq ləğv oluna bilməz. Əgər bu müqavilə bağlanarsa, onda ya bərabər miqdarda əmtəəyə uyğun əks müqavilənin bağlanması ilə

və yaxud razılaşdırılmış əmtənin müqavilədə nəzərdə tutulmuş müddətdə göndərilməsi yolu ilə ləğv oluna bilər. Müddətli müqavilələrdə alıcı satın aldığı malları almağı, satıcı isə satdığı malları göndərməyi nəzərdə tutur. Bu cür əməliyyatların nəticəsi real əmtənin göndərilməsi ilə deyil, müqavilənin bağlandığı anda əməliyyat qiyməti ilə onun həyata keçirildiyi andakı qiymət arasındakı fərqin ödənilməsi və ya ayrılmasından ibarətdir. Məsələn, satıcı bir partiya mis mart ayında göndərmək şərti ilə 1 tonu 930 dollara satmışdır. Əgər məhsulun göndəriləcəyi anda misin birjada 1 tonunun qiyməti 935 dollara qədər artmış olarsa, onda satıcı uduzmuş, alıcı isə udmuş tərəf olacaqdır.

Satıcı uduzmuş tərəf kimi əks əməliyyat – «OFFSET» adlanan müqavilə bağlamaqla 5 dollar ödəməlidir, yəni satıcı bu həcmdə mis partiyasının 1 tonu 935 dollar geri alır. Alıcı isə öz növbəsində martda OFFSET müqaviləsi bağlayır, yəni mis partiyasını tonu 935 dollar olmaqla satır və hər tonda 5 dollar udur.

Müddətli əməliyyatlarda tərəflərdən biri həmişə udur, digəri uduzur. Fyuçers kontraktları bağlanarkən iki əsas şərt – qiymət və malgöndərmə müddəti razılaşdırılır. Qalan bütün şərtlər standart olub, birja qaydaları ilə müəyyənləşir. Real əmtəə kontraktlarından fərqli olaraq Fyuçers kontraktları məcburi qaydada hər bir birjanın nəzarətində olan hesablaşma palatasında təcili qeydiyyatdan keçirilməlidir. Fyuçers kontraktları qeydiyyatdan keçdikdən sonra birjanın üzvləri, yəni alıcı və satıcı tərəf müqabili kimi çıxış etmirlər. Onlar ancaq birjanın hesablaşma palatası ilə iş görürlər.

Tərəflərdən hər biri istənilən anda uyğun miqdarda OFFSET müqaviləsi bağlamaq yolu ilə fyuçers kontraktını ləğv edə bilər. Fyuçers kontraktlarının ləğv olunması hesablaşma palatasına cari qiymətlə kontrakt bağlanan günün qiyməti arasındakı fərqin ödənilməsi və ya alınması yolu ilə həyata keçirilir. Əgər Fyuçers kontraktı müddəti qurtarana qədər OFFSET müqaviləsi yolu ilə ləğv edilməyibsə, onda satıcı real məhsulu göndərə bilər, alıcı isə bu əmtəəni birjanın təyin etdiyi qaydalarla qəbul edə bilər.

İştirakçılar birjada müqavilələr bağlamaqla aşağıdakı məqsədləri güdürlər:

- real əmtəənin alqı-satqısı;

- spekulativ əməliyyatların yerinə yetirilməsi;
- qiymətlərin mümkün dəyişilməsinin sığorta olunması (hejrləşdirmə).

**Valyuta birjalari** xarici valyutanın alqı-satqısı həyata keçirilən iqtisadi müstəvidir. (ing. Foreign exchange market, currency market). Valyuta əməliyyatları hər hansı bir ölkənin pul vahidinin digər ölkənin pul vahidinə dəyişdirilmsi və bu əməliyyat nəticəsində yaranan fərqdən mənfəət əldə edilməsi prinsipinə əsaslanır. İnvestisiya bazarları arasında daha çox qazanc fürsətini özündə ehtiva edən birja növü olaraq qəbul edilir.

1993-cü ildə Azərbaycanda valyuta birjasının yaradılması təşəbbüsü ilə Bakı Banklararası Valyuta Birjası yaradılmışdır, lakin bankların öz xarici valyuta əməliyyatlarını daha çox Mərkəzi Bank və ya öz aralarında etməsi nəticəsində BBVB 2015-ci ildən fəaliyyətini dayandırmışdır. İnkişaf etmiş ölkələrin hər birində valyuta birjalari məzənnələrin müəyyənləşdirilməsində əsas rola malikdir. Hal hazırda Azərbaycan Respublikasında manatın məzənnəsini əsasən Mərkəzi bank müəyyənləşdirir. Banklarda isə valyuta birjası funksiyası “Bloomberg” platforması ilə həyata keçirir.

Mərkəzi Bankı tərəfindən məzənnə siyasətində məqdəyənlü tənzimləmə siyasəti həyata keçirilir. Ölkənin sosial-iqtisadi inkişafında neft gəlirlərindən aktiv şəkildə istifadə, iqtisadiyyatın qeyri-neft sektoruna xarici kapital axınının güclənməsi daxili valyuta bazarı üzrə təklifin tələbi üstələməsi ilə nəticələnmişdir. Üzən tənzimlənen məzənnə rejimində Mərkəzi Bank izafi valyuta təklifini aktiv sterilizasiya etməklə iqtisadiyyatın zəruri likvidliyə olan tələbatını ödəmiş, eyni zamanda manatın məzənnəsinin sabilliyini qoruyub saxlamışdır. Ölkədə rəqabət qabiliyyətinin və maliyyə sabitliyinin qorunması üçün məzənnə siyasətinin çevikliyi daha da artırmaq məqsədilə Mərkəzi Bank mövcud valyuta səbəti mexanizminin struktur parametrlərinin modifikasiyası həyata keçirmişdir. Qeyd etmək lazımdır ki, dolların məzənnəsinin qalxması nominal dəyəri milli valyuta ilə olan qiymətli kağızların məzənnəsinin aşağı düşməsinə gətirib çıxarır, xarici valyutanın məzənnəsinin aşağı diişməsi isə öz növbəsində nominal dəyəri milli

valyuta ilə olan qiymətli kağızların məzənnəsinin artmasına gətirib çıxarır. Mexaniki olaraq bu prosesi belə təsvir etmək olar. Xarici valyutanın məzənnəsinin qalxması milli valyutanın və iqtisadiyyatın zəif olmasına dəlalət edir. Belə olduğu halda ölkə ixracdan çox idxala edir. Bu halda nominal dəyəri milli valyuta ilə olan qiymətli kağızlar xarici investorlar üçün elə də cəlbədicilərin olmur, çünki onların dollar ekvivalentində bazar qiyməti aşağı düşür və yaxud əksinə.

**Fond birjaları** - Fond birjası və qiymətli kağızlar bazarı inkişaf etmiş bazar iqtisadiyyatının ayrılmaz tərkib hissəsi olub sərbəst pul vəsaitlərinin kapital axınlarına çevrilməsini təmin edirlər. Qiymətli kağızlar bazarının tədqiqatçılarından olan Y.Mirkin anqiosaks modelini xarakterizə edərkən “fond bazarının real sektorda investisiyanın əsas mənbəyinə çevrildiyini (maliyyələşmədə bank kreditlərinin payı azalır)” qeyd edir.

Təkrar bazarın ən vacib elementlərindən biri fond birjasıdır. Fond birjası qiymətli kağızlar bazarının likvidliyini və onun tənzimlənməsini təmin edir. Fond birjasında qiymətli kağızların bazar qiyməti müəyyən edilir və qiymətli kağızlara qarşı yaranan tələb və təklif arasında tarazlıq öz əksini tapmaqla yanaşı, onlar haqqında zəruri informasiyanın yayılmasını da təşkil edir.

Yaponiyada kommersiya banklarına fond birjalarında üzv olmaq qadağan edilib, amma onlar qiymətli kağız aldıqdan sonra (broker firmalarının vasitəçiliyi ilə) istər öz hesabına, istərsə də müştərinin tapşırığı ilə hər növ qiymətli kağızı alıb və sata bilər. Bundan başqa kommersiya bankları birja nizamnaməsinin tələblərinə cavab verməklə dövlət qiymətli kağızları ilə müxtəlif adda müddətli əməliyyatlar həyata keçirə bilər. Uzun müddət Yapon bankları yeni buraxılmış qiymətli kağızların yerləşdirilməsi üzrə vasitəçilik funksiyasını yerinə yetirmək hüququna malik deyildilər. Yaponiya kommersiya banklarına, həmçinin, müştərilərinin qiymətli kağızlarının portfelinin idarə edilməsini həyata keçirmək qadağan olunur.

Kanadada da uzun müddət kommersiya banklarına fond bazarında fəaliyyət göstərməyə icazə verilməmişdir. Ancaq son zamanlarda bank qanunvericiliyində

dəyişiklik edilməsi nəticəsində kommersiya banklarına broker firmalarının kapitalında iştirak etmək imkanı verilmişdir.

Avropa Birliyi ölkələrinin bir neçəsində ənənəvi olaraq fond bazarında yalnız banklar işləyir (Almaniya, Avstriya), digər ölkələrdə isə banklara birjaya daxil olmaq qadağan olunmuşdur (Fransa, B.Britaniya, İspaniya).

Fond bazarının fəaliyyət göstərməsinin əsas şərtlərindən biri qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etmiş infrastrukturudur. Ölkədə yaranmış infrastruktur Bakı Fond Birjası, Milli Depozit Mərkəzi və digər qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının şəbəkəsi ilə təmsil olunub, 2017-ci ilin sonuna qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçı kimi 17 peşəkar iştirakçı fəaliyyət göstərir.

## 1.2. Birjaların meydana gəlməsi və təkamülü tarixi

Müasir birja mübadiləsi müxtəlif topdansatış ticarət növlərinin uzun müddətli təkamülünün nəticəsidir.

Tarixi olaraq, topdan ticarətin orijinal forması karvan ticarətinə birja kimi baxıla bilər. Bu, epizodiklik, müəyyən ticarət yerinin olmaması və icra qaydaları ilə xarakterizə edilmişdir. Sonralar isə bu xüsusiyyətlər ədalətli ticarətlə əvəzləndi. Orta əsrlərdə kiçik və kifayət qədər böyük sərgilər görünməyə başladı. Sərgilərin yeri və vaxtı dəqiq olaraq qeyd edilir və iştirakçılara əvvəlcədən bildirilirdi. Sərgilərdə həm dərhal ödəniş, həm də təxirə salınmış bir ödəniş ilə nağd əməliyyatlar həyata keçirilirdi. Bəzi yarmarkalarda məhsullar üçün standart keyfiyyət tələbləri işlənib hazırlanmışdır. Həmin dövrdə ədalətli ticarət sıx inkişaf etmiş daxili qaydalara əsasən aparılırdı.

Keçmiş zamanlarda tacirlər alıcı tapmaq, işgüzar məlumat əldə etmək, ən vacibi hər hansı bir malın axırncı qiyməti haqqında məlumat almaq üçün müəyyən bir yerdə yığılardılar. Belə yığıncaqlar bizim eramın ikinci əsrinin sonunda yaranmışdır. 1653-cü ildə Marsel tacirlərinin küçə yığıncaqlarında kommersiya işlərinin həllində meydana çıxan çətinlikləri aradan qaldırmaq məqsədi ilə bina tələbi tədricən birja ticarəti qaydalarının yaranmasına səbəb oldu. Mühüm yenilik isə ondan ibarət idi ki, bu ticarətin iştirakçıları malları özləri ilə daşımayaraq, yalnız qiymət razılaşmaları ilə kifayətlənirdilər. Birjanın alver meydançalarında alqı-satqı əməliyyatları ilə yanaşı, məhsulların sığortalaşdırılması, veksellərin alınib-satılması kimi məsələlər də həll olunurdu.

Tarixdə ilk birja 1406-cı ildə yaranmışdır. Belə ki, «Birja» sözünün yaranma mənbəyi iri ticarət məntəqəsi olan Folandiriya-Bruqqedir. Ticarət yığıncaqları «Burso» mehmanxanasının yaxınlığında qərarlaşırdı. Mehmanxana sahibini Vander Burso çağırırdılar. O, müsafirlər üçün özünün pul kisəsi rəmzi olan gerbi ilə üstünə bəzəkli bir ev tikdirmişdi. Əcnəbi kommersantlar Bruqqeyə gələndə də adətən həmin mehmanxanada qalır, digər tacirlərlə tanış olur, sazişlər bağlayır, nailiyyət və

müflisləşmələr haqqında təzə məlumatlar öyrənirdilər. «Burse» yalnız ona görə tacir qonaqlara əlverişli idi ki, onun yaxınlığında Florensiyanın və Kenuyanın iri ticarət mərkəzlərinin nümayəndələri məskən salırdılar və bir çox tacirlər saziş bağlamaq üçün məhz bu mehmanxanaya gəlməli olurdular. Müasir «birja» sözü elə buradan – Burse adından yaranmışdır. Qısa müddətdə Lionda, Antverpendə, Londonda, Amsterdamda və s. şəhərlərdə yaranmış topdansatış əmtəə bazarlarına şamil olundu.

Tarixə nəzər salsaq ilk əmtəə mübadiləsi XVI əsrdə Avropanın ticarət mərkəzlərində baş vermişdir. Hollandiyada 1531-ci ildə, Fransada 1549-cu ildə, il Londonda 1556-cı ildə Rusiyada ilk əmtəə mübadiləsi, ABŞ-da isə 1848-ci ildə təsis edilmişdir.

«Birja» üçün ilk xüsusi bina 1531-ci ildə Bruqqe şəhərinin rəqibi Antverpendə tikilmişdir. Bu binanın frontunda «bütün ölkələrin ticarət adamları üçün» yazısı həkk olunmuşdur. XVII əsrin əvvəllərində ticarət və maliyyə fəaliyyətinin mərkəzi Amsterdama keçirildi. 1608-ci ildə məhz burada dünyanın Ən məşhur birjası yaradıldı. Beynəlxalq birja ticarəti üç iri birja mərkəzində: ABŞ, İngiltərə və Yaponiyada yerləşmişdir. 90-cı illərin ortalarında bu üç ölkənin payına ümumi birja ticarəti dövriyyəsinin 98%-i, o cümlədən kənd təsərrüfatı məhsullarının ticarəti üzrə 97% düşürdü. Bu ölkələrdə satılan məhsulun nomenklaturasından asılı olaraq universal (ümumi tipli) və ixtisaslaşmış birjalar fəaliyyət göstərir.

Müxtəlif tipli məhsulların satqısı ilə məşğul olan ən iri universal birjalarda aşağıdakıları göstərmək olar:

ABŞ-da «Çikaqo Bord of Tredç» (Çikaqo Ticarət Şurası), «Çikaqo Merkontayl Eksçeync» «Nyu-York pambıq sitrus bitkiləri və neft birjası» «Nyu-York əmtəə birjası».

İngiltərədə – «London-Kommoditi-Eksçenc»

Yaponiyada – «Tokio birjası», Sidney və s.

İxtisaslaşdırılmış birjalar və müəyyən məhsul qrupları üzrə ixtisaslaşır. Bunlar arasında geniş profilli və dar ixtisaslaşdırılmış birjalara ayırmaq olar. Geniş profilli

birjalara «London metal birjası», Minnepolisdə «Dənli bitkilər birjası», «Nyu-York kakdo birjası», «Paris əmtəə birjasını» misal göstərmək olar.

Dar ixtisaslaşmış birjalara misal olaraq: «London yun birjası», Yaponiyada kənd-kauçuk, toxuculuq xammalı, paxla dənəsi birjalarını, Amerika buğda birjasını göstərmək olar.

Fəaliyyət dairəsinə və dünya ticarətindəki roluna görə birjalar beynəlxalq və milli birjalara ayrılır. Beynəlxalq birjalar dünyanın konkret əmtəə birjalarına xidmət edir. Bu birja əməliyyatlarında müxtəlif ölkələrin işgüzar dairələrinin nümayəndələri iştirak edir. Bu birjalar birja əməliyyatlarından əldə olunmuş mənfəətin sərbəst surətdə köçürülməsini təmin etməklə yanaşı arbitraj əməliyyatlarını da həyata keçirirlər. Bu tip birjaların beynəlxalq xarakteri onun yerləşdiyi ölkələrin valyuta ticarət və vergi rejimlərinə uyğunluğu ilə təmin olunur.

Rusiyada ilk əmtəə mübadiləsi 1703-cü ildə Sankt-Peterburqda Peter I tərəfindən təsis edilmişdir. Bu, Amsterdam nümunəsi ilə yaradılıb və həmin prinsiplərə əməl etməyə çağırılıb. Rusiya birjaları infrastrukturun az inkişafının nəticəsi olan birja avadanlıqlarının aşağı səviyyədə olması ilə fərqləndilər.

Birja ticarətinin təşkili çətinliklərə baxmayaraq, Rusiya XIX əsr mübadiləsi inkişafın müəyyən bir səviyyəsinə çatmışdır və XX əsrdə fəaliyyətinə davam etmişdir. Canlanma 1921-ci ildə yeni iqtisadi siyasətin tətbiqi ilə baş vermişdir. Təchizat birjalarının ticarət-vasitəçi fəaliyyətinin təsiri mərkəzləşdirilməmiş bazarın rasionallaşmasına yönəlmişdir. 1924-cü ilin əvvəlinə qədər bütün müharibə birjası şəbəkəsi tamamilə bərpa edilmişdir. Birinci dövrdə mübadilələr başlıca şəhərlərdə baş verirdi, daha sonra isə mübadilə coğrafiyası bir qədər genişləndi. 1922-ci ilin sonunda Rusiyada 39 mübadilənin aparıldığı ərazi var idi və 1926-cı ildə 8514 üzv ilə 114-ə gəlib çatmışdır.

Nəhayət, məhsulların satılmasının qəddar planlaşdırılması və monopolizasiyası birjaların fəaliyyətinin dayandırılmasına gətirib çıxardı.

**Ukraynada birja ticarətinin tarixi** Rusiyada baş verən əmtəə mübadiləsinin inkişafı ilə sıx bağlıdır.

**İlk əmtəə mübadiləsi** Odessada 1796-ci ildə açılmışdır. Eləcə də Sankt-Peterburq kimi, Odessa Exchange topdansatış işində mühüm rol oynamışdır.

1990-cı illərin əvvəllərində valyuta qurumlarının yaradılması Ukraynada bazar münasibətlərinin inkişafı üçün zəruri şərtlərdən biri idi. Bazar iqtisadiyyatının formalaşması yalnız istehsal sahəsinin deyil, həm də dövriyyə sahəsinin yenidən qurulmasını tələb etdi.

Birjalar şəbəkəsinin formalaşması əsasən spontan, heç bir qanuni, nəzəri və praktiki əsası olmayan və bir çox qanunvericilik məsələsinin həll olunmadığı şəraitdə baş vermişdir.

Birja ticarətinin təşkilati bərpası qismən 1988-1989-cu illərdə hazırlanmış istehsal resursları **üzrə hərracların ticarət sistemi ilə** hazırlanmışdır.

Birja ticarətinin inkişafına müəssisələrin anbarlarında həmin vaxt yığılmış çoxsaylı və istismar olunmamış ehtiyatların mövcudluğu səbəb olmuşdur. Sonuncu, birja ticarətinə bazar qiymətləri ilə satmaq imkanı verildi.

Bir neçə onilliklər ərzində inkişaf edən kəsr iqtisadiyyatı, pul tələbi daim əmtəə təminatını aşan faktdır. Buna görə pulların istifadəsində azadlıq əldə edən müəssisələr onların tətbiqi imkanlarını istədi. Valyuta strukturlarının ortaya çıxması artıq pul ehtiyatlarının sərf edilməsinin istiqamətlərindən biri idi. Bu dövrdə yaradılan mübadilə ədalətli böyük topdansatış ticarət mərkəzi və fond birjası arasında bir şey idi. Bütün əmtəə mübadiləsi əslində əmtəə hərraclarını təşkil etdi və onların fəaliyyəti tamamilə spekulativ idi. Birjalara aid edilməsinə imkan verməyən bəzi xüsusiyyətləri qeyd edə bilərik:

- qeyri-müəyyənlik və bəzən qeyri-müəyyən günlər və ticarət saatları;
- malların nomenklaturasının universal xüsusiyyətləri, çoxlu sayda qeyri-mübadilə mallarının olması;
- tək məqsədli xüsusi bölmələrin olmaması və ya az sayda olması;
- standart olmayan tariflər;

Bu dövrdə mübadilə qurucularının əsas məqsədi ilk kapital qoyuluşlarının yüksək gəlirli olması ilə yaranan vəsaitlərin tez bir zamanda geri qaytarılması idi. Həmin

dövrə də daxili birjalarda iştirakçıların tərkibi mürəkkəbləşmişdi. Bir qayda olaraq, iki iştirakçı qrup var idi:

- təşəbbüskarlar (təsisçilər və ticarət yerlərinin sahibləri);
- kommersiya sahibkarlar (broker firma və firma sahibləri).

Təsisçilər müqaviləni imzalayan və ilkin töhfələr verən mübadilənin təşəbbüskarları idi. Müəlliflərin payı abunə üçün icazə verilən kapitalın 3-5% -i ilə məhdudlaşdığı halda, təsisçilərin payı isə 15% -dən 30% -ə qədər dəyişirdi. Bəzi hallarda, bütün səsvermə payları təsisçilər arasında bölüşdürülmüşdür.

Təsisçilərə imtiyaz təşkil edən bir və ya daha çox brokerlik ofisini açma (pulsuz) haqqı verilmişdir. Bəzən vacib brokerlik yerləri almaq üçün birincilik hüququnu qoruyurdular.

Birja fəaliyyətinin dünya inkişafının indiki mərhələsində əsas istiqamətləri aşağıdakılardır:

- Birja fəaliyyəti həcmnin artması (bağlanmış müqavilələrin sayının artması ilə xarakterizə olunur);
- Satılan malların çeşidində və real məhsul üzrə əməliyyatlar sayının daimi azalması;
- Fərdi ölkələrdə birja ticarətinin konsentrasiyasının səviyyəsinin artırılması
- Malların istehlakının konsentrasiya edildiyi yerlərdə əmtəə mübadiləsinin prioritet yerləşdirilməsi (əsas əməliyyatlar gələcək və opsiyalar müqavilələrinin alqı-satqısı ilə bağlıdır);
- Fond birjalarının texniki təchizatının artması və mübadilə əməliyyatları texnologiyasının təkmilləşdirilməsi.

Hazırkı mərhələdə **50 əmtəə birjası** dünya birjası ticarətini təmsil edir. Birləşmiş Ştatlar ümumi dünya birjası ticarətinin 84%, Böyük Britaniya - 8%, Yaponiya - 6%, digər ölkələr isə 2% təşkil edir.

Beynəlxalq əmtəə birjalarında bağlanmış əməliyyatların strukturu aşağıdakı məlumatlarla xarakterizə olunur: demək olar ki, 2% -i real məhsulun alqı-satqısı, təxminən 20% -i bir əməliyyat əməliyyatı, qalan hissəsi isə gələcəkdir.

Beynəlxalq əmtəə birjalarının konsentrasiyası mərkəzi Birləşmiş Ştatlar - 11 əmtəə birjasıdır və Birləşmiş Krallıq öz ərazisində yerləşir - 10 ticarət birjası öz ərazisində yerləşir. 1-dən 3 əmtəə birjasına yerləşdirilən digər "valyuta" ölkələrində (Yaponiya, Kanada, Avstraliya, Braziliya, İrlandiya, Fransa, Almaniya və s.).

Bir çox əmtəə mübadiləsi ixtisaslaşmış və yüksək ixtisaslaşmışdır (London yun mübadilə, Yapon şəkər mübadiləsi, Hamburg qəhvə mübadiləsi).

Beynəlxalq əmtəə birjalarının əhəmiyyətli bir xarakteristikası onların üzərindəki əməliyyatlar sayına görə təyin olunan ölçüsüdür.

Dünyanın aparıcı əmtəə birjalrı arasında illik əməliyyatlar sayına görə aşağıdakılar fərqlənir:

1. Buğda, soya, mısır, yulaf, soya yağı, soya unu, gümüş, qızılın gələcək ticarətini həyata keçirən Chicago Ticarət Birjası (1842-ci ildə təsis edilib); 150 milyon əməliyyat.

2. Çikaqo Ticarət Birjası (1874-cü ildə təsis edilib), mal-qara, donuz, donuz qripi, habelə qiymətli kağızlar, xarici valyuta üçün gələcək mübadilə müqavilələri üzrə ticarət; 35 milyon əməliyyat.

3. New York Commercial Exchange 1872-ci ildə təsis edilib, fond gələcək və real ticarət var platin, palladium, gümüş sikkələr, kartof, neft, dizel yanacağı, propan, benzinlə hədəf ; 32 milyon əməliyyat keçirir.

4. Paris Fond Birjası "Matif" şəkər, kartof, kakao fasulyəsini satır; 25 milyon əməliyyat.

5. New York Merchantile Exchange (KOMEKS Exchange) 1933-cü ildə təsis edilib. Bu metal mübadiləsi, qızıl, gümüş, mis, alüminium ilə keçirilən müqavilə onun gələcək; 22 milyon əməliyyat.

6. Industrial Tokio Ticarət Birjası pambıq, yun, rezin, platin, qızıl, gümüş satılan; 15 milyon əməliyyat.

7. Sidney Futures Exchange - mal-qara, yun; mis, alüminium, sink, qurğuşun, nikel, gümüş.

8.Nyu-Yorkun qəhvə, şəkər və kakao fond birjası 1882-ci ildə təsis edilib; 9 milyon əməliyyat.

9.London futures və variantları mübadiləsi. İnsan alveri mövzusu kənd təsərrüfatı məhsulları və əməliyyatlar qəhvə ( "Robusta") obyekt faktiki və gələcək bazar, kakao və ağ şəkər və xam şəkər, rezin, kartof, soya, yağlı toxumlar və yağlar (soya yağı, kokos neft, kolza neft görünür günəbaxan, kətan, peanut); 7 milyon əməliyyat. London Fond Birjası 1987-ci ilə başlayan Avropada ilk birja idi. elektron sisteminin tətbiqi işgüzar əməliyyatlar edərkən

Tarix göstərir ki, birjalar, dəyişməz, sabit qalmır, bütün parametrləri üzrə dəyişir, elektron ticarət formasına keçir.

### **1.3 Bazar və biznes infrastrukturunun əsas elementi kimi birjaların bazar iqtisadiyyatında rolu**

Birja bir bazar infrastrukturunu kimi fərqləndirici cəhətlərə malikdir. Onlardan aşağıdakıları göstərmək olar: birja hər şeydən əvvəl mütəşəkkil tənzim edilən bazardır; birjanın əməliyyatları yalnız müəyyən edilmiş yerlərdə və müəyyən edilmiş vaxtlarda təşkil olunur; birja ticarətində əmtəə əməliyyatları yalnız onun nümunəsi vasitəsilə aparılır (bu tipik birjadır və müqavilələr yolu ilə təşkil edilir, müqavilədə əmtəənin növü, markası, tipi, keyfiyyət parametrləri göstərilir); qiymət katirovkası, yəni müəyyənləşmə, tənzimləmə həyata keçirilir; əməliyyatlarda aşkarlıq və iştirakçıların bərabərliyi təmin olunur.

Birja kütləvi, mütəşəkkil satış formasıdır. O, mütəmadi olaraq, sisteməlik şəkildə əmtəə, valyuta, iş qüvvəsi, qiymətli kağızlar və s. alışı-satışı əməliyyatları ilə məşğul olur.

İnkişaf etmiş bazar iqtisadiyyatı ölkələrində əmtəə birjası geniş yayılan birja növüdür. Əmtəə birjası bir qayda olaraq «səhmdar cəmiyyəti» şəklində təşkil olunan müəssisə kimi fəaliyyət göstərir. Əmtəə birjası qapalı səhmdar cəmiyyəti tipində olur, onun işində yalnız üzvləri iştirak etmək hüququna malikdir. Birjanın ali orqanı onun üzvlərinin ümumi yığıncağıdır.

Əmək birjası (iş qüvvəsi bazarı) – işçi məşğulluğunun dövlət xidməti formasıdır.

Fond birjası (maliyyə bazarı) – qiymətli kağızlar bazarıdır, yəni onun alqı-satqısı ilə məşğuldur. Bir çox hallarda buraya valyutalar da daxil edilir. Lakin o, özü ayrıca birja növüdür. Qiymətli kağızlar sahibinə dividend və ya faiz formasında gəlir gətirir.

Valyuta birjası (bazarı) – valyutanın alışı və satışı ilə məşğul olur.

Universal birjalarda (alqı-satqı bazarları) geniş dairədə əmtəə əməliyyatları, həmçinin valyuta, qiymətli kağızlar, fraxt müqavilələri də aparılır.

Fraxt birjası – bəzi iqtisadi ədəbiyyatlarda daim fəaliyyətdə olan gəmilərin bazarı kimi qeyd olunur. Demək olar ki, fraxt birjaları məhdud məsuliyyətlə fəaliyyət

göstərirlər. Fraxt birjası sərnişinlərin və yüklərin daşınması üzrə dəniz nəqliyyatının beynəlxalq ticarət xidmətində müxtəlif formalarda olurlar.

Bazar və biznes infrastrukturunun əsas elementi kimi mübadilə bazarın hərtərəfli təşkili üçün nəzərdə tutulmuşdur.

Bu gün mübadilə bir sıra funksiyaları yerinə yetirən dövlət və ya səhmdar təşkilatdır:

- ticarət üçün bir yer təmin etməli (alıcılar və satıcılar qarşılıyaq qiymətlərlə razılaşsalar);
- birja ticarətinin təşkili;
- mübadilə yolu ilə satılan mallar üçün standartlar daxil olmaqla ticarət qaydalarının yaradılması;
- alqı-satqı əməliyyatları üçün standart müqavilələrin paketlərinin hazırlanması;
- qiymət kodlaması;
- mübahisələrin həlli və arbitrajı;
- informasiya fəaliyyəti;
- qiymətli kağızlarla və ya mallarla əməliyyatlar üçün müəyyən zəmanət verilməsi, bunun üçün müəyyən bir komissiya.

Mübadilə üzrə bütün əməliyyatlar (əməliyyatlar) aşağıdakı qruplara bölünə bilər:

1) real mallarla əməliyyatlar (ümumi dövriyyədə, əmtəə birjalarının böyük əksəriyyətində real malların çatdırılmasının payı 1-2% -dən artıq olmamaq şərti ilə), satıcının müqavilədə göstərilən tarixə çatdırılmasında malın yerləşdirilməsini və təqdim etməsini təmin etməlidir. Bir dövr üçün bu əməliyyatlar forward əməliyyatlar adlandırılmışdı;

2) fyuçers əməliyyatlar zamanı mövcud olmayan mallarla (məsələn, növbəti ilin məhsulu üzrə əməliyyatlar) məşğul olur. Bu əməliyyatlar müəyyən bir müddətə bağlanır və bir neçə dəfə yenidən satıla bilər. Əslində, onlar malların özləri deyil, mallara olan hüquqlarını satma və satma aktlarıdır. Bu ticarət mal deyil, onları təmin etmək öhdəlikləri. Gələcək əməliyyatlar, real mallar üçün əməliyyatların aparılması

zamanı bazar qiymətlərində dəyişiklik olması halında ehtimal olunan zərərlərdən sığortalanmaq məqsədilə istifadə olunur.

Birja ticarəti dünya bazar iqtisadiyyatının ən dinamik sahələrindən biridir. Hazırda 54 adda mal və dövriyyə əməliyyatları ilə ildə təxminən 150 futures mübadiləsi var, 3 \$ trilyondan çox. Amerika mübadiləsinin payı fyuçersin demək olar ki, 85% -ni təşkil edir, ingilis dili - 8%, Yapon - 6%;

3) bir mükafat (seçimi ilə əməliyyatlar) ödəyiciyə default və ya müqavilədə göstərilən müddət ərzində geri seçmək hüququ verir. ödəyicisi mükafat satıcı (yüksək qiymətə başqa alıcıya mal satan) və ya alıcı olmaq (aşağı qiymətə məhsul almaq və sonra yüksək qiymət və mənfəət mal satır) ola bilər. qiymətlər sabit və ya düşən varsa premium alıcı ilə qalır, ödəyicisi, müqavilə çıxarılması hüququ istifadə edir. Bu mübadilə oyununun mənasıdır;

4) sığorta əməliyyatları və ya iki növün hedcinqi: a) valyuta müqavilələrinin satışı ("qısamüddətli" hedcinq); b) mübadilə müqavilələrinin alınması ("uzun" hedcinq). Bu əməliyyatlar qiymət dəyişmələri halında gəlirdən riskdən qorumaq üçün bir vasitədir.

Rəhbərlik, zərərin qarşısının alınması üçün müxtəlif üsulları ifadə etmək üçün bank, birja və kommersiya təcrübəsində istifadə olunur.

5) Qiymətin sonradan təyin edilməsi ilə əməliyyatlar ("onkologiya" əməliyyatları); əməliyyatlar ediləcək sifariş ilə əməliyyatlar. Bu halda, bir tərəf müqavilənin imzalanması və malların çatdırılması arasında hər hansı bir zamanda qiyməti təyin etmək üçün digər tərəfə hüquq verir. Bura qiymət iki elementdən ibarətdir:

- səhmlərinin kotirovkası ("fyuçers") və
- onlardan və ya güzəştlərdən (əsas). Adətən əsas baza kotirovkasının 3% -dən artıq olmamalıdır.

Mübadilə əmtəəsinə - birja ticarətinin predmeti olan müəyyən tələblər qoyulur, bunlardan əsasları kütləvi istehsal, standartlaşdırma, davamlı tələbin mövcudluğudur.

**Birja bazarının iştirakçıları:**

- 1) Əmanətçilər – fərdi istehlakı azaltmaqla, müəyyən hədəflər üçün müxtlif növdə yığımlar həyata keçirən fiziki və hüquqi şəxslərdir;
- 2) Kreditorlar- tələbatlarından artıq maliyyə ehtiyatlarına sahib olan və bunu kreditə verən kredit təşkilatlarıdır;
- 3) İnvestorlar – tələbatlarından daha çox maliyyə ehtiyatlarına sahib olan və investisiya kimi istifadə edilən fiziki və hüquqi şəxslərdir;
- 4) Borc alanlar – bunlar kifayət qədər maliyyə ehtiyatlarına malik olmayan və yaxud maliyyə ehtiyatının çatışmazlığını hiss edən fiziki və hüquqi şəxslər, həmçinin dövlət hakimiyyət orqanlarıdır;
- 5) Maliyyə resurslarının alqı-satqısını həyata keçirən institutlar: valyüta birjalrı, fond birjalrı və s.;
- 6) Maklerlər, brokerlər – onlar real vasitəçi kimi çıxış etməklə, investorların və borc alanların göstərişi əsasında fəaliyyət göstərərək kommission şəklində gəlir əldə edir;
- 7) Dillerlər – onlar öz adından fəaliyyət göstərməklə maliyyə aktivlərini alıb-satır.

Fond birjası qiymətli kağızların alqı-satqısı ilə məşğuldur. Qiymətli kağızlar bazarında yeni qiymətli kağızlar səhmdar cəmiyyətləri və hökumət tərəfindən yerləşdirilir. alınması və əvvəllər buraxılmış qiymətli kağızların satışı əməliyyatları ilə məşğul kağızların təkrar bazarında (birja və birjadankənar dövriyyəsi vasitəsilə RESALE). Səhmdarlarla ticarətə icazə verilən qiymətli kağızlar bütün şirkətlər deyil. Bu haqq-hesab və tanınmış şirkətlərin dərəcəsi və onların aktivlərin dəyəri və buraxılmış səhmlərin sayı nəzərə alır.

Qiymətli kağızlar bazarı borc kapitalı bazarının bir hissəsi olub, əsasən qiymətli kağızların alqı-satqısı və vəsaitlərin investorlardan emitentlərə keçidinin həyata keçirildiyi bir məkandır. Məlumdur ki, qiymətli kağızlar bazarının strukturunda iki bazar: qiymətli kağızların ilkin və təkrar bazarları əsas götürülür.

İlkin bazara şirkətlər və dövlət orqatılan tərəfindən buraxılmış qiymətli kağızlar çıxardır. İlkin bazarda qiymətli kağızlar kimi istiqrazlar və səhmlər alınıb-satılır, ilkin bazarın əsasını qiymətli kağızların mülkiyyətçilər tərəfindən satın alınması təşkil edir.

İlkin bazardan alınan qiymətli kağızların təkrar bazarda satışı mümkündür, yəni ilkin mülkiyyətçi dəyişdirilir. Təkrar bazar qiymətli kağızların likvidliyini artıraraq ilkin bazara tələbi artırır və onun inkişafını təmin edir. Təkrar bazarm Özü birja, qeyri-birja, üçüncü və dördüncü bazarlara bölünür.

Təkrar bazarm ən əsas elementlərindən biri fond birjasıdır. Fond birjası qiymətli kağızlar bazarmının likvidliyini və onun tənzimlənməsini təmin edir. Fond birjasında qiymətli kağızların bazar qiyməti müəyyən edilir və qiymətli kağızlara olan tələb və təklif arasında tarazlığı əks etdirilməklə yanaşı, qiymətli kağızlar haqqında vacib informasiyanın yayılmasını da təşkil edir.

*Qeyri-birja* bazarmında qiymətli kağızlar qeydiyyatdan keçmir. Bu bazar avtomatlaşdırılmış formada fəaliyyət göstərərək alıcılara və satıcılara qiymətli kağızların cari qiymətlərini izləmək imkanı verir.

*Üçüncü bazar* da qeyri-birja bazarmıdır ki, bu bazarda qiymətli kağızların alğı-satqısı vasitəçilər tərəfindən qeydiyyatda alınaraq yüksək komisiyon haqqı əsasında həyata keçirilir. Bu bazar ən çox ABŞ-da inkişaf edib. ABŞ-da bu bazarm ticarət dövriyyəsi 1992-ci ildə 18 milyon səhmə çatıb.

*Dördüncü bazar* isə kompüterləşdirilmiş bazadır. Dördüncü bazarmın əsasında *insident* (səhmlərin elektron ticarət sistemi) sistemi fəaliyyət göstərir. Bu bazar investorlara sazişləri güclü kompüter sisteminin vasitəsilə imzalamaq imkanı verir ki, burada da birjaya daxil olmadan böyük komisiyon xərclərinə qənaət etmək olar. İnvestor istənilən vaxt şəbəkə vasitəsilə öz istədiyi qiyməti fayla göndərir və əgər qarşılıqlı təklif alınarsa, sövdələşmə baş tutmuş hesab olur.

Yuxanda adlan çəkilən qiymətli kağızlar bazarmını müxtəlif əlamətlərinə görə də segmentləşdirmək olar. Dünya təcrübəsi göstərir ki, qiymətli kağızlar öz növlərinə görə aşağıdakı bazarlara bölünür;

- səhm bazarları;
- istiqraz bazarları;
- veksəl bazarları;
- opsiyon bazarları;

- depozit və əmanət sertifikatları bazarı.

Emitentlərə görə isə qiymətli kağızlar bazarım korporativ, dövlət və beynəlxalq qiymətli kağızlar bazarlarına bölmək olar.

Ərazi meyarına görə də qiymətli kağızlar bazarı fərqləndirilir və burada regional, milli və beynəlxalq bazarlar çıxış edir.

Ödəniş böhranının aradan qaldırılması və durgunluğundan çıxmaq məqsədilə korporasiyalar real kapitalın səmərəliliyinin artırılması və konkret bazarda öz mövqelərinin möhkəmləndirilməsi məqsədilə kapital strukturunun yenidən qurulmasına başlayırlar. Qeyd edilən məqsədlər ilk növbədə səhmdar kapitalın artırılması hesabına baş verir. Səhmdar kapitalın artırılması əlavə səhm buraxılışı hesabına həyata keçirilir. İlk bazarda bu öz əksini məcmu emissiya artımında tapır ki, bu da emissiya strukturunda səhmlərin payının artmasına gətirib çıxarır. Emissiyanın bu cür strukturu canlanma mərhələsinin ilkin dövrü üçün xarakterikdir. Lakin onun inkişafından sonra emisissyanın ümumi payında isitiqrazların payı yenə də azalmağa meyl edir.

Qiymətli kağızlar bazarının iqtisadiyyatda rolu hər bir ölkədə maliyyə bazarının fəaliyyət sistemi, səhmdarın kapitalın milli ÜDM-nin istehsalındakı payı, mülkiyyətin qiymətli kağızlarda cəmləşməsi, dərəcəsi, səhm və istiqraz kapitalının yerləşdirilmə obyektini kimi əhəmiyyət kəsb etməsi, bazarın infrastrukturunun və bu bazarda fəaliyyət göstərən maliyyə institutlarının nə dərəcədə inkişaf etməsi ilə müəyyən edilir.

Məlumdur ki, dünya iqtisadiyyatında öz inkişaf səviyyəsinə görə - inkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan ölkələr xüsusilə fərqlənir. Beynəlxalq Valyuta Fondunun məlumatına əsasən 2017-ci ilin nəticələrinə görə dünya ÜDM-nin 56%-i inkişaf etmiş ölkələrin (böyük yeddilik) payına düşmüşdür. Bundan başqa bu ölkələrin iqtisadi agentləri maliyyə bazarlarında iri iştirakçılar olmaqla kapitalın beynəlxalq hərəkəti prosesində investisiyanın həcmi, istiqamətini, formasını və yatırıldığı sahəni müəyyən edirlər.

Dünya maliyyə bazarlarında belə təsirə sahib olmaqla inkişaf etmiş ölkələr ilk növbədə bunu öz maraqları çərçivəsində istifadə edərək kapiatların beynəlxalq hərəkətindən faydalanırlar, Bir qayda olaraq bu ölkələr dünyada qiymətli kağızların ən iri emitentləri hesab olunurlar. Aşağıda verilmiş cədvəldən də göründüyü kimi (inkişaf etmiş ölkələrin dünya səhm bazarının kapitalizmasındakı payı 56,7% təşkil edir. Bu ölkələrin səhm bazarında liderlik isə ilk növbədə ABŞ-a məxsusdur, 2017-ci il ildə dünya kapitallaşmasının 31,2%-i ABŞ-ın payına düşmüşdür (2000-ci ildə 48%) ki, bu da öz növbəsində dünya ÜDM-də ölkənin payını kifayət qədər qaldırır (cədvəl 1.2). Son 10 il ərzində ABŞ-ın birjalarında kotirovka edilən emitentlərin sayının 1,5 dəfə azalaraq 5134-ə bərabər olmasına baxmayaraq, bu göstərici ilə də o bütün dünya ölkələrini arxada qoyur.

Cədvəl 1.3.1

Dünya səhm bazarlarının kapitallaşması, ilin sonunə, mlrd, dollar

| Ölkə                                       | 2005          | 2010          | 2013          | 2015          | 2016          | 2017          |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ABŞ</b>                                 | 6 852         | 15 104        | 14 266        | 17 001        | 19 569        | 19 923        |
| <b>Yaponiya</b>                            | 3 667         | 3 157         | 2 953         | 4 573         | 4 614         | 4331          |
| <b>B. Britaniya</b>                        | 1 408         | 2 577         | 2 460         | 3 058         | 3 794         | 3 852         |
| <b>Fransa</b>                              | 522           | 1477          | 1 356         | 1 713         | 1 9622        | 2 740         |
| <b>Kanada</b>                              | 366           | 842           | 889           | 1 482         | 1 701         | 2 187         |
| <b>Almaniya</b>                            | 577           | 1 270         | 1 079         | 1 221         | 1 638         | 2 105         |
| <b>İtaliya</b>                             | 210           | 768           | 615           | 798           | 1027          | 3 073         |
| <i><b>İnkişaf etməkdə olan ölkələr</b></i> |               |               |               |               |               |               |
| <b>Çin</b>                                 | 42            | 591           | 513           | 402           | 1 145         | 4 479         |
| <b>Hindistan</b>                           | 127           | 143           | 279           | 553           | 819           | 1 819         |
| <b>Brazilya</b>                            | 148           | 204           | 226           | 475           | 710           | 1 370         |
| <b>Rusiya</b>                              | 16            | 41            | 197           | 531           | 966           | 1 334         |
| <b>Türkiyə</b>                             | 21            | 70            | 68            | 162           | 162           | 287           |
| <b>Polsa</b>                               | 5             | 31            | 37            | 94            | 149           | 212           |
| <b>Bütün dünya</b>                         | <b>17 782</b> | <b>32 105</b> | <b>32 206</b> | <b>42 932</b> | <b>53 703</b> | <b>63 895</b> |
| <b>UDM</b>                                 | <b>29 086</b> | <b>31 624</b> | <b>36 758</b> | <b>46 749</b> | <b>50 215</b> | <b>54 395</b> |

**Mənbə:** Рубцов Б.Б., Мировой фондовый рынок: объемы и динамика // «Портфельный инвестор» №2,2017.

## Cədvəl 1.3.2

Səhmlərin milli listinq emitentlərinin sayı

| Ölkə                                    | 1995         | 2000         | 2005         | 2010         | 2015         | 2017         |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ABŞ</b>                              | 8022         | 6599         | 7671         | 7281         | 5145         | 5133         |
| <b>Hindistan</b>                        | 4344         | 6200         | 5398         | 5853         | 4763         | 4887         |
| <b>Kanada</b>                           | 912          | 1144         | 1196         | 4000         | 3719         | 3881         |
| <b>B.Britaniya</b>                      | 2116         | 1701         | 2078         | 1926         | 2757         | 2588         |
| <b>Koreya</b>                           | 342          | 669          | 721          | 702          | 1619         | 1755         |
| <b>Çin</b>                              | 42           | 591          | 323          | 1035         | 1377         | 1530         |
| <b>Almaniya</b>                         | 472          | 413          | 678          | 744          | 648          | 761          |
| <b>Fransa</b>                           | 489          | 578          | 450          | 808          | 664          | 642          |
| <b>Braziliya</b>                        | 541          | 581          | 543          | 464          | 342          | 395          |
| <b>İtaliya</b>                          | 147          | 220          | 250          | 291          | 275          | 301          |
| <b>Bütün dünya (digərləri də daxil)</b> | <b>26669</b> | <b>29189</b> | <b>36572</b> | <b>44137</b> | <b>44999</b> | <b>45200</b> |

**Mənbə:** Рубцов Б.Б., Фондовый рынок США //«Портфельный инвестор» №3. 2017.

Ümumiyyətlə, inkişaf etməkdə olan ölkələrdə investisiya şəklində xaricdən gələn kapital axınının xarici mənbələrinə diqqət yetirsək görürük ki, birbaşa investisiyalar inkişaf etməkdə olan ölkələrdə xarici investisiyaların əsas forması hesab edilir. Ümumi kapital axını həcmində onların payı hazırda 99,8% təşkil edir, hansı ki, beş il əvvəl bu rəqəm 60% təşkil edirdi. Səhmlərə yatırılan portfel netto investisiyaların payı bu dövr ərzində 9,4%-dən 6,5%-ə qədər azalaraq 26,7 mlrd, əvəzində 9,3 mlrd. ABŞ dolları təşkil etmişdir.

**Cədvəl 1.3.3** 2017-ci ildə dünya fond bazarlarında səhmlərin qiymətinin dəyişməsi (fond indekslər)

| Ölkələr            | Dəyişmə       |
|--------------------|---------------|
| <b>ABŞ</b>         | <b>-37,2%</b> |
| <b>Yaponiya</b>    | <b>-42,1%</b> |
| <b>B.Britaniya</b> | <b>-38,7%</b> |
| <b>Fransa</b>      | <b>-50,2%</b> |
| <b>Braziliya</b>   | <b>-33,7%</b> |
| <b>İtaliya</b>     | <b>-47,2%</b> |
| <b>Latviya</b>     | <b>-54,4%</b> |
| <b>Hindistan</b>   | <b>-54,8%</b> |
| <b>Türkiyə</b>     | <b>-50,2%</b> |

|                   |               |
|-------------------|---------------|
| <b>Qazaxıstan</b> | <b>-63,3%</b> |
| <b>Rusiya</b>     | <b>-71,2%</b> |

**Mənbə:** Cədvəl müəllif tərəfindən “Bloomberg” maliyyə agentliyinin təqdim etdiyi məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

Bu gün kapitalın beynəlxalq hərəkətində və iri milli maliyyə bazarlarında baş verən proseslərin təhlili dünyada bank kreditlərinin investisiya prosesində rolunun azalmasına, qiymətli kağızlar bazarının və xüsusilə də istiqrazlarının rolunun artması nəticəsinə gəlməyə imkan verir. Hətta bank sektoruna meyilli olan Yaponiya və Fransa kimi dövlətlərdə belə kreditlərin payı ilbəil azalmaqdadır (şəkil 1.3.3).

Qiymətli kağızlar bazarının tədqiqatçılarından olan Y.Mirkin anqiosaks modelini xarakterizə edərkən “fond bazarının real sektorda investisiyanın əsas mənbəyinə çevrildiyini (maliyyələşmədə bank kreditlərinin payı azalır)” qeyd edir. Şəkil 1.3.3-dən göründüyü kimi, bu proses digər dövlətlərdə də baş verir. Məsələn, Yaponiya və Fransada maliyyə bazarlarının hərəkət traektoriyası isə anqlosaks modelinin nümayəndələri olan ABŞ və B.Britaniya bazarlarının hərəkət traektoriyasını təkrar edir. Avrozona ölkələrində bank kreditlərinin xüsusi çəkisinin ümumilikdə yüksək olmasına baxmayaraq, burada da azalmağa doğru meyillik müşahidə olunmaqdadır.

Məsələn, ABŞ-ın maliyyə bazarı müəssisələrin qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə iri həcmli kapiatın cəlb edilməsi ilə xarakterizə edilir. 90-cı illərin sonlarından korporasiyalar tərəfindən cəlb olunmuş vəsaitin həcmi 3 trln. Dollardan çox olmuşdur. Ümumilikdə isə cari onillikdə amerika şirkətləri öz səhmlərinin açıq şəkildə yerləşdirilməsi yolu ilə 150-200 mlrd, dollar investisiya cəlb ediblər. Amerika səhmlərinin çox hissəsi (14% və yaxud 3 trln. dollara yaxın) konservativ pensiya fondları da daxil olmaqla iri xarici investorlar qrupunun portfelində cəmləşmişdir. Belə ki, 2017-ci ilin iyun ayının sonuna olan məlumata əsasən ümumilikdə xarici investorlar tərəfindən Amerika qiymətli kağızlarına 9,772 trln. dollar həcmində investisiya yatırılmışdır. 2008-ci ilin iyun ayına olan məlumata əsasən isə xarici investorlar tərəfindən Amerika qiymətli kağızlarına yatırılmış investisiyanın həcmi 10,324 trln. dollar təşkil etmişdir (cədvəl 1.3.4) Bu mənada ABŞ-ın maliyyə bazarı

Yaponiya və Almaniya maliyyə bazarlarından fərqlənir ki, bu ölkələrdə də müəssisələr tərəfindən cəlb olunan xarici resursların əsas mənbəyi kimi bank kreditləri çıxış edir.

Cədvəl 1.3.4

|                        | Cəmi          | Səhmlər      | Uzunmüddətli istiqrazlar |              | Qısamüddətli istiqrazlar |
|------------------------|---------------|--------------|--------------------------|--------------|--------------------------|
|                        |               |              | Təminatlı                | Digər        |                          |
| <b>Yaponiya</b>        | 1,250         | 199          | 163                      | 823          | 66                       |
| <b>Çin</b>             | 1,205         | 100          | 376                      | 700          | 30                       |
| <b>B.Britaniya</b>     | 864           | 376          | 90                       | 375          | 24                       |
| <b>Kayman adaları</b>  | 832           | 317          | 230                      | 227          | 58                       |
| <b>Lüksemburq</b>      | 657           | 191          | 81                       | 315          | 71                       |
| <b>Kanada</b>          | 456           | 20           | 74                       | 357          | 5                        |
| <b>Belçika</b>         | 441           | 321          | 17                       | 86           | 17                       |
| <b>İrlandiya</b>       | 401           | 75           | 76                       | 113          | 136                      |
| <b>İsveçrə</b>         | 391           | 141          | 30                       | 143          | 77                       |
| <b>Nederland</b>       | 314           | 162          | 25                       | 107          | 21                       |
| <b>Dünya üzrə cəmi</b> | <b>10,324</b> | <b>2,969</b> | <b>1,532</b>             | <b>4,962</b> | <b>861</b>               |

**Mənbə:** ABŞ Maliyyə Nazirliyinin təqdim etdiyi məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

Cədvəl 1.3.5

Səhm və istiqraz vasitəsilə ABŞ bazarında cəlb edilmiş maliyyə resurslarının həcmi

| İllər       | Cəmi  | Kütləvi yerləşdirmə |      | Fərdi yerləşdirmə |      |
|-------------|-------|---------------------|------|-------------------|------|
|             | mlrd. | mlrd. dollar.       | %-lə | mlrd.             | %-lə |
| <b>2010</b> | 218   | 138                 | 63   | 80                | 37   |
| <b>2011</b> | 443   | 312                 | 70   | 131               | 30   |
| <b>2012</b> | 857   | 722                 | 84   | 134               | 16   |
| <b>2013</b> | 2 406 | 1 960               | 81   | 447               | 19   |
| <b>2014</b> | 3 116 | 2 535               | 81   | 581               | 19   |
| <b>2015</b> | 3 401 | 2 789               | 82   | 612               | 18   |
| <b>2016</b> | 3 936 | 3 339               | 85   | 597               | 15   |

**Mənbə:** Cədvəl müəllif tərəfindən “Securities Industry Fact Book”-un təqdim etdiyi məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

ABŞ-ın faktiki materialları həmçinin göstərir ki, bu ölkədə qiymətli kağızlar bazarından kütləvi yerləşdirmə yolu ilə cəlb olunan qiymətli kağızlardan istiqrazların payı daha çox olmaqla 90%, səhmlərin payı isə 10% təşkil edir.

Cədvəl 1.3.6

ABŞ: kütləvi korporativ emissiya strukturu, mlrd, dollar

| İllər       | Cəmi    | İstiqrazlar | Səhmlər   |       |       |
|-------------|---------|-------------|-----------|-------|-------|
|             |         |             | İmtiyazlı | Adi   | Cəmi  |
| <b>2010</b> | 138,0   | 104,7       | 8,6       | 24,7  | 33,3  |
| <b>2011</b> | 312,3   | 288,4       | 4,7       | 19,2  | 23,9  |
| <b>2012</b> | 722,4   | 625,3       | 15,1      | 82,0  | 97,1  |
| <b>2013</b> | 1 959,8 | 1768,0      | 27,5      | 164,3 | 191,7 |
| <b>2014</b> | 2 535,1 | 2 365,4     | 41,3      | 128,4 | 169,7 |
| <b>2015</b> | 2 789,1 | 2 598,7     | 29,9      | 160,5 | 190,4 |
| <b>2016</b> | 3 338,6 | 3 148,0     | 33,4      | 157,2 | 190,6 |
| <b>2017</b> | 3 012,0 | 2 764,5     | 60,0      | 187,5 | 247,5 |

**Mənbə;** Cədvəl müəllif tərəfindən “Securities Industry Fact Book”-un təqdim etdiyi məlumatlar əsasında hazırlanmışdır.

Yaponiyaya gəldikdə isə bu ölkə öz borc qiymətli kağızlar bazarının həcminə görə yalnız ABŞ-rlə geri qalır ki, 2012-ci ildə qiymətli kağızlar üzrə ümumi öhdəlikləri 6,5 irin. dollardan çox idi. Həmin dövrdə burada dövlət istiqrazlarının payı 60%-dan yuxarı, korporativ və qeyri-bank təşkilatlarının payı 10%, bələdiyyə və bankların payı 7%, depozit bank sertifikatlarının payı isə 5% təşkil etmişdir. 80-ci illərə qədər istiqrazlar yapon korporasiyalarının müaliyyətdədirilməsində kifayət, qədər aşağı rola malik idilər. Tələblər yalnız bank kreditləri vasitəsilə ödənilirdi. Bu öz növbəsində yapon korporasiyalarına səhm və istiqrazların emissiyasına qoyulan məhdudiyyətlərlə də bağlı idi.

Son dövrlərdə dünya fond bazarlarının əsas xüsusiyyətlərindən biri xarici borçlanma üzrə qiymətli kağızlarının artımı olmuşdur ki, əgər 2010-cu ilin birinci yarısında borçlanma strukturunda axırcının qiymətli kağızlar üzrə payı 10% təşkil edirdisə, 2000-ci ildə bu rəqəm 18%-ə qədər, 2017-ci ildə isə 28%-ə qədər qalxmışdır. Qeyd edək ki, burada söhbət ilk növbədə avro istiqraz bazarında gedir.

Qiymətli kağızlar bazarında son dövrlərdə boş verən yeni meyllərdən biri də, əgər yaxın keçmişdə borcun üçdə bir hissəsi dövlət və dövlət orqanlarının emissiya

etdiyi istiqrazların idisə, cari on illiyin ortalarında başlayanıq istiqraz emissiyasının yarısından çoxu korporativ emitetlərin payına düşmüşdür. Belə ki, hər il amerika bazarında 2,3-dən 3 trln, dollara qədər korporativ istiqraz yerləşdirilir. Bunula 2007-ci ilin birinci yarısında dövriyyədə olan (qısamüddətli istiqrazlar da daxil olmaqla) korporativ istiqrazların ümumi həcmi 22,4 trln, dollar təşkil etmişdir. Bu baxmıdan Amerika borc bazarının əsas xüsusiyyətlərindən biri məhz qısamüddətli korporativ qiymətli kağızlar bazarının həcmnin böyük olmasıdır. Amerikanın qiymətli kağızlar bazarının digər fərqli cəhəti burada bələdiyyə qiymətli kağızlar bazanın böyük həcmə malik olmasıdır ki. 2007-ci ilin sentyabr ayına bu bazarın həcmi 2.6 trln. ABS dolları təşkil etmişdir. Ümumilikdə götürdükdə, dövriyyədə olan korporativ istiqrazların 28%-i xarici investorların payına düşür. Buna misal olaraq dünya aparıcı investisiya banklarının göstəricilərini də göstərmək olar. Ümumilikdə isə ABŞ-m federal hökumətinin qiymətli kağızlar üzrə ümumi borcu təxminən 9 trln. dollar təşkil edir.

Bütün yuxarıda deyiniənlərdən belə nəticə çıxarmaq olar ki, investisiyaların maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu həm milli, həm də beynəlxalq bazarlarda ilbəil artmaqdadır. Bununla yanaşı xarici bazarlardan kapital cəlb etmək imkanı həm beynəlxalq maliyyə bazarlarının konyukturasından, həm də ölkənin iqtisadi vəziyyətindən asılı olur. Son nəticə isə qeyd etmək lazımdır ki, maliyyələşmə mənbəyinin seçilməsi müəssisənin həcmindən, onun bazar təbiətindən, fəaliyyət sahəsindən, dövlət tənzimlənməsinin xarakterindən və vergitutma təcrübəsinin xüsusiyyətindən asılı olur.

## **II FƏSİL. Birjaların təşkili və idarə edilməsinin əsas istiqamətləri**

### **2.1 Birja fəaliyyətinin səmərəli təşkili və idarə edilməsinə təsir edən amillər**

Qloballaşan dünyada sərmayənin qarşısındakı maneələr aradan qalxır. Artıq ölkələr xaricdən real investisiyalarla bərabər sərmayəyə kapital qoyuluşunu da artırmağa çalışırlar. Bu prosesdə qiymətli kağızlar bazarı (birja) mühüm rol oynayır. Bu yazıda inkişaf səviyyəsi hələ zəif olan Bakı Fond Birjası (BFB) üçün qlobal sərmayə hərəkətinə qatılması ilə bağlı müəyyən təkliflər veriləcək.

Qiymətli kağızlar birjasının əsas funksiyalarından biri firmalara maliyyə vasitəti təmin etməkdir. Firmalar birjada müxtəlif cür təmsil oluna bilirlər. Ən rəğbət görünər səhmlərin açıq satışı və ya birbaşa yerləşdirilməsidir. Birbaşa yerləşdirmə zamanı şirkətin səhmləri bir və ya bir neçə, şəxsə və ya institusional investora satılır. Əlbəttə firmaya sərmayə qoyan investor ya səhmlərini uzun müddətə saxlayaraq firmanın gələcək fəaliyyətindəki əldə edəcəyi gəlirlərə ortaqlıq olma (divident), ya da bir müddətdən sonra səhmləri sataraq yaranan mümkün qiymət artışıdan istifadə etmə məqsədi güdür. Belə olan halda investor əlindəki səhmi istədiyi zaman sata bilmə imkanına sahib olmalıdır. Bu isə ancaq likvidliyi yüksək təkrar bazar vasitəsilə mümkündür.

Diqqət yetirsək görürük ki, ən uğurlu birjalar mənfəət məqsədli olanlardır. Artıq dünyada bir çox birja mənfəət məqsədli quruma çevrilmişdir. Mənfəət güdən səhmdarları birjanın daha səmərəli fəaliyyətini hazırlamaqda maraqlı olacaqlar. Beləliklə birjaya daha çox firma üz tutur və daha çox əməliyyat həcmi olar. Bakı Fond Birjası (BFB) də mənfəət məqsədli qurumdur. Bu da BFB-nin inkişafında rol oynaya bilər. Ancaq BFB-nin zəif cəhətlərindən biri təkrar bazar həcmi çox aşağı olmasıdır. BFB-da şirkətlərin səhmləri limit sayda investorlar tərəfindən alınır. Daha doğrusu firmalarda səhmdar çeşidliliyi yaranmır. Bu səhmdarların demək olar ki, hamısı uzun müddətli səhmdar olmaq məqsədilə şirkətə ortaqlıqlar. Belə olan halda onlar birjanın inkişafında maraqlı olmayacaqlar. Dövlət də əmlakını blok halında bir

və ya iki investora satdığı üçün qiymətli kağızlar bazasının inkişafına elə ehtiyac duymur.

Onda səmərəli birja kimə gərəkdir? Fonda ehtiyacı olan firmalar bu vəsaiti banklardan təmin edir. Azərbaycanda əsas fond təminatçıları da banklardır. Bu vəziyyət Avropa ölkələrində də mövcuddur. Firma banklardan borc təmin edə bildiyi üçün birjada daha aktiv olmağı özünə vacib bilmir. İri səhmdarlar səhmlərini də blok şəklində satmağı üstün tuturlar. Beləliklə, limit sayda səhmdara malik olan şirkətlər çox olarsa az saylı səhmlərə malik səhmdarların hüquqlarını qoruyan sistem korporativ idarəetmə anlayışı inkişaf etməyəcək.

Bəs Azərbaycanda birjanın inkişafı üçün nə etmək olar? Şirkətləri özəlləşdirərkən blok satışdan çox çoxsaylı səhmdarlara satışa üstünlük vermək və bunu mümkün qədər birja vasitəsilə etmək olar. Yəni firmaların sektorlarında monopoliyasına qarşı göstərilən həssaslığı səhmdarların şirkətlərdəki monopoliyasına qarşı da göstərmək olar. Birja vasitəsilə səhmlərin satılması prosesinə investisiya banklarını da cəlb etmək lazımdır. İnvestisiya banklarını inkişafı həm şirkətlərin dəyərləndirilməsi, həm professionallıq, həm də lazımi kadrların yetişməsi baxımından vacibdir. Böyük həcmli şirkətlərin səhmləri regionda olan inkişaf etmiş maliyyə bazarlarında da yerləşdirilə bilər. Məsələn, İstanbul Qiymətli Kağızlar Birjası uyğun variant ola bilər. BFB-da olan şirkətlərin səhmlərinin bu birjada çarpaz yerləşdirilməsinə də çalışmaq olar. Ancaq bütün hallarda səhmdarların sayının çox olmasına çalışmaq lazımdır. 2–3 iri səhmdarı olan firmanın səhmlərinin eyni şəkildə birjada yerləşdirilməsi ilə birjanın inkişafına nail olmaq qeyri-mümkündür.

Əlbəttə birja vasitəsilə daha geniş kütlədən maliyyə vəsaiti toplamaq üçün o investorların şirkət haqqında məlumat əldə etməsi ucuz olmalıdır. Əksi təqdirdə şirkət ancaq limitli sayda investor cəlb edə biləcəkdir. Birjaya üzv olan şirkətlərin maliyyə raportları mütəmadi olaraq açıqlanmalıdır. Şirkətlərin maliyyə hesabatlarının standartlaşdırılması prosesi gücləndirilməlidir. Hər bir səhmdar birjadan şirkətinin fəaliyyətinin güzgüsü kimi istifadə etməlidir. Yalnız birja vasitəsilə firmaların dəyərləndirilməsi və digər şirkətlərlə müqayisəsi mümkündür. Bununla yanaşı birja

həm şirkətlərdə həm də investorlarda özünə güvən yaratmalıdır. Bu məqsədlə birjanın təqdim etdiyi xidmətlərin, birjanın fəaliyyətlərindən həm investorların həm də şirkətlərin necə istifadə edəcəklərini və nə kimi xeyir götürəcəklərini şirkətlərə çatdırmaq lazımdır. Şirkətlərə birjada səhmlərini yerləşdirməklə nə qazanacaqlarını bildirmək üçün müəyyən tədris proqramları, seminar və konfranslar keçirilməlidir. İnvestorları isə birjaya investisiya qoyarkən haqlarının qorunacağına əmin etmək lazımdır. Çünki güvəni sarsılan investisiya vəsaitini yenidən maliyyə bazarına cəlb etmək çox çətinidir. Bununla yanaşı dövlət də birjada səhmlərini yerləşdirən şirkətlərə müəyyən güzəştləri nəzərdən keçirə bilər.

Birjadakı firmalara güvənin olması üçün şəffaf sistemin yaradılması çox vacibdir. Əvvəlcə şəffaflığı önə çıxaran, sahibkarı mükafatlandıran şərait yaratmaq lazımdır. Həm dövlət həm də birja tərəfindən şəffaflıq dəstəklənməlidir. Şəffaf maliyyə bazarları cəmiyyətdə qeyri-şəffaflıqdan yaranan məsrəfləri də azaldır. Beləcə maliyyə bazarlarından vəsait əldə edilməsi banklardan əldə edilməsindən daha ucuz başa gələ bilər. Beləcə təkrar bazar vasitəsilə şirkətin səhminə olan tələb və təklifin kəsişməsi nəticəsində şirkət səhminin həqiqi qiymətinin yaranması prosesi də sağlam şəkil alar. Bu proses həm investorlar, həm də digər fon təminatçıları üçün şirkətlərlə bağlı ümumi standartlar sisteminin inkişafına təkan verir. İnvestor birjadakı müxtəlif göstəricilər və dəyərlər vasitəsilə daha sağlam qərar verə bilər. Beləliklə cəmiyyətdə gizli niyyət və bir tərəfin haqsız qazanc əldə etməsi problemi azalar. Birja şirkət haqda məlumatın investorlara çatdırılmasında böyük rol oynamalıdır. Bununla yanaşı sahibkarın mənfəət əldə etdiyi halda qorxmaması üçün onu qoruyan qanunlara əməl olunmalıdır. Dövlət bu siyasətini əməli işlərlə göstərməli və sahibkarı haqlarının qorunduğuna əmin etməlidir. Çünki investisiya ancaq sərbəst şəraitdə səmərəli şəkildə istifadə oluna bilər.

Başqa problem ondadır ki, şəffaflığı mükafatlandırmayan sistem banklar vasitəsilə maliyyələşməyə üstünlük yaradır. Bankların isə Azərbaycan reallığında şəffaflığa o qədər də ehtiyacı yoxdur, çünki onlar istədikləri kimi məlumatı şirkətdən əldə edə bilirlər. Əgər bazarda gizli niyyət problemi varsa və şirkətlərin dürüst olub

olmadıqları bilinmirsə onda bazardan maliyyələşmə mümkün olmur və ancaq banklar maliyyə vəsaiti təmin edən qurum kimi fəaliyyət göstərirlər. Azərbaycanda banklardan borclanmanı indiki vəziyyətdə təbii də görmək olar. Ancaq birja və ya qiymətli kağızlar komitəsi maliyyələşmədə birjanın payını artırmaq üçün çalışmalıdır.

Nəticə olaraq bir sıra təkliflər əlavə etmək istərdim:

1. Ümumiyyətlə şirkətlərin birjadan (əsasən təkrar bazardan) nə kimi xeyirlər götürə biləcəklərini, maliyyə vəsaiti əldə etmə və böyümə qarşılığında səhmlərin müəyyən hissəsinin birja vasitəsilə müxtəlif investorlara satılması və transfer edilə bilən səhmlərin payının artırılması ilə bağlı konfrans və tədbirlər keçirilsin, sənədlər hazırlansın;
2. İnvestorlara birjada iştirak şərt və imkanlarının nə olduğu çatdırılan və onlar birjanın alternativ gəlir mənbəyi ola biləcəyinə inandırılınsın;
3. Dövlət payının özəlləşdirilməsi prosesində birjanın vasitə kimi iştirakından istifadə edilsin və bu proses zəmanət investor çeşidliliyinə xüsusi diqqət yetirilsin;
4. Şirkətlərin kreditibilitəsini əks etdirən raportlar hazırlayan bir qurum yaradılsın. Bu qurum ilk əvvəl QKDK-nın təşəbbüsü ilə ola bilər, ancaq tamamilə muxtar qurum kimi yaransın;
5. Müxtəlif şirkətlərin səhmdar tərkibi elan edilsin və bu şirkətlərin hansının birjada ilkin və təkrar bazarda iştirak edə biləcəyi müəyyən edilsin. Buna paralel olaraq şirkətlərin korporativ idarəetmə səviyyəsi araşdırılınsın. Buna bənzər raport ABŞ-ın Standard&Poors şirkəti tərəfindən yayınlanır;
6. Şirkətlərin mühasibat sistemi və raportları standartlaşdırılınsın. Belə olduqda investorlar şirkətləri müqayisə etməkdə çətinlik çəkməyəcəklər.
7. Birjadan maliyyələşmənin banklardan kredit almadan fərqləri və üstünlüklərini vurğulayan raportlar hazırlansın. Fonda ehtiyacı olan şirkətlər bu barədə məlumatlandırılınsın;
8. Qonşu ölkələrin birjalari ilə əlaqələr güclənsin. Çarpaz - yerləşdirmə (cross-listing) üçün uyğun yollar axtarılsın;

9. Birjada qeydiyyatdan keçərək firmalara səhmlərini birjada yerləşdirilməsi üzrə məsləhətlər verəcək və bu prosesdə onlara yaxından kömək edəcək məsləhətçilərin yaradılması yolları axtarılsın;
10. İnvestisiya banklarının inkişafına xüsusi diqqət yetirilsin;
11. Birində təkrar bazarda səhmləri alınıb satılan şirkətlərin vergi yükü azaldılsın və başqa güzəştlər verilsin.

## **2.2. Birjalar və qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının qarşılıqlı fəaliyyətinin əlaqələndirilməsi**

Azərbaycanda qiymətli kağızların müştəkkil bazarının əsasını təşkil edən Bakı Fond Birjası 15 fevral 2000-ci ildə qeyri-kommersiya qurumu kimi yaradılmış və sonralar isə qapalı səhmdar cəmiyyəti kimi kommersiya təşkilatına çevrilmişdir. Hazırda bu birjanın 20 səhmdarı vardır. Bakı Fond Birjasının 30 iş yerindən ibarət olan ticarət zalı və qiymətli kağızların saxlanması və dövriyyəsinə təmin edən depozitarı vardır. Mülki Məcəllənin 1078-15.6. maddəsinə əsasən səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin kütləvi təklif üsulu ilə yerləşdirilməsi fond birjası vasitəsi ilə həyata keçirilir. Belə maddə fond birjasının inkişafı məqsədilə qəbul edilsə də, belə qurumların fəaliyyətinin mahiyyətinə və səhmdar cəmiyyətlərin səhmlərinin buraxılışı prinsiplərinə ziddir. Belə ki, şirkətlərin qiymətli kağızlarının birjada ticarəti üçün onlar listinqə düşməlidirlər. Hazırda Bakı Fond Birjasında 1-ci və 2-ci səviyyəli kotirovka vərəqələri üzrə şərtlər müəyyən edilsə də, bu siyahıda yalnız bir səhmdar cəmiyyəti vardır. Səhmdar cəmiyyətinin qiymətli kağızlarının listinqə düşməsi üçün onlar müəyyən tələblərə cavab verməlidirlər. Məsələn, Bakı Fond Birjasının qiymətli kağızların birinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi üçün səhmdar cəmiyyəti listinqlə bağlı birjaya müraciətindən əvvəlki 3 il ərzində fəaliyyət göstərməli, barəsində əvvəlki 3 il ərzində iflas proseduru başlanmamalı, səhmlərin və istiqrazların sahiblərinin reyestri qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçısı olan reyestr saxlayıcısı tərəfindən aparılmalı, ümumi kapitalı 5 mln. manatdan manatdan az olmamalı və digər tələblərə cavab verməlidir. Şirkətin listinqə düşməsinə zəruri edən digər amil onun qiymətli kağızlarının birja ticarət sisteminə köçürülməsi üçün əlaqələrin yaradılması ilə bağlıdır. Belə ki, səhmdar cəmiyyətinin səhmlərinin fond birjasında ticarətini təmin etmək üçün birjaya xidmət edən depozitar ilə səhmdarların reyestrini aparan reyestr saxlayıcı arasında əlaqə qurulmalı və bu əlaqə vasitəsilə səhmlər depozitara köçürülməlidir. Digər tərəfdən, səhmdar cəmiyyətlər qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılara aid deyildir. Bu baxımdan, qiymətli kağızların ilkin bazarı fond birja

sında həyata keçirilmir, fond birjası qiymətli kağızların təkrar bazarına aiddir. Beləliklə, Mülki Məcəllənin qeyd edilən maddəsi nəinki fond birjasının inkişafına səbəb olmur, həm də qiymətli kağızlar bazarının mahiyyətinin təhrif olunmasına səbəb olur. Qeyd etmək lazımdır ki, fond birjasının yaradılmasını əlverişli edən amillərdən biri bu qurumda klirinqin təşkilidir. Belə ki, fond birjasının iştirakçıları arasında aparılmış əməliyyatların klirinqinin, yəni qarşılıqlı əvəzlənməsinin aparılması həm qiymətli kağızların, həm də pulun hərəkətinin azaldılmasına və bununla bağlı xərclərin aşağı salınmasına səbəb olur. Bununla belə Bakı Fond Birjasında depozitar və klirinq fəaliyyəti ləğv edilmişdir. Bu fəaliyyətlər Milli Depozit Mərkəzi tərəfindən təmin edilir. Qeyd etmək lazımdır ki, əvvəllər Bakı Fond Birjası həm depozitar, həm də klirinq fəaliyyəti ilə məşğul olurdu. Lakin 15 yanvar 2015-ci il tarixində Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən Bakı Fond Birjasının müraciətinə onun malik olduğu depozitar və klirinq fəaliyyəti üçün lisenziyaları ləğv edilmişdir. Qeyd etmək lazımdır ki, 2013-cü ilin sentyabr ayından etibarən Bakı Fond Birjasında bağlanmış əqdlər üzrə klirinq və hesablaşmalar üzrə xidmətlərin göstərilməsi Milli Depozit Mərkəzi tərəfindən həyata keçirilirdi. Belə bir addımın həyata keçirilməsi qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunda təkrarçılığın aradan qaldırılmasına və səmərəliliyin artırılmasına səbəb ola bilər. Belə ki, hazırda Milli Depozit Mərkəzi dövlət və korporativ qiymətli kağızların mərkəzi depozitarı kimi çıxış edir və ölkənin əsas reyestr saxlayıcısıdır. Həmçinin, Bakı Fond Birjası ilə Milli Depozit Mərkəzinin bir binada yerləşməsi onlar arasında səmərəli əlaqələr qurulmasına və elektron ticarət sisteminin formalaşmasına əlverişli şərait yaratmışdır.

Ölkədə fond bazarının inkişafını xarakterizə edən əsas göstəricilərdən biri fond birjasında listinqə düşmüş şirkətlərin sayıdır. Bu göstərici ölkədə ictimai şirkətlərin sayını qiymətləndirməyə və fond birjasının biznes fəaliyyətinə nəzarət imkanları haqqında təsəvvür əldə etməyə imkan verir. Xüsusilə, fond birjasında listinqə düşmüş şirkətlərin iri şirkətlərə və cəmi şirkətlərə nisbəti göstəricisi də fond bazarının milli iqtisadiyyatda rolunu xarakterizə edir.

Bazarın həcmi qiymətli kağızlar bazarının inkişafının kəmiyyət tərəfini xarakterizə edir. Bu bazarın keyfiyyət tərəfini vəsaitlərin səfərbər edilməsi xərcləri və onların bir investisiyadan digərinə keçirilməsi imkanı ilə müəyyən olunur. Həmçinin fond bazarında dövriyyədə olan səhmlərin dəyərinin cəmi, onların təmərküzləşmə dərəcəsi də fond bazarının keyfiyyət tərəflərini xarakterizə edir. Qeyd edilən göstəricilərdən başqa fond birjasında qiymətli kağızları satılan firmaların orta ölçüsündən istifadə etmək olar. Bu göstərici fond bazarının təmərküzləşməsini göstərir. Əgər fond birjasında məhdud sayda və iri firmaların səhmləri ilə ticarət olunursa, bu bazarın zəif inkişaf etdiyini göstərir.

Qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolu bu bazarda maliyyə innovasiyasının tətbiqi imkanlarının böyük olması, maliyyə əməliyyatlarının aparılmasının alət və metodlarının genişlənməsi ilə bağlıdır. Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyət səviyyəsi iqtisadi fəallığın vacib indikatoru kimi çıxış edir. Belə ki, əksər ölkələrdə iqtisadi fəallığı fond birjalarının indeksləri (Məsələn, ABŞ-da Dow Jones, S&P 500 və NASDAQ, İngiltərədə FTSE, Fransada CAC 40, Almaniyada DAX) əsasında müəyyən edirlər. Fond birjalarının indeksləri isə əsasən müəyyən sayda firmaların qiymətli kağızlarının müəyyən nisbətdə birləşdirilmiş dəstini təşkil edir. Bunun nəticəsində milli iqtisadiyyatın əsas hissəsini formalaşdıran firmaların iqtisadi vəziyyətinə uyğun olaraq iqtisadi fəallığı da qiymətləndirmək mümkündür.

2017-ci ildən Bakı Fond Birjasında fərdi və instutsional investorlar üçün likvidliyi müvafiq market-meykerlər tərəfindən təmin olunmaq şərti ilə valyuta və əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətlərinin ticarətinə başlanmışdır. Bu ildə Bakı Fond Birjasında 204,7 milyon manat məbləğində əmtəə əsaslı və 4,1 milyard manat məbləğində valyuta əsaslı törəmə qiymətli kağızlarla ticarət əməliyyatları həyata keçirilmişdir. Törəmə qiymətli kağızlarla ticarətin yaranması hesabına 2017-ci ildə qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsi əvvəlki ilə nisbətən. 1,5 dəfə artmışdır. Qeyd etmək lazımdır ki, törəmə qiymətli kağızlarla ticarət Bakı Fond Birjasında Foreks vasitəsilə təmin edilir. İnvestisiya şirkətləri Forex ticarəti üzrə Bakı Fond Birjasının

platformasının əldə edir, bu platforma vasitəsilə öz müştərilərinə xidmətlər təklif edirlər. BFB ilə müqavilə bağlamış və əməliyyatlar üzrə gündəlik likvidliyi təmin etmək üçün market meyer funksiyasını yerinə yetirən İnvestaz şirkəti bu bazarda verilən sifarişlərin qarşı tərəfi kimi çıxış edir. İnvestaz şirkəti ticarətə buraxılmış maliyyə alətləri üzrə gündəlik olaraq, qiymət dəhlizi çərçivəsində alış və satış qiymətlərini müəyyən edir, eyni zamanda Bakı Fond Birjasının ticarət sistemində öz hesabına müəyyən edilmiş alış-satış öhdəlikləri həcmində müvafiq kotirovkaları təmin edir. Foreks bazarında əsasən xarici valyutalarla bağlı fyuçerslərlə alqı-satqı əməliyyatları keçirilmişdir.

**Cədvəl 2.2.1.** Qiymətli kağızların ilkin və təkrar bazarlarının dövriyyəsi  
(mln. manat)

|                                 | 2013   | 2014   | 2015   | 2016    | 2017   |
|---------------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| İlkin bazar, cəmi               | 1172,2 | 2449,2 | 1872,6 | 3167,0  | 3551,1 |
| Dövlət qiymətli kağızları       | 583,1  | 881,6  | 1000,8 | 397,9   | 238,4  |
| Korporativ qiymətli kağızlar    | 589,1  | 1567,6 | 873,9  | 769,1   | 3312,7 |
| Təkrar bazar, cəmi              | 318,8  | 630,9  | 693,4  | 1 048,3 | 6101,6 |
| Dövlət qiymətli kağızları       | 102,2  | 54,1   | 236,4  | 80,5    | 377,4  |
| Korporativ qiymətli kağızlar    | 216,6  | 576,7  | 456,9  | 967,8   | 1424,8 |
| Törəmə qiymətli kağızları       | -      | *      | -      | -       | 4299,4 |
| İlkin və təkrar bazarların cəmi | 1491,1 | 3080,1 | 2566,0 | 2215,3  | 9652,7 |

Qeyd: 1. Cədvəl Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin məlumatları əsasında tərtib edilmişdir.

2. REPO/əks-REPO əməliyyatları nəzərə alınmamışdır.

Cədvəlin məlumatlarından göründüyü kimi, son illərdə qiymətli kağızlar bazarının həcmnin artımı təkrar bazar hesabına baş vermişdir. Belə ki, 2014-

cü ildə ilkin bazarın həcmi 2013-cü ilə nisbətən təqribən 0,4 faiz azaldığı halda, təkrar bazarın həcmi 3,3 artmışdır. Bununla belə 2016-cı ildə ilkin bazarın ilkin və təkrar bazarın ümumi dövriyyəsində payı 52,7 faizə bərabər olmuşdur. Belə hal qiymətli kağızlar bazarının ölkənin iqtisadi fəallığını müəyyən edən əsas sahələrdən birinin olmaması ilə əlaqədardır. Belə ki, İnkişaf etmiş Ölkələrdə qiymətli kağızlar bazarının ümumi dövriyyəsində təkrar bazar əsas paya malik olur. 2017-cü ildə qiymətli kağızlar bazarında mövcud vəziyyət dəyişməmişdir.

Belə ki, ölkədə qiymətli kağızların ilkin və təkrar dövriyyələrinin həcmi törəmə qiymətli kağızları nəzərə almadan belə 2,4 dəfə artmışdır. Belə artım əsasən korporativ qiymətli kağızların ilkin yerləşdirilməsi hesabına təmin edilmişdir.

Müasir dövrdə səhmdar cəmiyyətlərinin kapitallaşma səviyyəsi və səhmlərin likvidliyi aşağıdır. Bunun təzahür əlamətlərindən biri səhmdar cəmiyyətlərinin bazarda sərbəst dövriyyədə olan səhmlərinin payının azlığıdır. 2016-cı ildə səhm bazarının 74,1 faizi, 2017-ci ildə isə 88,9 faizi ilkin bazarın payına düşmüşdür.

Ölkədə səhm buraxılışında inzibati amillərin rolu əhəmiyyətli olmuşdur. Belə ki, Azərbaycanda banklar səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılır (17, maddə 19.1). Həmçinin əksər sığorta şirkətləri səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılmışdır. Bu halda, onların nizamnamə kapitallarının artırılmasına tələblər əlavə səhm buraxılışının artmasına və bunun nəticəsində də səhmlərin ilkin bazarının həcmi artmasına səbəb olur. 2011-2013-cü illərdə Bakı Fond Birjasında səhmlərin yerləşdirilməsi ilə bağlı təqdim edilmiş 109 emissiya prospektinin 72-si kommersiya banklarına, 19-u isə sığorta təşkilatlarına məxsus olmuşdur. 2014-cü ildə səhmlərin ilkin bazarının həcmi artmasına kommersiya banklarının nizamnamə kapitalının minimum həcminə qoyulan tələblə əlaqədar olmuşdur. Belə ki, Mərkəzi Bankın İdarə Heyətinin 14 noyabr 2013-cü il tarixli qərarı ilə banklara məc-mu kapitalın 50 mln. manata çatdırılması üçün 01 yanvar 2015-ci ilədək möhlət verilmişdir.

Göründüyü kimi, ölkədə əsasən kommersiya bankları və sığorta təşkilatları səhm buraxılışı yolu ilə kapital cəlb edirlər ki, bu da əsasən inzibati amillərlə

əlaqədar olur. Səhm bazarında əməliyyatların əsas hissəsi Bakı Fond Birjasında həyata keçirilmişdir. Belə ki, 2010-2013-cü illərdə cəmi səhm dövriyyəsinin 96,0 faizi Bakı Fond Birjasının payına düşmüşdür. Belə hal mövcud qaydalarla əlaqədardır. Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin 1078-15.6. maddəsinə əsasən səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin kütləvi təklif üsulu ilə yerləşdirilməsi fond birjası vasitəsi ilə həyata keçirilir. Həmçinin, həmin məcəllənin 1078-20.8, maddəsinə əsasən ünvanlı satış istisna olmaqla, səhmdarların sayı yüzdən artıq olan səhmdar cəmiyyətlərinin yerləşdirilmiş səhmləri ilə alqı-satqı əqdləri fond birjası vasitəsilə bağlanmalıdır. Belə tələblər qiymətli kağızlarla əməliyyatların həyata keçirilməsində əlavə xərclərin artmasına və iqtisadi subyektlərin öz mülkiyyət hüquqlarının reallaşdırılmasına çətinliklər yaradır. Nəticə etibarilə, fond birjasının inkişaf etdirilməsi iqtisadi subyektlərin əlavə xərcləri hesabına təmin edilməməlidir.

Son illərdə ölkədə REPO əməliyyatlarının əhatə dairəsi genişlənmişdir. Belə ki, Bakı Fond Birjasının üzvləri arasında da REPO əməliyyatları həyata keçirilir. Qeyd etmək lazımdır ki, REPO əməliyyatı REPO müqaviləsi ilə tənzimlənərək qiymətli kağızların əvvəlcədən müəyyən edilmiş şərtlərlə geri satın alınması öhdəliyi ilə əlaqədardır. Bu halda ilkin olaraq REPO açılış əqdi bağlanır ki, bu da qiymətli kağızların satılmasını və ya alınmasını nəzərdə tutur. REPO əməliyyatının ikinci hissəsi olan REPO bağlanmış əqdi qiymətli kağızların geri satın alınması və ya satılması məqsədilə bağlanır. Bu halda REPO-nun açılması ilə REPO-nun bağlanması arasındakı müddəti əhatə edir. REPO əməliyyatlarının aparılmasının əsas şərtlərini, tərəflərin hüquq və vəzifələrini, məsuliyyətini müəyyənləşdirmək məqsədilə REPO Baş Razılaşması bağlanır. Belə saziş Mərkəzi Bankla kommersiya bankları, Bakı Fond Birjası ilə qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları arasında bağlanılır.

Milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi baxımından investisiya qiymətli kağızları bazarının formalaşmasının mühüm əhəmiyyəti vardır. Bununla belə, qiymətli kağızların milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun dəqiq qiymət-

ləndirilməsi imkanları məhduddur. Belə ki, qiymətli kağızların milli iqtisadiyyatda rolunu qiymətləndirməyə imkan verən əsas göstəricilərdən biri firmaların kapitallaşmış dəyərinin ÜDM-ə nisbətidir. Bu göstərici yerli fond birjasında listingə düşmüş firmaların səhmlərinin qiyməti əsasında hesablanır. İnkişaf etmiş ölkələrin əksəriyyətində bu göstərici yüksəkdir. Məsələn, Avstriyada səhm bazarının kapitallaşmış dəyəri ilə yerli özəl borc qiymətli kağızlarının dəyərinin cəminin ÜDM-ə nisbəti 71,6 faizə, Avstriyada 166,3 faizə, Belçikada 104,0 faizə, İsveçdə 156,2 faizə, Danimarkada 246,5 faizə bərabərdir. Qeyd edilən göstəricinin hesablanması mümkün olması ölkədə həm toplanmış sərvətin həcmi haqqında, həm də əmlakın likvidlik səviyyəsi haqqında fikir söyləməyə imkan verir. Qeyd etmək lazımdır ki, əsasən fond birjasında listingə düşmüş səhmdar cəmiyyətlərin kapitala lizasiyasını müəyyən etmək mümkün olur. Belə ki, birjada səhmdar cəmiyyətlərin qiymətli kağızları ilə müntəzəm ticarətin təmin olunması üçün onların listingə düşmələri vacib şərtlərdən biridir. Listingə düşmək səhmdar cəmiyyətin birjanın tələblərinə uyğun olduğunu göstərir və onun səhmlərinin ticarət sistemə köçürülməsi mexanizminin yaradılması təmin edilir. Belə ki, birja tərəfindən listingə düşən səhmdar cəmiyyətlərinin kapitalının, açıqlanmalı olan informasiyanın həcmində, müşahidə şurasının üzvlərinin sayına, dövriyyəsinə və s. tələblər qoyula bilər. Azərbaycanda 2014-cü ildə Bakı Fond Birjasının birinci səviyyəli listingində iki şirkət: "Azərbaycan Beynəlxalq Bankı" ASC və "Dəmir Bank" ASC, ikinci səviyyəli listinginə isə altı şirkət: "Azərkosmos" ASC, "Turanbank" ASC, "Finans Lizing" ASC, "Unileasing" QSC, "FinEx Kredit" ASC, "Embawood" MMC daxil edilmişdir.

Bu şirkətlər də milli iqtisadiyyatı tam təmsil etmirlər. Xüsusilə, şirkətlərin kapitallaşma səviyyəsini müəyyən etmək üçün onların sərbəst dövriyyədə olan səhmlərinin payı əhəmiyyətli ölçüdə olmalıdır. Bununla belə, qeyd edilən şirkətlərin sərbəst dövriyyədə olan səhmlərinin payı kiçik olmuşdur. Xüsusilə, listingə düşmüş şirkətlərin milli iqtisadiyyatda payının kiçik olduğundan onların dəyərinin ÜDM-ə nisbətinin də kiçik olması qənaətinə gəlməyə imkan verir. Bütövlükdə, Bakı Fond Birjasında əksər investisiya qiymətli kağızlarının ticarəti alternativ ticarət bazarının

payına düşür ki, bu da təsadüfi alqı-satqılar hesabına formalaşır. Son illərdə, xüsusilə Mülki Məcəllədə qiymətli kağızlarla ticarətin əsas ticarət meydançası kimi Bakı Fond Birjası müəyyən edildikdən sonra investisiya qiymətli kağızları ilə ticarət əsasən bu meydançada həyata keçirilir. Səhm ticarətinin əsas motivi kimi firmaların nizamnamə kapitalının artırılması və nizamnamə kapitalında payların dəyişdirilməsi çıxış edir.

Belə ki, ayrı-ayrı firmalar öz nizamnamə kapitallarını artırarakən səhm buraxılışı etmək məcburiyyəti ilə qarşılaşırlar. Həmçinin, firmaların sahibləri dəyişdikdə, və ya payçılar firmadan çıxdıqda səhmlərin ticarətinə ehtiyac yaranır. Hazırda ölkədə səhm və istiqraz buraxılışı hesabına kiçik maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsi iri investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsi vasitəsi kimi çıxış etmir. Bu bazarın formalaşmasında əsas amil inzibati amillər olmuşdur və mövcud səhmdar cəmiyyətlərinin nizamnamə kapitalında baş verən dəyişikliklər səhm bazarının formalaşmasının əsas amili kimi çıxış edir. Həmçinin, Bakı Fond Birjasında səhmdar cəmiyyətlərin qiymətli kağızları ilə müntəzəm ticarət təşkil edilmir. Bunun obyektiv səbəbi ölkədə gəlirlə fəaliyyət göstərən səhmdar cəmiyyətlərin sayının azlığı və kənar investorların müəssisənin kapitalının artırılması üçün cəlb edilməsi ənənələrinin olmamasıdır. Həmçinin, səhmdar cəmiyyətlərin fəaliyyətində daxili və xarici nəzarət mexanizmləri və bu sahədə ənənələr formalaşmamışdır. Belə hal iri səhmdarların müəssisənin əmlak və gəlirlərindən öz məqsədləri üçün sui istifadə etmələrinə imkan yaradır. Bu amil də kənar investorların müəssisəyə qoyacağı investisiyaların riskini artırır.

Qeyd etmək lazımdır ki, Azərbaycanda investisiya qiymətli kağızları kütləvi təklif və ya qapalı üsulla yerləşdirilə bilərlər. İnvestisiya qiymətli kağızlarının kütləvi təklifi onların 50 nəfərdən artıq şəxsə təklif edilməsidir. Qapalı yerləşdirilmə halında isə qiymətli kağızlar 50 nəfərdən az şəxsə təklif edilir və ya qiymətli kağızlar müəyyən investorlar tərəfindən əldə edilməsi üçün buraxılır. Hazırda mövcud qanunvericiliyə əsasən investisiya qiymətli kağızlarının kütləvi təklifi fond birjası vasitəsilə həyata keçirilməlidir. Belə hal səhmdar cəmiyyətlərinin inkişafına mənfi

təsir göstərir. Belə ki, investisiya qiymətli kağızlarının emitentləri olan səhmdar cəmiyyətləri fond birjasında həmin kağızları satmalıdırlar. Həmçinin, investisiya qiymətli kağızlarına ilk növbədə, abunə yazılır, sonra onlar satılır. Belə halda, səhmlərin satış qiymətinə müvafiq olaraq alıcılar tərəfindən sifarişlər verilir və bu sifarişlərin həcmi satış üçün təklif edilən səhmlərin dəyərindən azdırsa, onda səhmlər daha yüksək qiymət təklif etmiş investitorlara satılır. Bu prosesin fond birjasında təşkili mümkün olsa da, bu fond birjasının fəaliyyət prinsiplərinə ziddir. Buna görə də, investisiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi üçün müəyyən edilmiş bu şərtin aradan qaldırılması məqsədəuyğundur.

Fikrimizcə, kütləvi təklif üsulu ilə investisiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi fond birjası vasitəsilə həyata keçirildiyini və həmin qiymətli kağızların reyestrinin və hərəkətinin uçotunun mərkəzi depozitar tərəfindən aparıldığını nəzərə alaraq bir sıra nəzarət funksiyalarının həmin qurumlar tərəfindən həyata keçirilməsi məqsədəuyğun olardı.

Bütövlükdə, qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun formalaşdırılması məqsədilə qiymətli kağızların mərkəzi depozitarda qeydiyyatının və fond birjasında yerləşdirilməsinə dair qanunvericilikdə müəyyən edilmiş tələblər səhmdar cəmiyyətlərin yaradılması prosesində əlavə xərclərin çəkilməsinə səbəb olur. İlk növbədə, qiymətli kağızların emitentlərinin inkişafına və dövrüyyəyə buraxılan qiymətli kağızların sayının və dəyərinin artımına istiqamətlənən tədbirlərin həyata keçirilməsinə prioritet verilməlidir.

Qeyd edilənlərdən başqa, qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdiyi ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, bu sahənin tənzimlənməsində özünü tənzimləyən təşkilatlar mühüm rol oynayır. Qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının könüllü şəkildə yaratdıqları qeyri-kommersiya təşkilatları qiymətli kağızlar bazarında standartların, davranış qaydalarının hazırlanmasında və tətbiqində iştirak edə bilirlər. Qeyd etmək lazımdır ki, qiymətli kağızlar bazarında ilk özünü-tənzimləmə qurumları birjalar olmuşlar. Belə ki, klassik birjalar üzvlüyə əsaslanan qeyri-kommersiya qurumları olmuşlar. Birjaların yaradılması sövdələşmələr nəticəsində yarana bilən ödəmə

probleminin həllinə, qiymətli kağızların saxtalaşdırılması, manipulyasiyası, fırıldaqçılıq və s. halların aradan qaldırılmasına imkan verirdi .

Müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarında birjaların tənzimləyici rolu müəyyən qədər qalsa da, onlar əsasən kommersiya təşkilatları formasında fəaliyyət göstərirlər. Azərbaycanda da Bakı Fond Birjası ilkin olaraq qeyri-kommersiya təşkilatı formasında yaradılsa da, sonralar kommersiya təşkilatına çevrilmişdir. Belə şəraitdə ölkədə qiymətli kağızların peşəkar iştirakçılarının özünütənzimləmə qurumunun yaradılmasının əhəmiyyəti. Belə özünü tənzimləmə təşkilatlarının yaradılması və fəaliyyətinin tənzimlənməsi "Qiymətli kağızlar haqqında" qanunda əks olunur. Hazırda bu qanun qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının özünütənzimləmə təşkilatlarının tənzimlənməsini nəzərdə tutmur. Fikrimizcə, qeyd edilən qanunda özünütənzimləmə təşkilatlarının yaradılması və fəaliyyətinin tənzimlənməsi mexanizminin nəzərdə tutulması məqsədəuyğun olardı.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafının mühüm istiqamətlərindən biri Bakı Fond Birjasının fəaliyyətinin yaxşılaşdırılması və onun maddi-texniki bazasının gücləndirilməsidir. Bakı Fond Birjasının fəaliyyətinin yaxşılaşdırılmasının əsas istiqamətlərindən biri qiymətli kağızlarla əməliyyatlara sərf olunan vaxtın azaldılması ilə bağlıdır. Belə ki, qiymətli kağızların satışının ödəniş əsasında köçürülməsinin təmin edilməsi və bu prosesin 4 gün və tez həyata keçirilməsi istiqamətində tədbirlərin aparılması zəruridir. Əməliyyatlara sərf olunan vaxtın azaldılması ilə yanaşı, bu əməliyyatlara çəkilən xərclər də azaldılmalıdır. Bir çox hallarda qiymətli kağızların alqı-satqısına birjada çəkilən xərclər və vaxt birjadan kənar bazara nisbətən çox olur. Buna görə də, qiymətli kağızlar bazarında birjanın inzibati tədbirlərlə rolunun artırılmasına nisbətən birjanın birjadankənar bazara nisbətən rəqabətli hala gətirilməsi istiqamətində tədbirlərin həyata keçirilməsi məqsədəuyğun olardı. Bu baxımdan isə Bakı Fond Birjasında ticarət sisteminin, ticarət sistemində qiymətli kağızların ötürülməsinin avtomatlaşdırılması mühüm addımlardan biridir.

Ölkədə iqtisadi fəallığın səviyyəsinin qiymətləndirilməsi yollarından biri birja indeksinin formalaşdırılmasıdır. Birja indeksi ölkədə fəaliyyət göstərən və birjada listingdən keçmiş şirkətlərin səhmlərinin qiyməti əsasında formalaşır. Bu indeks müəyyən qrup səhmlərin orta qiymət səviyyəsini əks etdirir. Məsələn, Dou-Cons indeksi Nyu-york Fond Birjasının listinginə daxil edilmiş ən böyük 30 şirkətin səhmlərinin qiymətlərinin vəziyyətini əks etdirir. Standard əmtəə indeksi isə 500 şirkətin səhmləri əsasında hesablanır. Bu indekslər bazarın vəziyyətini əks etdirir. Bununla yanaşı, səhmləri indeksə daxil edilmiş firmaların ölkə iqtisadiyyatında payı yüksəkdirsə, onda bu indekslər həm də ölkələrdə iqtisadi fəallığı qiymətləndirmək üçün əsas göstəricilərdən biri olur. Azərbaycanda belə indeksin formalaşdırılmasını məhdudlaşdırən əsas amillərdən biri ölkənin əsas şirkətlərinin Bakı Fond Birjasının listing siyahısına düşməməsi ilə əlaqədardır. Digər tərəfdən, qiymətli kağızların Bakı Fond Birjasında formalaşan qiymətləri onların bazar qiymətlərini əks etdirmir. Bakı Fond Birjasında listingə daxil edilmiş şirkətlərin səhmlərinin davamlı ticarəti baş vermədiyindən və investisiya qiymətli kağız ticarətçiləri Bakı Fond Birjasından əsasən birjadankənar qiymətli kağız alqı-satqısının qeydiyyatını aparmaq üçün istifadə etdiklərindən bu ticarət meydançasında real qiymətləri müəyyən etmək mümkün olmur. Həmçinin, qiymətli kağızların alqı-satqısı prosesində bir çox hallarda müqavilədə qiymətli kağızın real qiyməti deyil, onun nominal qiyməti əks olunur ki, bu da qiymətli kağızlarla ticarətin dövriyyəsini şişirtməklə yanaşı, bazardakı real vəziyyəti qiymətləndirməyə imkan vermir. Belə ki, Fond Birjasında ticarətin vəziyyətinə əsasən iqtisadi fəallığı qiymətləndirmək üçün isə səhmlərin qiyməti həmin səhmlərin emitenti olan şirkətlərin istehsal-təsərrüfat fəaliyyəti ilə bağlı bütün informasiyanı əks etdirməlidir. Belə şəraitdə firmada baş verən dəyişikliklər və gözləntilər səhmin qiymətinin dəyişməsinə səbəb olmalıdır. Hazırda Bakı Fond Birjasında ticarətin təşkili səviyyəsi bunu təmin etməyə imkan vermir. Bununla yanaşı, Bakı Fond Birjasında qiymətli kağızlar bazasının vəziyyətini əks etdirən indekslərin formalaşdırılmasına başlanması məqsəduyğundur. Belə indekslər ilk dövrlərdə ənənəvi indekslərdən fərqlənməlidir. Belə ki, hazırda bazarda ayn-ayrı

qiymətli kağızların stabil ticarəti formalaşmamışdır. Bu şəraitdə qiymətli kağızların qiyməti, dövriyyəsi və strukturu tez-tez dəyişir. Bu baxımdan, qeyd edilən amillərin təhrifini aradan qaldıran və Bakı Fond Birjasının elektron sistemində avtomatik hesablana bilən indekslərin formalaşdırılması məqsədəuyğun olardı. Belə indekslər ilk dövrlərdə iqtisadi fəallıq haqqında informasiya verməsə də, qiymətli kağızlar bazarındakı vəziyyəti qiymətləndirmək üçün zəruri informasiyanın daşıyıcısı ola bilər.

Ticarət sisteminin mühüm tərkib hissəsi klirinq sistemidir. Klirinq sistemi fond birjalarında qiymətli kağızlarla ticarəti səmərəli edən amillərdən biridir. Belə ki, ayrı-ayrı bazar iştirakçıları arasında qiymətli kağızlarla ticarətinə nisbətən fond birjasında ticarət klirinq hesabına həm qiymətli kağızların dövriyyəsini, həm də pul vəsaitlərinin dövriyyəsini əhəmiyyətli azaltmağa və iştirakçılar arasında həm qiymətli kağızları, həm də pul vəsaitini əvəzləşdirməklə xərclərə əhəmiyyətli dərəcədə qənaət etməyə imkan verir. Depozitar və reyestr saxlayıcı fəaliyyətlərin mərkəzləşdirilməsi klirinq fəaliyyətinin mərkəzləşdirilməsini və mərkəzi klirinq təşkilatının yaradılmasını tələb edir. Belə klirinq təşkilatının mərkəzi depozitarla birlikdə fəaliyyəti həm birja daxili, həm də birjadan kənar əməliyyatların klirinqini aparmağa imkan verir. Birjadan kənar ticarətlə bağlı klirinqin aparılması üçün klirinq təşkilatının üzvləri olan investisiya şirkətləri ilə mərkəzləşdirilmiş klirinq təşkilatı arasında müqavilə bağlana bilər. Bu müqavilə qiymətli kağızlarla əməliyyatın keçirilməli olduğu müddətdə klirinq əməliyyatlarının şərtlərini tənzimlənməlidir. Bu əməliyyatları asanlaşdıran ən əsas amil investisiya şirkətləri ilə mərkəzi depozitar arasındakı əməliyyatların elektron sistemlə həyata keçirilməsi olacaqdır.

Bütövlükdə, investisiya şirkətləri, investisiya fondları, mərkəzi depozitar və Bakı Fond Birjasında qiymətli kağızlar vasitəsilə ticarətin səmərəli təşkili qiymətli kağızlar bazarında vahid elektron platformanın formalaşdırılmasını tələb edir. Belə platformanın yaradılması, ticarət, klirinq-hesablaşma, depozitar uçot prosedurlarının yerinə yetirilməsinə çəkilən xərcləri və vaxtı azaltmağa imkan verəcəkdir.

Son illərdə fond birjasında likvidliyin təmin edilməsi üçün market-meykerlərdən istifadə edilir. Market-meykerlər qiymətli kağızların alış və satış qiymətləri arasındakı fərqi müəyyən çərçivədə saxlamaq üçün ikili kotirovka təyin etməyi öz üzərinə öhdəlik götürmüş və bununla əlaqədar birja ilə müqavilə bağlamış iri dilerlərdir. Qeyd etmək lazımdır ki, birjada bazar ticarəti, məhdud (limitli) ticarət və şərtli ticarət üsullarından istifadə edilə bilər. Birjada sərbəst şəkildə həyata keçirilən ticarət bazar ticarəti adlanır. Alqı-satqısı müəyyən şərtlərlə baş verməli olan qiymətli kağızlar bazarının ticarəti şərtli ticarət adlanır. Market-meykerlər isə öhdəliklərinə götürdüyü qiymətli kağızlar üzrə alış qiyməti və satış qiyməti müəyyən etməklə həmin qiymətli kağızların qiymətlərinin sabitliyini təmin edirlər. Belə ki, market-meyker müəyyən növ qiymətli kağızı müəyyən etdiyi qiymətə alır, həmin qiymətli kağızı isə müəyyən qiymətə satır.

Hazırda ölkədə fond bazarının kapitalizasiya səviyyəsini qiymətləndirmək imkanları məhduddur. Belə ki, Bakı Fond Birjasının əsas listinginə «Azərbaycan Beynəlxalq Bankı» ASC, Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin və Azərbaycan İpoteka Fondunun istiqrazları daxildir.

Birjanın standart listinginə isə «Turanbank» ASC, «Azərkosmos» ASC və «Aqrolizing» ASC-nin səhmləri, "Unileasing" QSC, "Finans Lizing" ASC, "Finex Kredit" BOKT ASC və «Nikoil İKB» ASC-nin istiqrazları daxildir. Göründüyü kimi, Bakı Fond Birjası listinginə çox kiçik sayda emitentlərin qiymətli kağızları düşmüşdür ki, nəticədə fond birjasında milli iqtisadiyyatın təmsilçilik səviyyəsi çox aşağıdır. Qeyd edilənlərlə yanaşı, hazırda həm əsas bazar, həm də standart bazar segmentində listingə düşmək üçün tələblərdən biri şirkətin səhmlərinin bir hissəsinin (maksimum 10 faizinin) sərbəst tədavüldə olması ilə bağlıdır. Bu tələb əksər ölkələrdə 30 faizə yaxınlaşır. Fikrimizcə, çox kiçik sayda emitentlərin listingə daxil edilməsi və mövcud olanların isə birjada davamlı ticarətinin təmin edilməməsi fond birjasının milli iqtisadiyyata təsirinin çox məhdud olduğunu göstərir. Eyni zamanda, əsas və standart bazar segmentində listingə düşməyən qiymətli kağızlar alternativ bazar segmentində listingə daxil edilmişdir. Bu listingə daxil olmaq üçün əhəmiyyətli

tələblər irəli sürülmür. Araşdırma göstərir ki, hazırda əksər qiymətli kağızlarla ticarət alternativ bazar segmentində aparılır. Belə hal Bakı Fond Birjasının faktiki olaraq qiymətli kağızlarla əqdlərin sənədləşdirilməsini həyata keçirən quruma çevrildiyini göstərir. Fikrimizcə, qiymətli kağızlar bazarının inkişafının təmin edilməsində ilk addımlardan biri dövlət mülkiyyətində olan səhmdar cəmiyyətlərinin nizamnamə kapitalının artırılması və istiqrazların buraxılması yolu ilə borc kapitalının cəlb edilməsinin Bakı Fond Birjası vasitəsilə həyata keçirilməsi ola bilər. Bunun təmin edilməsi isə dövlət mülkiyyətində olan şirkətlərdə korporativ idarəetmənin yaxşılaşdırılmasıdır.

Bütövlükdə, investisiya şirkətləri, investisiya fondları, mərkəzi depozitar və Bakı Fond Birjasında qiymətli kağızlar vasitəsilə ticarətin səmərəli təşkili qiymətli kağızlar bazarında vahid elektron platformanın formalaşdırılmasını tələb edir. Belə platformanın yaradılması, ticarət, klirinq-hesablaşma, depozitar uçot prosedurlarının yerinə yetirilməsinə çəkilən xərcləri və vaxtı azaltmağa imkan verəcəkdir.

Fond bazarının fəaliyyətinin canlandırılması və bu sahənin inkişaf etdirilməsinin mühüm istiqamətlərindən biri ölkədə iri dövlət şirkətlərinin səhmlərinin Bakı Fond Birjasında dövriyyəsinin təşkil edilməsidir.

### **2.3 Birjalarda qısamüddətli investisiyalar və risklərin idarə edilməsinin sistemli təhlili**

Birjalarda vəsaitlərini dəyərləndirmək istəyən şəxslər birjanın işləmə mexanizmi, investisiya alətləri, həmçinin birjalarda qiymətin formalaşması kimi əsas məsələlərə diqqət etdikdən sonra əməliyyata başlamazdan əvvəl qısa müddətdə və ya uzun müddətdə investisiya qoyuluşu ilə bağlı qərar verməlidirlər.

Birjalarda bir çox önəmli xüsusiyyətləri nəzərə almaqla uzun müddətli investisiyalarla yanaşı qısa müddətli investisiyalar edərək qazanc əldə etmək mümkündür. Bu seçim tamamilə investisiyanın məqsədindən, necə investisiya etmək istəyindən, həmçinin təcrübədən asılı olaraq dəyişir.

Qısa müddətli dövrdə investisiya qoyuluşu birjalarda birjaya giriş və çıxış arasındakı müddətin bir neçə gün ilə bir neçə həftə arasında dəyişdiyi ticarət strategiyalarını özündə cəmləşdirir. İnvestorlar qısa müddətli dövrdə günlük, həftəlik alqı satqı əməliyyatları ilə qazanc əldə etməyə çalışırlar. İnvestisiya alətlərinin uzun müddətli dövrdəki fəaliyyətlərini, keçmişini, bu gününü, gələcəklərini təhlil etmədən, sadəcə texniki təhlillər nəticəsində əldə olunan qərarlar, anlıq qiymət dəyişikliklərinə istifadə edərək alqı satqı ilə bağlı qərar qəbul edib mənfəət əldə edirlər. Əldə edilən mənfəətlər uzun müddətli dövrdəki investisiya qoyuluşuna nisbətə kiçik miqdarlarda olur. İnvestor birjada özünə məxsus metodu kəşf edərək, özünə uyğun olan əlverişli birja texnikasını müəyyənləşdirməlidir. Uzun müddətli dövrdə investisiya isə həmin şəxslərin seçdikləri səhmlərin keçmişi və bugünü ilə bağlı vəziyyətini dəyərləndirərək bazarda nələrlə olacağına dair gələcəklə bağlı investisiya qərarları almasını tələb edir. Nəticədə onlar uzun müddətdə portfellerinə ziyan verə bilməyən birja texnikaları müəyyənləşdirərək inkişaf etdirməli və ən az 1 il ərzində əldə etdikləri səhmlərin bazardakı vəziyyətini təqib etməlidirlər. Uzun müddətli dövrdə investorların 5-10 il ərzində eyni səhmi təqib edərək, zamanı gələndə isə çox qazanc əldə etməsi ilə bağlı uzun müddətli dövrdə investorlardan ən çox qazananlardan olan Warren Buffetti misal göstərmək olar. Qısa müddətli

investisiyalar birjalarda riskli əməliyyatlar hesab olunur. Qısa zaman kəsiyində ( bir neçə gün və ya bir neçə həftə) bir çox amillər səhmlərin qiymətinə kəskin dərəcədə təsir edə bilər. Mediada yayılan xəbərlər, istehlakçı davranışı və s. kimi amillərin kompleks şəkildə səhmlər üzərində mənfi və ya müsbət təsiri ola bilər. Səhm bazarının dəyişkən təbiəti ilə əlaqədar olaraq proqnozlaşdırıla bilməməsi nəticəsində qısa müddətli investisiyalar təhlükəli nəticələr yarada bilər. Araşdırmalar göstərir ki, uzun müddətli investisiyalardan birjalarda daha çox qazanc əldə edilir.

Birjalarda mənfəət əldə edilməsi üçün verilmiş qərarlardan təməli likvid və ya tarazlı portfelin seçilməsidir. Bunun əsasında qısa və ya uzun müddətli dövrdə investisiyaya qərar vermək mümkündür. Uzunmüddətli investisiya qısa müddətli investisiyaya nəzərən daha etibarlı hesab oluna bilər. Birjalarda əməliyyat həcmi yüksək olmadığı üçün Forex bazarında olduğu kimi anlıq qiymət dəyişikliklərindən mənfəət əldə etmək mümkün deyil. Qısa müddətli investisiya etmək istəyənlər adətən yığımını dərhal artırmaq niyyətində olan investorlardır. Birjani bu niyyətlə seçən investorların qısamüddətdə investisiya etmək bacarığı olmalıdır, yəni spekulyativ olmalıdır. Spekulyasiya qiymət artımı və azalmasından asılı olaraq müəyyən mənfəət əldə etmək məqsədi ilə aktivlərə qısa müddətli dövrdə investisiya qoyuluşudur. Qısa müddətli dövrdə mənfəət gətirən investisiya alətləri arasında əsas yeri spekulyativ səhmlər və valyutalar tutur. Qiymət artımını və ya azalmasını proqnozlaşdıraraq mövqeyini formalaşdıran spekulyator bazarda lazım olan likvidliyi təmin edərək, qiymətin ucuzlaşdığını düşünüb alış, qalxdığını düşünərək satar. Belə ki, bazarda tarazlıq vəziyyəti yaradaraq, hedgerlərin (risklərdən sığorta olunan maliyyəçilər) likvid bazarın əsasında öz mövqelərini formalaşdırmasına köməkçi olurlar. Dünyanın ən məşhur spekulyatoru George Soros-dur. İngilis banklarını soyan adam təxəllüsünü 1992-ci ildə İngiltərənin Mərkəzi bankında ingilis funt sterlinqində devalvasiya baş verməsi ilə əlaqədar olaraq Qara Çərşənbə adlanan iqtisadi böhran zamanında qazanmışdır. Nəticədə düşən qiymətlərdən satış yönündə bir gündə tam 1 milyard dollar qazanmışdır.

Qısa müddətdə ticarət kiçik investorlar üçün çox riskli hesab oluna bilər.

Təcrübəli şəxslər tərəfindən qısa müddətli ticarətin daha çox uzun müddətli investisiya qoyuluşu ilə əvəz edilməsi, bazarda uzun müddətli dövrdə mövqe tutmağa meyilləndirilməsi məsləhət görülür. Birjada qısa müddətli investisiya edənlər hər şeydən əvvəl illərin təcrübəsini özündə cəmləşdirərək, bazarları düzgün bir şəkildə təhlil edərək çevik qərar vermək qabiliyyətinə malik olmalı, harada, nə üçün və necə edəcəklərini bilməlidirlər.

Risk anlayışı günümüzdə rəqabətin artması, gələcəklə bağlı olan qeyri müəyyən düşüncələri azaltmaq, mövcud və gələcəkdə ola biləcək problemləri ölçməkdə ən effektiv ölçü vasitəsi hesab olunur. Birja kimi xaotik xüsusiyyətə malik olan bir bazarda riskləri minimuma endirmək, tarazlığın əldə olunması vacib xüsusiyyətlərdən biridir. Birjada faiz dərəcəsi, bazar, maliyyə, idarəetmə, inflyasiya kimi risklər mövcuddur. Bütün bu riskləri informasiya, təcrübə nəticəsində idarə etmək, bazarda mövcud olanda investisiya alətlərinin xüsusiyyətlərini və onların qiymətlərinə təsir edə biləcək amilləri bilərək qarşısını almaq mümkündür.

Faiz dərəcəsinin qalxması və ya aşağı düşməsi ölkələrin iqtisadiyyatlarına müsbət və ya mənfi təsir göstərdikləri kimi həmçinin investisiya alətlərinin də qiymətlərinə öz təsirini göstərməkdədir. Buna görə də Mərkəzi Bankların qəbul etdikləri faiz dərəcəsi ilə bağlı artım və azalmanı təqib etmək lazımdır.

İnflyasiyanın mövcud olduğu ölkələrdə pul öz dəyərini itirməkdə olduğu üçün, insanların alıcılıq qabiliyyəti aşağı düşməkdədir. Bu vəziyyətdə ən çox təsirə məruz qalan sabit gəlir gətirən maliyyə alətləridir.

Bazar riski bazarda məhsula olan tələbin artmasından asılı olaraq dəyərin artması, azalmasında isə qiymətlərin aşağı düşməsi isə xarakterizə olunur. Birjalar quruluş etibarilə bazardakı manipulyasiya, eləcə də adətən manipulyasiya ilə qarşılaşdırılan spekulasiyanın mövcud olduğu bazardır. Bununla əlaqədar olaraq texniki təhlillər nəticəsində əvvəl baş vermiş hadisələr ilə investorlar bugün baş verən dəyişiklikləri müqayisə edərək nəticə çıxarmış olurlar. Sabit gəlir gətirən maliyyə alətlərinin əvəzinə adətən səhmlər üzərində daha çox təsirini göstərir.

Bir çox zamanlarda səhmlərin investisiyası zamanı maliyyə riskləri meydana

çıxır. Hər hansı şirkətin bir payına şərik olduqda həmin payın maliyyələşdirilməsindən dolayı yaranan riskdir. Şirkətin vəziyyətindən asılı olaraq həm alqı satqı nəticəsində yaranan fərqdən, həm də şirkətin il sonu mənfəətindən gəlir əldə oluna bilər.

Səhmlərin dəyər qazanması üçün şirkətin məhsullarına bazarda tələbin yüksək olması lazımdır və bunun üçün yüksək idarə etmə qabiliyyəti tələb olunur. Buna görə də şirkətin detallı təhlili, risklərin idarə edilməsi olduqca önəmlidir.

Birjalarda müxtəlif qiymət səviyyələrindən bir neçə investisiya alətlərinə investisiya nəticəsində portfelini genişləndirmək tövsiyə olunur. Birjada risklərin idarə edilməsi dedikdə portfelin düzgün formalaşdırılması yada düşür. Çünki mənfəət əldə etmək düzgün qiymət təxminləri ilə sıx bağlıdır. İnvestisiya alətinin dəyəri artmağa başlayanda aşağı qiymət səviyyəsində satmaqla mənfəət əldə edilməlidir. Əmtələr, səhmlər, valyutalar portfeldə yer tutan əsas investisiya alətləridir. Birjada portfel investorun öz vəsaitini dəyərləndirmək üçün alqı satqı etdiyi alətlər toplusudur. Portfel riskləri nəzərə almaqla bir və ya birdən çox investisiya alətinə investisiya qoyuluşu ilə formalaşır.

Yığımlarını birjada dəyərləndirmək niyyətində olanların mənfəət gətirə biləcək portfelə ehtiyacı var. Birjada ticarət etmək istəyən hər bir şəxsin investisiyası eyni olmadığı üçün onların həmin investisiyadan gözləntiləri də fərqli olur.

Qiymətli kağızlar arasında həm likvidliyi yüksək olan səhmlər həm də sabit gəlir gətirən istiqrazlar yer almaqdadır. Adətən riskli əməliyyatlar daha çox mənfəət gətirdiyi üçün portfelini formalaşdırmazdan əvvəl investisiya alətlərinin xüsusiyyətləri və qiymət dəyişikliklərinə gətirib çıxara bilən xüsusiyyətlər nəzərə alınmalıdır.

Portfel adətən etibarlılıq, likvidlilik, qiymət artımı və gəlirlilik kimi amillər nəzərə alınmaqla formalaşdırılır.

Etibarlılıq və ya zəmanətli investisiya məqsədi ilə birjalarda edilən əməliyyatlarda belə risklilik səviyyəsini tamamilə sıfıra endirmək mümkün deyil. Yüksək likvidlilik və qiymət artımı müşahidə olunan investisiya alətlərindən uzaqlaşaraq, qiymət dəyişikliyinə dalğalanmalar tez tez görünməyən investisiya

alətlərinə üstünlük verərək uzun müddətdə yüksək mənfəət əldə etmək mümkündür.

Portfelində gəlirliliyə üstünlük verən şəxslər riskli əməliyyatlar nəticəsində yüksək gəlir əldə etmək istəyənlərdir. Dolayısı ilə etibarlı görünən investisiya alətləri yerinə likvidliyi yüksək olan və qiymət dəyişikliyinə dalğalanmaların tez-tez müşahidə edildiyi investisiya alətlərinə üstünlük verilir. Səhmlər quruluşuna görə sabit gəlir gətirmək qabiliyyətinə malik deyil. Hər hansı bir şirkət və ya sektorun təhlilləri nəticəsində, həmçinin məhsuldarlıqdan asılı olaraq daha optimal görünən səhmlərə investisiya qoyulur.

İnvestisiya alətləri içərisində qiymət yüksəlişi sadəcə səhmlər arasında görünməkdədir. Müqayisə nəticəsində gələcəkdə qiymət artımı proqnozlaşdırılan səhmlərə investisiya qoyuluşu gözləntilərinizə cavab verə bilər.

Birjada likvidlik məqsədi ilə investisiya edən insanların məqsədi mənfəətini birbaşa nağdlaşdırmaqdır. Tələb yüksək olan qiymətli kağızların likvidliyi yüksəkdir. Texnik analizlərin köməkliyi ilə qiymət dəyişiklikləri qarşısında investorların alqı-satqı əməliyyatlarını izləyərək hansı hadisələr qarşısında investorların tələbinin artdığını müşahidə etmək mümkündür.

Müasir dövrdə birjaların daima dəyişən bazar vəziyyətlərinin nəzarətedici sisteminə çevrilməsi və bu işdə rolunun güclənməsi təkzibedilməzdir, çünki bazar qanunları ilə yaşayan və birjalara olan hər bir dövlət beynəlxalq iqtisadiyyata inteqrasiyaya qoşulmadan yaşayıb fəaliyyət göstərə bilməz. Məhz bunun üçün birja ticarətinin obyektinə çevrilmiş müəyyən məhsullara tələb, təklif və qiymətlərin ciddi tərəddüdləri yer kürəsinin müxtəlif guşələrində iqtisadi və hətta siyasi proseslərdə öz əksini tapırlar. Buna görə təsadüfi deyildir ki, hər bir birja müasir dövrdə ətraf mühitdəki ictimai və iqtisadi hadisələrə həssaslıqla reaksiya verir və bununla ayrı-ayrı şirkət, birlik və hətta ölkələrin sabitliyi və çiçəklənmə indikatoruna çevrilirlər. Birjalar vasitəsilə müxtəlif dövlətlər, istehsalçı şirkətlər, kommersiya müəssisələri və hətta bazarın istənilən subyektləri məhsul satışı üzrə öz iqtisadi siyasətlərini reallaşdırmaq imkanı əldə edirlər. Misal üçün, istehsala qabaqcıl elmi-texniki nailiyyətlərin tətbiqi, məhsulun maya dəyərinin azaldılması, iqtisadiyyatın çevik və

dəyişkən vergilərlə tənzimlənməsi ilk növbədə özlərini əmtəə və digər birjalarda biruzə verir.

Ölkələrdə baş verən bir çox iqtisadi-siyasi dəyişikliklər, Mərkəzi Bankların tətbiq etdikləri siyasətlər, açıqlanan makroiqtisadi göstəricilər, dövlətlə əlaqəli şəxslərin etdikləri çıxışlar, həmçinin ölkələr arasında mövcud olan münaqişələr, gərginliklər və s. bir çox xüsusiyyətlər valyuta kurslarına təsir göstərdiyi kimi investisiya alətlərinə də pozitiv və ya neqativ bir şəkildə öz təsirini göstərməkdədir. Hər hansı təsadüfi bir əməliyyatın nəticəsi böyük ehtimalla risklə yekunlaşacaq. Lakin bu tipli hadisələri izləyərək və onların nəticəsində baş verə biləcək məqamları düzgün təxmin edərək riskləri maksimum şəkildə idarə etmək mümkündür.

### **FƏSİL 3. Birja fəaliyyəti təşkilinin təkmillədirilməsi məsələləri**

#### **3.1. Azərbaycan Respublikasında birja fəaliyyətinin həyata keçirilməsi qaydaları və onun inkişaf perspektivləri**

Birja tərəflər arasında qarşılıqlı alqı-satqı və real əmtəə dəyişmə sazişini tənzim edir:

- mövcud əmtəəni təcili tədarük etmək;
- olacaq əmtəəni razılaşdırılmış vaxtda təchiz etmək.

Əgər saziş (kontrakt) olacaq əmtəə tədarük ediləndə, haqq-hesabı ödənilmə şərti ilə bağlanıbsa, onda tərəflərin hər birinin, əgər kontrakta bu barədə başqa şərt yoxdursa, saziş bağlanandan və birjayla təyin olunan tədarükün yerinə yetirilmə vaxtına qədər əmtəəni qəbul və ya təchiz etmək hüququnu birjada (həmin günə malik olan qiyməti) satmağa ixtiyarı var, başqa sözlə öz sazişinin satılması. Bu kontrakt satılması xüsusi hazırlanmış və təsdiq olunmuş qayda üzrə həyata keçirilir.

Saziş o zaman birjavi hesab edilir ki, o birjada qiymət qoyulmuş və dövriyyəyə buraxılmış əmtəəyə bağlanmış olsun:

- Respublika birja əsasnaməsi və birja ticarət qaydalarına əsasən brokerlər arasında bağlanmış olsun. Müvafiq olaraq qeydiyyatda düşmüş olsun.

Birja saziş və kontraktlarda tərəf kimi sayıla bilməz, eyni zamanda saziş bağlayan tərəflərlə saziş şərtlərinin pozulması barədə cavabdeh deyildir. Kontraktın şərtlərinin yerinə yetirilməsi bütövlüklə və tamamilə onu bağlayanların işidir.

Birja müzaidəsi (torq) iki forma üzrə keçirilir: qiyabi (avtomatlaşdırılmış) və əyani. Qiyabi forma camaatın iştirakı olmadan aparılır, o şərtlə ki, iki tərəfin marağını eyni broker təmsil edir. Əyani torq birja zalında («dairəsində») reqlamentə görə kim birinci təklifə müsbət cavab vermiş olarsa saziş bağlanmış hesab olunur. Əgər iki yaxud bir neçə brokerin marağı eyni olarsa, o zaman üstünlük «bir manatı» ehtiyatı çox olan brokerə verilir.

Birja saziş bağlamaq hüququna birja üzvlərini, broker firmaların, müstəqil broker kontorlarını təmsil edən broker malikdir.

Brokerlər (broker kontorları) müştərilərlə bağlanmış saziş, müqavilə əsasında onları birjada təmsil edir. Brokerlər birjaya verdikləri məlumat barəsində birja qarşısında məsuliyyəti daşıyırlar və həmçinin təmsil etdiyi müştərilərin işgüzarlığı və maliyyə vəziyyəti haqqında məsuliyyət daşıyırlar. Bütün brokerlər bərabər hüquqa malikdirlər.

Alqı-satqı sazişi birjada birja ticarətinə buruxılmış əmtəələr üzrə və birja komitəsi tərəfindən təsdiq olunmuş malların xüsusi siyahısı üzrə aparılır.

Birja sazişinin məzmunu (əmtənin Adı, qiyməti, miqdarı, yeri və təchizat müddətindən başqa) konfidensial xarakter daşıyır. Yuxarıda göstərilən məlumatdan başqaları Azərbaycan Respublikasının qanunları əsasında verilə bilər.

Birja nizamnaməsi və qaydalarına əsasən bağlanmış kontrakt və sazişlər üzrə yaranmış mübahisələr birja arbitrajı (arbitraj komissiyası) tərəfindən baxılır.

Satış bir seksiyada yalnız bir əmtəə (onun müxtəlif növləri) üzrə aparılır.

Bir çeşid üzrə satış müddəti 30 dəqiqədən artıq olmur.

Birja müştəriləri üçün aşağıdakı təminatlar müəyyən edilir:

a) saziş o şərtə bağlanır ki, müştəri-satıcı öz şərtini əvvəlcədən bildirir (bir qayda olaraq ona lazım olan mal satılsın), və şərt ödənilərsə o müəyyən miqdarda əmtənin birjada realizə edilməsinə razılıq verilir;

b) sakonvertə olunan birja manatı (qeydiyyat vahidi) istənilən malı bilavasitə birjada və ya birjanın iştirakı ilə (işlənmiş xüsusi qayda ilə) almağa təminat verməklə daxil edilir;

c) müştəri birjanın hesabına alınan və ya satılan malı 20% dəyərində depozit (qarantiya haqqı) keçirir. Ödənişinin sürəti müştərini təmsil edən broker firması onun adından təqdim olunur. Broker-satıcı və ya alıcı kontraktın tərtib edilməsində gəlməzsə, depozit birjanın gəlirinə daxil olur. Zərər çəkən tərəf isə təklif olunmuş sazişin 1%-i dəyərində kompensasiya ödənilir. Bu zaman əmələ gələn narazılıq arbitraj komissiyasına təqdim olunur.

Broker növbəti birja ticarətinin keçirilməsinə 2 gün qalmış Respublika birjasının informasiya-sorğu və məsləhət mərkəzinə qəbul olunmuş forma üzrə satış haqqındı təklif, daha doğrusu malların siyahısını verir.

Əgər broker satışın başlanmasına 24 saatdan gec təqdim etdiyi siyahıda, məzmununda dəyişiklik edərsə, o zaman o birjada qəbul edilmiş qayda üzrə cərimə sanksiyasını ödəyir.

Brokerlərin qeydiyyatı və birja zalına buraxılması ticarətin başlanmasına bir saat qalmış başlayır. Qeydiyyat üçün broker birjanın verdiyi şəhadətnaməni təqdim etməyə borcludur. Qeydiyyat zamanı brokerə birjada realizə ediləcək malların siyahısı, qiyməti, miqdarı, göndərilmə verilir. Brokerlərin qeydiyyatdan keçmə forması və qaydası birja tərəfindən müəyyən edilir.

Broker birjaya dalbadal iki dəfə və daha çox gəlməzsə, onun təqdimatı ticarətdən çıxarılır, ona qarşı hər dəfə gəlmədiyi gün üçün ayrıca cərimə sanksiyası tətbiq olunur. Sonrakı ticarətdə həmin təqdimat iştirak etmək üçün broker tərəfindən bu təqdimata əlavə olaraq təqdim olunmalıdır.

Hər mal üzrə ticarətin başlanması səsli signal ilə elan edilir.

Satıcı-brokerin ticarətin açılışı vaxtına qədər müştərinin adından saziş bağlamaq hüququ olmasını sübut edən vəkalətnaməsi və iki nüsxə doldurulmuş saziş-kartası (əmr) olmalıdır ki, burada malın adı, təklif edilən qiyməti, malın ümumi miqdarı və bağlanacaq minimal həcmi, göndərilmə vaxtı və ya dövrü, göndəriləcək yer (franko), broker haqqında məlumat öz əksini tapır. Broker-satıcı, broker-alıcı müştərinin depoziti ödənilməsi haqqında ödəmə sənətinin sürətinə malik olmalıdır.

Ticarət birja işçisinin rəhbərliyi ilə aparılır (ticarətin rəhbəri). Birja zalında brokerlərdən və ticarətin rəhbərliyindən başqa birja xidmətçiləri və birjada qeydə alınmış brokerlər ola bilər. Digər şəxslər bir qayda olaraq birja zalına və dairəsinə buraxılmırlar. Ticarət zamanı birdəfəlik üzvlük haqqını ödəmiş şəxslər (idarə və təşkilatların nümayəndələri) buraxılır.

Ticarət keçirilən proses zamanı brokerlər bağlanan sazişlər barəsində müştərilər ilə birja zalında yerləşən öz broker kontorlarının işçiləri vasitəsilə məsləhətləşə bilirlər.

İdarə edilən birja ticarətinin 2 variantından istifadə edilir (aparıcı vasitəsilə ticarət). Ticarətin birinci variantında aparıcı ardıcıl olaraq hər bir broker satıcıya söz verir. Bu zaman ticarətdə iştirak edən brokerlər sonrakı bütün brokerlərin konkret təkliflərini bilmir, daha doğrusu bir tərəfdən saziş, broker-satıcı ilə bağlanır, digər tərəfdən başqa brokerlər potensial alıcılar kimi çıxış edirlər. Ticarətin ikinci variantında alıcı və satıcı bütün təklifləri birja ticarəti başlayan anda elan edilir. Bu variantda satıcılar və alıcılar bütün təklif və tələbi əvvəlcədən bilərək qərar qəbul edib ticarət edirlər.

Ticarət birinci variant üzrə keçirilərsə aşağıdakı ardıcılıq əsas götürülür:

Ticarət açıldıqdan sonra (qonk, zəng, sirena və i.a.) aparıcı ardıcıl olaraq hər bir broker-satıcıyı öz təkliflərini elan etməyi dəvət edir. Broker aparıcıya satış üçün saziş-kartoçkanın (əmrinin) bir nüsxəsinə verir və orada aparıcı bölmənin işarəsinə, ticarətin nömrəsini və vaxtı qeyd edilir.

Broker satış üçün öz təklifini, daha doğrusu, malın adını, vahidinin qiymətini, sazişinin minimal həcmnin dövr (vaxt) və verilmə vyerini və başqa məlumatları elan edilir.

Ticarətdə iştirak edən başqa brokerlər potensial alıcı kimi iştirak edirlər. Broker öz malının satışını elan etdirəndən sonra birinci olaraq Kim almaq üçün razılıq verərsə təklif olunan şərtlər əsasında saziş bağlanmış hesab olunur. Bu zaman broker-satıcı, alıcı razılıq verdikdən sonra elan edilmiş şərtləri dəyişə bilməz. Alıcıların heç biri brokerin elan etdiyi şərtlər daxilində malı almaq üçün öz razılığını bildirməzsə, o zaman torq başlayır, broker-alıcılar broker-satıcıya onları maraqlandıran sualları verir, öz şərtlərini deyir (qışqırmaqla) və təklif etdikləri şərtlər daxilində malı alacaqlarını bildirirlər. Əgər satıcı deyilən şərtlərin biri ilə razılaşarsa, saziş həmin şərtlər əsasında bağlanmış hesab edilir. Alıcıların təklif etdiyi şərtlər broker-satıcı təmin etmədiyi halda aparıcı ona belə bir sualla müraciət edir: edilən

təkliflər əsasında o ilkin elan etdiyi şərti dəyişməyə razıdır mı? Əgər broker-satıcı təklif edilmiş şərtlərlə razılaşmırsa aparıcı ticarətin həmin kontrakt üzrə aparılmasını bağlı elan edir.

Bununla əlaqədar olaraq ticarətin aparıcısı saziş-kartoçkasında (əmrdə) təklif edilmiş yüksək satış qiymətini qeyd edir. Təklifinə tələb olmayan broker-satıcı təkrar ticarət olarsa, həmin gün yalnız başqa brokerlərin satış təklifləri elan olunduğundan sonra öz təklifini elan etmək hüququna malikdir. Həmin poeziya üzrə bir broker-satıcı 3 dəqiqəlik vaxtla kifayətlənməlidir. İkinci variant üzrə ticarət keçirilərsə onun keçirilmə qaydası aşağıdakı kimidir: Birja dairəsində ticarətin keçirilməsi açıq elan edildikdən sonra aparıcı brokerlərə öz satacağı və alacağı malları və onların şərtlərini icra etməyi təklif edir və ya onun göstəriciləri informasiya sistemi ilə tabloya verilir. Belə bir ticarətin əvvəlkindən fərqi ondadır ki, alıcı və satıcı bazarda olan təklif və tələbat haqqında ticarət vaxtı saziş batlamaq üçün onlar tam məlumat əldə edirlər.

Kütləvi birja ticarətində saziş bağlanması mərasimində aşağıdakı elementlər daxildir:

- alıcı «alıram» satıcı isə «satıram» razılıqları qışqırmaqla bildirir;
- saziş-kartoçkada razılaşdırılmış şərtlər qeyd olunur;
- saziş-kartoçkada broker-satıcı və broker-alıcının, həmçinin aparıcının imzaları çəkilir;
- müştərilərin (alıcılar və satıcılar tərəfindən) birjanın hesabına depozitin, əgər birja belə qaydanı elan etmişsə, ödənişin keçirilməsi sənədinin surətləri.

Brokerlər arasında kontraktın bağlanması prosedurası yerinə yetirildikdən sonra həmin saziş hüquqi qüvvəyə minir.

Tərtib olunmuş saziş-kartoçkasının birinci nüsxəsi qeydiyyat bürosunun nümayəndəsinə verilir, ikinci nüsxəsi isə broker-satıcıda qalır.

### 3.2. Birja fəaliyyətinin səmərəli təşkilində marketing sisteminin rolu

Birja ticarət prosedurlarının əhəmiyyətli tənzimlənməsinə baxmayaraq, ticarət-vasitəçilik xidmətlərinin həyata keçirilməsində marketing yanaşmalarından istifadə bir sıra amillərlə şərtlənir. Həmin amillərə ilk növbədə bazar şərtlərinin dəyişilməsini aid etmək olar ki, bu amil, ekspertlərin fikrincə, aşağıdakılarla xarakterizə olunur:

- Bir neçə beynəlxalq maliyyə mərkəzində birja ticarətinin mərkəzləşdirilməsi nəticəsində birjaların beynəlxalq rəqabətinin kəskinləşməsi;
- Öz bazar yerini və öz müştərilərini tapmağa çalışan və beləliklə bu sahədə rəqabəti gücləndirən ixtisaslaşdırılmış bazarların (qeyri-birja bazarları, alternativ ticarət sistemləri, ixtisaslaşdırılmış birjalar) sürətlə genişlənməsi;
- Birja ticarətində birja əməliyyatlarının (əməllərin verilməsindən maliyyə aktivlərinin yeni sahibinin adına köçürülməsinə qədər) avtomatlaşdırılmış icrasına, investorların birja sistemlərində giriş əldə etməsinə, paylanmış birja şəbəkəsinin yaradılmasına (eyni zamanda İnternet vasitəsilə) imkan verən texnoloji inqilab, bunlar isə bütövlükdə birja xidmətlərinin qiymətinin aşağı düşməsinə gətirib çıxarır və rəqabəti kəskinləşdirir;
- Pul kütlələrinin maliyyə bazarlarının çox açıq olması ilə bağlı olan dinamik hərəkəti, bu isə qapalı bazarların maliyyə resursları əsasında mövcud olan birjaların yaşamaq şansını azaldır;
- İnkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan bazarların birjalrı və müxtəlif regionların birjalrı arasında ticarət aktivliyi və resurslar uğrunda sərt rəqabət mübarizəsi;
- Milli sərhədlərə və bazarlara bağlı olmayan maliyyə konqlomerasiyalarının yaradılması ilə maliyyə institutlarının konsolidasiyası və genişlənməsi.

Birja marketingi birja əməliyyatları iştirakçılarının maraqlarının və ehtiyaclarının qarşılıqlı nəzərə alınmasına istiqamətlənən bazar qarşılıqlı əlaqələri

sistemidir. Birja əməliyyatlarının iştirakçılarının qarşılıqlı əlaqələrinin xüsusiyyəti ondan ibarətdir ki, onlar bir-biri ilə təşkilati təbəçiliklə bağlı deyillər.

Birja fəaliyyəti çərçivəsində marketinqin vəzifələri aşağıdakılardır:

- birjanın bazarda mövqeyi (bazar yeri, bazarların növləri, məhsul sırası, müştərilər (birja üzvləri, emitent və investorlar müştəri oldular, çünki ticarət sistemlərini azad seçiminə malik idilər) qiymət siyasəti, müştərilərin tələbatlarının maksimum təmini və s.);

- birjaların inkişaf xərclərini ödəmək üçün gəlirlərin artım və diversifikasiyası (birja işi getdikcə daha kapital tutumlu olur, informasiya texnologiyalarının, onların texniki və kommunikasiya yüksək sürətlə dəyişilməsi birja sistemlərinin və genişmiqyaslı investisiyaların daimi yenilənməsi zərurətini müəyyən edir), birja inkişafı üzrə vəsaitlərinin kəsirinin azalması, bazarın qorunması üçün birja üzvlərinin daşdığı xərclərinin məhdudlaşdırılması (əks halda birja rəqabət qabiliyyətsiz olur);

- uzunmüddətli inkişaf siyasətinin, birjaların uğurlu rəqabət şərtlərindən biri kimi bazar yerinin saxlanılması üçün bazar davranış strategiyalarının işlənilib hazırlanması.

Birja marketinqinə daxildir:

- bazarın monitorinqi;
- birja mallarının alqı-satqısının təşkili;
- malların qiymətlərinin müəyyən edilməsi və qiymətlərin şəffaflığının təmin edilməsi;
- birja məhsullarının bazara çatdırılması sistemi;
- birja məhsullarının standartlarının yaradılması;
- birjaların informasiya fəaliyyəti.

Bazarın monitorinqi. Müasir birja ticarəti dövriyyə miqyasında artım ilə xarakterizə olunur ki, bu da birja məhsulları bazarının daimi monitorinqini tələb edir. Aşağıdakı amillər birja ticarətinin dinamikası və strukturuna həlledici təsir göstərir:

- konkret əmtəə, fond və valyuta bazarlarında təklif və tələbatın nisbəti;
- bazarların monopolizasiyası və birja malların ticarət formasında dəyişikliklər;

- elmi və texnoloji tərəqqinin inkişafı və əvəz edici malların istifadəsinin artması, yeni birja mallarının yaranması;
- bir sıra birja mallarına dair hökumətlərarası sazişlərin tətbiqinin genişləndirilməsi;
- birja əməliyyatlarının keçirilməsində kompüter texnikasından istifadə, birja müqavilələrinin bağlanması, birja sövdələşmələri üzrə hesabatın aparılması, qiymət və kursların kotirovkası, məlumatların toplanması və emalı;
- birjaların fəaliyyətinin tənzimlənməsində dövlətin rolunun gücləndirilməsi.

Bu amillər fond birjasında bazarların və əməliyyatların inkişafına həm müsbət, həm də mənfi təsir edə bilər, buna görə də onları vaxtında yalnız birja ticarətinin inkişaf tendensiyalarının təhlili zamanı deyil, eləcə də perspektivdə məcmu halda qiymətləndirmək zəruridir.

**Birja mallarının alqı-satqısının təşkili.** Ticarət-vasitəçilik xidmətləri məhsul mübadiləsi əməliyyatlarının həyata keçirilməsi zamanı və müasir kommunikasiya vasitələri sahəsində təqdim edilir. Birjada məhsulların mübadiləsi əməliyyatları həm birja vasitəçiləri iştirakı ilə, həm də müstəqil olaraq onları birja əməliyyatları kimi qeyd etməklə həyata keçirilə bilər. Mübadilənin nisbətini mübadilə tərəfləri müəyyən edir, bu zaman birja vasitəçisi (broker) müqavilə zamanı mövcud nisbət haqqında məlumat verir.

Əməliyyatlar aparmaq üçün birjanın ticarət edən üzvlərinin "fiziki" vəsaitlərlə təmin edilməsi (birja ticarətinin aparılması və kommunikasiya vasitələri üçün xüsusi yer) birjaların vəzifəsidir. Birja üzvləri arasından, birja sədrilərini və katiblərini birja iclaslarını aparmaq üçün seçir. Birja sessiyaları zamanı (iş saatları) onun üzvləri yığılır və standart müqavilə şərtləri ilə onların müxtəlif mövqeləri üçün təkliflər və qarşı təkliflər mübadiləsi edirlər.

Birjaya mübadilə üçün sərbəst həyata keçirilməsi məhdud və ya qadağan olunan məhsullar istisna olmaqla, müəssisənin mülkiyyətində olan istehsal olunmuş və istifadə edilməmiş məhsullar mübadilə üçün təqdim olunur. Birja iştirakçılarının nümayəndələri birja hərracları dövründə birja vasitəçisinə (broker) mübadilə üçün

sifariş verirlər. Broker sifarişini jurnalda daxil edir (məlumat-axtarış sistemində daxil edir) və əvvəlki sifarişlər və ya əvvəlki hərrac baş tutmayan müqavilələrə aid sifarişlər üzrə mübadilə variantlarını axtarır. Onlar olmadıqda, valyuta vasitəçisi hesabat panelində mübadilə variantını əks etdirir (hesabat paneli olmadıqda, mübadilə seçimi səslə verilir). Mübadilə variantı uyğun gələn qarşı tərəf mübadilə vasitəçisini məlumatlandırır. Sonuncu razılaşmanı jurnalda qeydiyyatda alır və sənədləri qeydiyyat idarəsinə ötürür. Mübadilə qarşı tərəflərin olmadığı təqdirdə sifariş geri alınır və ya məlumat axtarış sistemində gələcək axtarışlar üçün saxlanılır (yalnız birja üzvləri və müntəzəm ziyarətçilər üçün).

Birja vasitəçisi birja adından daimi müştəri ilə təlimat müqaviləsi bağlaya bilər ki, bununla da müəyyən bir haqqın ödənilməsi ilə müştərinin maraqları üçün məhsulları mübadilə edə bilər. Bu halda müştərinin birja hərracında səlahiyyətli nümayəndəsinin olması vacib deyil.

Barter əməliyyatları üçün sifariş iki hissədən ibarətdir. Birinci hissədə mübadilə üçün təqdim olunan məhsullar göstərilir. Orada məhsulun adı, mübadiləyə təklif olunan həcmi, çatdırılma vaxtı (hal-hazırda mübadilə üçün təqdim edilmiş məhsullar hələ istehsal olunmayıbsa), çatdırılma şərtləri və sahibkarlıq təşkilatının rekvizitləri daxildir. İkinci hissədə təşkilata lazım olan məhsullar üçün eyni məlumatlar yer alır. Mübadilə nisbəti və ödəniş şərtləri ayrıca göstərilir.

Əgər sifariş gələcək mübadilə axtarışı üçün saxlanılırsa, iştirakçı malların mövcudluğuna təminat verdiyi müddəti göstərir. Əgər bu müddət ərzində mallar birja xaricində mübadilə edilərsə, sifarişçi birja vasitəçisini məlumatlandırmalıdır. Malların saxlanması müddətinə əməl edilməməsi və onun yoxluğuna dair birja vasitəçisinə məlumat verilməməsi hallarında müştəriyə birja komitəsi tərəfindən müəyyən edilmiş məbləğdə cərimə tətbiq edilə bilər.

Beləliklə, müasir birjanın fəaliyyəti proqnozlaşdırılan tələbat və təklifin həcminə əsasən qurulur. Buna görə də, birja ticarəti iştirakçıları yalnız intuisiya deyil, həm də müqavilələrin alış və ya satış imkanlarını qabaqcadan bilmək üçün iqlim şəraitinin, iqtisadi, siyasi və sosial proseslərin dəyişməsi ehtimalı haqqında ilkin marketinq

tədqiqat məlumatlarına malik olmalıdırlar. Bütün bunlar, əsasən, razılaşmaların bazar qiymətlərində dəyişikliklər səbəbindən mümkün zərərlər barəsində vaxtında sığortalanması üçün vacibdir.

Vasitəçilər elektron poçt, mobil telefon rabitəsi vasitəsilə həm öz filialları və şöbələri, həm də istehlakçıları, təchizatçıları və vasitəçi bazarlar olan digər ölkələrdən olan satıcılarla əlaqə qurur. Bütün təşkilatlar üçün əlçatan olan ani ünsiyyət müxtəlif ölkələrin bazarlarının sıx əlaqələrinin yaranmasına kömək edir. Bu vasitəçilər sayəsində xərcləri azaltmaq və ticarətin digər iştirakçıları ilə müqayisədə rəqabət qabiliyyətini artırmaq mümkündür.

**Məhsulların qiymətlərinin müəyyən edilməsi və qiymət şəffaflığının təmin edilməsi.** Birjalar real malların alış-satışını, spekülasiyalar və sığortalanmanı (hedcinq) həyata keçirməklə yanaşı, həm də müəyyən birja iclasında üzə çıxan qiymətlərin müəyyənləşdirilməsi və dərc edilməsindən ibarət olan qiymətlərin kotirovkasını həyata keçirirlər.

Bazarın konyukturasının qiymətləndirilməsi zamanı birja kotirovkaları əhəmiyyətli bir göstəricidir. Birja kotirovkaları baza qiymətləridir, yəni əvvəlcədən müəyyən edilmiş coğrafi yerlərdə (istinad nöqtəsində) müəyyən keyfiyyət və miqdarda, xüsusiyyətdə, ölçülərdə, kimyəvi tərkibdə və s. malların qiymətləridir və keyfiyyəti, ödəniş valyutası, razılaşma məbləğinə dair hər hansı bir əlavə düzəliş tələb etmir. Birja qiymətlərinin kotirovkası müxtəlif formalarda ola bilər, o cümlədən: qiymətin xarakterinə görə - bağlanmış razılaşmanın qiymətləri, satıcıların qiymətləri, alıcıların qiymətləri; razılaşma anına görə - birjanın açılması zamanı qiymət, birja iclasının ortasında qiymət, birjanın bağlanması zamanı qiymət.

**Birja məhsulları bazara çatdırılması sistemi.** Birja hərraclarının həyata keçirilməsi zamanı birja əməliyyatlarının iştirakçıları ola bilər:

- öz hesabına və öz adından əməliyyatları həyata keçirən ticarət təşkilatları;
- öz istehsal etdiyi məhsulları satan sənaye təşkilatları, eləcə də əkinçilik təşkilatlarını və taxıl anbarlarının sahibləri;

- birjada alınmış məhsulların istehlakçıları kimi fəaliyyət göstərən emal müəssisələri;
- Müştərilərin hesabına və onların adından razılaşmalar bağlayan vəticarət vasitəçisi kimi fəaliyyət göstərən verən brokerlər və maklerlər.

Beləliklə, birja məhsullarının bazara çatdırılması sistemi həm istehsalçı və istehlakçı müstəqil şəkildə razılaşmaya gəldikdə və bu razılaşmanın birjada qeydiyyatı saldıqda birbaşa paylanma kanalları kimi, həm də broker və maklerlərin birja vasitəçiliyi ilə razılaşmalar əldə edildikdə dolayı kanallar kimi çıxış edir.

**Birja məhsullarının standartlarının yaradılması.** Standart müqavilələrin hazırlanması və ticarət əməllərinin müəyyən edilməsi təcili razılaşmaların təmin edilməsində mühüm funksiyalardandır. Birjalar müraciət edilən məhsul sortlarının hansına dair təcili razılaşmalar əldə edilə və hansı sortlar bu müqavilələrlə verilə bilər məsələlərini müəyyən edirlər. Bir sıra birjalar öz standart məhsul markasını qururlar. Bəzi birjalar, yuxarıda göstəriləyi kimi, həm birja ticarətində, həm də birja xaricindəki ticarətdə istifadə edilən standart müqavilələr hazırlayır.

**Birjalarının informasiya fəaliyyəti.** Bu fəaliyyət üzvlərini müxtəlif informasiya materialları ilə təmin etməklə həyata keçirilir. Birincisi, birjalar birja zalından operativ məlumatla təmin edirlər. Bundan əlavə, müəyyən bazarın konyukturası ilə tanılığa kömək edən hər növdə məlumatları toplayıb dərc edirlər. Birja məlumatı - qiymətli kağızların kotirovkası, valyuta məzənnələri, endirim dərəcələri, mal və kapital bazarı, investisiyalar, standart məhsullar partiyasının və ya qiymətli kağızlar paketinin alınması üzrə müqavilə qiymətləri və s. haqqında məlumatlardır. Bunlar xüsusi birja və maliyyə məlumat xidmətləri, broker şirkətləri, banklar və digər şirkətlər tərəfindən təqdim edilir. Belə məlumatlar gündəlik birja bülletenləri, dövri icmallar və məlumat kitabçasılarında yerləşdirilir və informasiya əlaqə vasitələri ilə ötürülür.

“Marketing Cəmiyyəti” nin eksperti Mustafa Məmmədov bildirir ki, bazar hər şeydən əvvəl informasiya və onun hərəkəti olduğundan, informasiyanın əlçatan olması istənilən mütəşəkkil birja bazarının fəaliyyət göstərməsində vacib şərtlərdən

biridir. İnvestor bazarda informasiyasız özünü narahat hiss edir ki, bu da öz növbəsində onun investisiya yatırmaq istəyinə “yox” deyir. Buna görə də hər bir şirkət özü haqqında informasiyanı verməyə hazır olmalı və öz daxili mətbəxini bazarın bütün iştirakçıları üçün əlçatan etməlidir.

Birja məlumatı məzmununa görə cari, tez dəyişəndir, bazarda baş verən hadisələri operativ əks etdirir. Müasir birjalarda razılaşmalar, demək olar ki, dərhal bağlanılır, bazar məlumatları konyukturanın ardınca bir neçə saniyə ərzində dəyişə. Bu şərtlər altında informasiyaya qarşı irəli sürülən tələblər təciliyyət və vaxtında təqdim edilməsi baxımından xüsusilə yüksəkdir, belə ki, informasiya məlumatlılığının olmaması hərrac iştirakçılarının zərərə düşməsinə gətirib çıxara bilər.

### **3.3. Birja fəaliyyətində müasir iqtisadi mexanizmlərin tətbiqi və onun təkmilləşdirilməsi yolları artırılması yolları**

Dünya liderliyi səviyyəsində iqtisadi artım dinamikası, neft strategiyasının uğurla reallaşdırılması, ölkənin maliyyə potensialının güclənməsi və dövlət tərəfindən geniş miqyaslı inkişaf proqramlarının dəstəklənməsi, milli iqtisadiyyatın diversifikasiyası və modernizasiyası, insan kapitalının formalaşmasına diqqət ölkədə keyfiyyətə yeni bir iqtisadi potensial formalaşdırmaqdadır.

Son illərdə ölkədə həyata keçirilən düşünülmüş, elmi cəhətdən əsaslandırılmış iqtisadi siyasət nəticəsində Azərbaycan Respublikasının iqtisadiyyatında sürətli iqtisadi artım təmin edilmişdir. İnvestorlar üçün iqtisadi artım müxtəlif sahələrin səhmlərinə vəsait yatırılmasına da bir siqnaldır. Müasir Azərbaycan iqtisadiyyatında yaradılmış əlverişli şərait hər şeydən əvvəl iqtisadiyyatın real sektoruna investisiyaların qoyuluşuna stimül yaradır. Azərbaycan iqtisadiyyatının demək olar ki, bütün sahələrində inkişafın baş verməsi bu dövrdə aktivlərin qiymətinin qalxması ilə əlaqədar fond bazarının aktivlərinə investisiya qoyuluşunda da əlverişli imkanlar yaratmışdır.

Belə ki, 2016-cı ildə Bakı Fond Birjasında həyata keçirilmiş əməliyyatların strukturuna baxsaq burada dövlət qısamüddətli istiqrazlarla keçirilən əməliyyatların həm ilkin (140,97%) həm də təkrar bazarı (417,7%) üzrə olduğunu müşahidə etmək olar. Orta gəlirlilik isə 10,9% təşkil etmişdir. Bundan başqa banklarda yerləşdirilmiş depozitlərin də həcmi 36% artaraq 4348,5 mln. manat təşkil etmişdir. Depozitlər üzrə orta gəlirlilik isə 11,00%-dən 12%-ə qədər yüksəlmişdir. Səhm bazarının aktivliyi isə öz növbəsində xeyli aşağı düşmüşdür. 2016-cı ildə BFB-də səhmlərin ilkin bazarının həcmi 209 mln. manat təşkil etdiyi halda, 2017-ci ildə bu rəqəm 173 mln. manat təşkil etmişdir. Təkrar bazara gəldikdə isə 2016-cı ildə BFB- də təkrar bazarın həcmi 83 mln. manat təşkil etdiyi halda, 2018-ci ildə bu rəqəm 18 mln. manat təşkil etmişdir. Bu isə öz növbəsində səhm bazarının 2008-ci ildə aktivliyinin xeyli aşağı olduğunu deməyə əsas verir.

Lakin 2018-cc ilin yanvar ayından başlayaraq qeyd edildiyi kimi Mərkəzi Bankın uçot faiz dərəcəsini aşağı salması nəticəsində səhm bazarında aktivləşmə başlamışdır. Cari ilin yanvar-fevral aylarında səhm bazarının ümumi həcmi ötən ilin müvafiq dövrünə nisbətən 16 dəfə artaraq 94.9 mln. manat təşkil etmişdir ki, onun 73.2 mln. manatı ilkin bazarın 21,7 mln. manatı isə təkrar bazarın payma düşmüşdür. Mütəşəkkil səhm bazarının və investisiya alətlərinin real bazar dəyərinin formalaşdırılması istiqamətində həyata keçirilən tədbirlər nəticəsində ötən ilin müvafiq dövrünə nisbətən BFB-də təkrar səhm ticarətinin həcmi 722 dəfə, bağlanmış əqdlərin sayı isə 10 dəfə artmışdır və bu da birjadankənar bazarda səhm ticarətinin həcmi (17.16 mln. manat) ilə müqayisədə 26% çoxdur.

Bundan başqa ölkənin Mərkəzi Bankı tərəfindən məzənnə siyasətində məqsədyönlü tənzimləmə siyasəti həyata keçirilir. Ölkənin sosial-iqtisadi inkişafında neft gəlirlərindən aktiv istifadə və iqtisadiyyatın qeyri-neft sektoruna xarici kapital axınının güclənməsi daxili valyuta bazarında təklifin tələbi üstələməsinə gətirib çıxarmışdır. Üzən tənzimlənən məzənnə rejimində Mərkəzi Bank izafi valyuta təklifini aktiv sterilizasiya etməklə iqtisadiyyatın zəruri likvidliyə olan tələbatını ödəmiş, eyni zamanda manatın məzənnəsinin stabilliyini qoruyub saxlamışdır. Ölkədə rəqabət qabiliyyətinin və maliyyə sabitliyinin qorunması üçün məzənnə siyasətinin çevikliyini daha da artırmaq məqsədilə Mərkəzi Bank mövcud valyuta səbəti mexanizminin struktur parametrlərinin modifikasiyasını həyata keçirmişdir. Qeyd etmək lazımdır ki, dolların məzənnəsinin qalxması nominal dəyəri milli valyuta ilə olan qiymətli kağızların məzənnəsinin aşağı düşməsinə gətirib çıxarır, xarici valyutanın məzənnəsinin aşağı düşməsi isə öz növbəsində nominal dəyəri milli valyuta ilə olan qiymətli kağızların məzənnəsinin artmasına gətirib çıxarır. Mexaniki olaraq bu prosesi belə təsvir etmək olar. Xarici valyutanın məzənnəsinin qalxması milli valyutanın və iqtisadiyyatın zəif olmasına dəlalət edir. Belə olduğu halda ölkə ixracdan çox idxala edir. Bu halda nominal dəyəri milli valyuta ilə olan qiymətli kağızlar xarici investorlar üçün elə də cəlbedici olmur, çünki onların dollar ekvivalentində bazar qiyməti aşağı düşür və yaxud əksinə.

2017-ci il ərzində milli valyutanımn ABŞ dollarına qarşı məzənnəsi il ərzində 5,2 faiz möhkəmlənmişdir Mərkəzi Bankın valyuta bazarına fəal müdaxiləsi manatın məzənnəsinin kəskin möhkəmlənməsinin qarşısını almışdır.

Ölkənin beynəlxalq valyuta ehtiyatları ilə fond bazarı arasında birbaşa əlaqə olmasa da beynəlxalq valyuta ehtiyatlarının dinamikasına laqeyd yanaşılmamalıdır. Birincisi ona görə ki, o bazar iştirakçılarına psixoloji təsir edir, ikincisi isə beynəlxalq reyting agentlikləri ölkəyə reyting dərəcəsinin verilməsində valyuta ehtiyatlarına xüsusi əhəmiyyət verirlər. Kredit reytinginin müəyyən edilməsi bu sahədə ixtisaslaşdırılmış və beynəlxalq aləmdə tanınmış “Fitch”, “Moody” və “Standard Poors” reyting agentlikləri ilə müqavilələr bağlanmışdır.

“Standard & Poors” agentliyi tərəfindən 2017-ci il 16 dekabr tarixində ölkəmizə kredit reytingi xarici və yerli valyuta qısamüddətli kreditlər üçün “B”, uzunmüddətli kreditlər üçün isə “BB” səviyyəsində müəyyən olunmuş, iqtisadi perspektiv isə “Stabil” qiymətləndirilmişdir.

Qeyd olunun reyting agentlikləri fənimdən müəyyən edilmiş kredit reytingləri ölkəmizə beynəlxalq maliyyə icması tərəfindən etimadın artması göstəricisi olmaqla yanaşı borclanma qabiliyyətinin artırılmasına, hökumət və ölkəmizin iri şirkətləri tərəfindən beynəlxalq maliyyə bazarlarında borclanma məqsədi ilə qiymətli kağızların emissiyası üçün şəraitin yaradılmasına və beləliklə də ölkənin beynəlxalq kapital bazarına çıxışının asanlaşdırılmasına, birbaşa xarici investisiyaların həcmnin artımına maliyyə resurslarının dəyərinin ucuzlaşdırılmasına və beynəlxalq arenda onun imicinin artmasına şərait yaratmışdır.

Bununla yanaşı ölkənin digər sahələrində olduğu kimi, valyuta ehtiyatlarının artması da davam etmişdir. Azərbaycan Respublikasının valyuta ehtiyatları beynəlxalq standartlara tam uyğun gəlir və ölkənin yüksək ödəmə qabiliyyətinin təmin olunmasına imkan verir. 2014-ci ildə strateji valyuta ehtiyatları 2.5 mlrd. ABŞ dolları, 2015-ci ildə 3,9 mlrd. ABŞ dolları, 2007-ci ildə 7,1 mlrd. ABŞ dolları təşkil etmişdir. Belə ki, 2016-cı ildə cari hesabda yaranmış böyük profisit ölkənin strateji valyuta ehtiyatlarının əhəmiyyətli artımını təmin etmişdir. Hesabat ilində ölkənin

strateji valyuta ehtiyatlarının artımını təmin etmişdir. Hesabat ilində ölkənin strateji valyuta ehtiyatlarının həcmi 11 mlrd. Dollardan çox artaraq 18,8 mlrd. ABŞ dollarına çatmışdır. Ölkənin toplam xarici aktivləri onun öhdəliklərini 9 mrd ABŞ dolları üstələnmiş, nəticədə Azərbaycanın dünya iqtisadiyyatı ilə maliyyə münasibətlərində kreditor mövqeyini daha da möhkəmləndirmişdir. Hazırda Azərbaycan strateji valyuta ehtiyatları ölkənin beynəlxalq likvidliyinin daha da artmasını təmin edir. Belə ki, bu ehtiyatlar ölkənin məcmu borclarından 1.7 dəfə çoxdur.

Əvvəldə göstərildiyi kimi, ölkədə birja bazarının formalaşması, bu bazar vasitəsilə investisiya proseslərinin güclənməsi Mərkəzi Bank və Maliyyə Nazirliyi tərəfindən uyğun olaraq həyata keçirilən pul-kredit və maliyyə siyasətindən xeyli asılıdır. 2000-ci illərdə qeyd edilmiş iqtisadi siyasətlərin məzmununu şərh etdikdən sonra indi də ölkənin qiymətli kağızlar bazarında baş verən prosesləri araşdıraraq. Lakin fikrimizcə bu işə başlamazdan əvvəl Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının yaranması və təşəkkülünün tarixi baxımından yanaşmaq hazırda burada baş verən prosesləri qiymətləndirmək üçün mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının yaranması XX əsrin əvvəllərinə təsadüf edir. Ölkəmizdə ilk səhmlər 1913-cü ildə Bakı Tacir Bankının nizamnaməsinin təsdiq edilməsi ilə buraxılmışdır. Bu bankın əsas səhmdarları Azərbaycanın tanınmış sahibkarları-şuranın sədri H.Z.Tağıev, üzvləri M.Ş.Əsədullayev, M.Nağıyev, M.Muxtarov və başqaları olmuşlar. XX əsrin ilk iki onilliyində Bakıda bir sıra səhmdar cəmiyyətləri fəaliyyət göstərmişdir. Bu cəmiyyətlərin əksəriyyəti neft istehsalı, emalı və ticarəti ilə məşğul olurdu. Onlardan "Neft məhsulları səhmdar cəmiyyəti", "Bül-Bülə neft və ticarət səhmdar cəmiyyəti", "Balaxanı-Zabrat neft istehsalı səhmdar cəmiyyəti" və digərlərini qeyd etmək olar, Ö dövrdə Yeni-Bakı neft emalı zavodunun, Bakı Tacir Bankının və başqa iri şirkətlərin səhmləri Moskvanın, Sankt-Peterburqun və Rusiyanın digər iri şəhərlərinin fond birjalarında satışa çıxarılırdı. XIX-XX əslərdə Azərbaycanda iri Rusiya banklarının Bakı filalı fəaliyyət göstərirdi. Bu sırada Sankt-Peterburq Dövlət Bankının (1874-1920), Sankt-Peterburq Beynəlxalq Komersiya Bankının (1868-1920), "Voljsk-Kams" KB (1870-1920), Rusiya Xarici Ticarət KB

(1871-1919), "Rusiya Sənaye ticarət" KB ((890-1920), "Şimal" KB (1901-1910), "Rusiya Asiya" KB (1910-1920), "Azov-Don" KB (1877-1920) və b. göstərmək olar. Hələ 1900-cı ilin "Kaspi" qəzetinin səhifələrində veksəl islahatı haqqındakı məqalələrdə bu qiymətli kağızın o zaman geniş istifadəsi və labüdlüyünü təsdiq edən maraqlı məlumatlar dərc olunurdu. Həmin dövrdə Bakı Tacir Bankı və Bakıda fəaliyyət göstərən digər banklar tərəfindən veksellər və faiz kağızları buraxılmışdır. Veksellərdən ödəniş prosesində və borc münasibətlərinin formalaşmasında geniş istifadə olunurdu. Veksəl bazarı Azərbaycan Demokratik Respublikası dövründə də inkişaf etmiş, lakin Sovet hakimiyyəti dövründə məhdudlaşdırılmışdır. Sovet Azərbaycanında bütün SSRİ məkanında olduğu kimi dövriyyədə olan əsas qiymətli kağız uduşlu dövlət istiqrazları olmuşdur.

Azərbaycan Respublikasında müstəqillik əldə etdikdən sonra müştəşəkkil qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyət göstərməsi ölkə iqtisadiyyatı inkişafının əsas amillərindən birinə çevrilmişdir, «Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin fəaliyyətinin təmin edilməsi haqqında» Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 1999-cu il 26 iyul tarixli Fərmanının qüvvəyə minməsi ilə ölkədə müştəşəkkil qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyət göstərməsinin təməli qoyulmuşdur. Fəaliyyət göstərdiyi dövr ərzində QKDK tərəfindən Azərbaycan Respublikasında müasir tələblərə cavab verən, bazar münasibətləri prinsiplərinə uyğun olan, həmçinin geniş və bütün sahələri əhatə edən infrastruktura malik fond bazarının yaradılması və inkişaf etdirilməsi istiqamətində müəyyən işlər aparılmışdır. Bu illər ərzində Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının inkişafında yeni mərhələ açılmışdır. Bundan başqa komitədə institusional quruculuq işləri davam etdirilmiş və Azərbaycan respublikası Prezidentinin 2008-ci il 19 noyabr tarixli Sərəncamı ilə Komitə yenidən təşkil edilmiş və Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin (QKDK) Əsasnaməsi təsdiq edilmişdir.

Belə ki, ötən illər ərzində bir sıra normativ-hüquqi aktlar qəbul edilmiş bəzi fəaliyyət göstərən hüquqi sənədlər təkmilləşdirilmişdir, yeni sənədlər hazırlanmış, eyni zamanda iqtisadiyyatın real sektoruna azad maliyyə vəsaitlərinin axını üçün

əlverişli mühitin yaradılması istiqamətində məqsədyönlü işlər aparılmışdır. Bundan əlavə, qiymətli kağızların emitenlənmə və qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının fəaliyyətlərinin şəffaflığına dair QKDK tərəfindən irəli sürülmüş tələblər potensial investorlara investisiya qoyuluşunun riskini tam şəkildə qiymətləndirməyə imkan verərək, ölkənin sahibkarları tərəfindən qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsində sağlam rəqabətin aparılması üçün şərait yaradılacaqdır.

Hazırda ölkənin qiymətli kağızlar bazarının qarşısında dayanan ən başlıca vəzifə cəlb edilmiş vəsaitlərin investisiya şəklində qeyri-neft sektorunun inkişafına yönəlmişdir. Bununla yanaşı Azərbaycanda investisiya mühitinin təkmilləşdirilməsi istiqamətində davam etməkdə olan islahatlara və artıq əldə edilmiş nailiyyətlərə baxmayaraq qeyri-neft sektoruna investisiyaların cəlb edilməsi sahəsində hələ çox işlər görülməlidir. Azərbaycanın qeyri-neft sektoruna investisiyaların cəlb edilməsinin ən mühüm vasitələrindən biri özəlləşdirmə prosesidir. Yerli fiziki və hüquqi şəxslərlə yanaşı, xarici şirkətlər də ölkəmizdə apardan özəlləşdirmə prosesində iştirak edə bilərlər. Bununla əlaqədar olaraq» özəlləşdirmə qanunvericiliyində xarici şirkətlərin bu prosesdə iştirakının şəffaf və aydın mexanizmləri nəzərdə tutulmuşdur.

Bu günədək Türkiyə, Amerika Birləşmiş Ştatları, Fransa, Böyük Britaniya, Çin, İran, İsveçrə, Hollandiya və bəzi digər ölkələrin investorları Azərbaycanda həyata keçirilən özəlləşdirmə prosesində iştirak etmiş və müəssisələrin səhmlərinin ən azı 51%-ni əldə edərək onlara böyük məbləğdə investisiyalar qoymuşlar.

«Azərbaycan Respublikasında dövlət əmlakının özəlləşdirilməsinin II Dövlət Proqramının təsdiq edilməsi barədə» Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2000-ci il 16 may tarixli Fərmanını rəhbər tutaraq, QKDK tərəfindən hazırlanmış 2000-ci il 29 sentyabr tarixli «Dövlət müəssisələrinin çevrilməsi nəticəsində yaradılan səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin buraxılışı, qeydiyyatı və tədavülü Qaydalarına əsasən 2007-ci il ərzində 795 mln. Manat məbləğində 137 səhm buraxılışı dövlət qeydiyyatına alınmışdır ki, bu da 2006-cı ilin müvafiq göstəricisindən 2,3 dəfə çox

olmuşdur. Səhm buraxılışı üzrə 2006-cı ildə 100 emitent qeydiyyatata alındığı halda 2007-ci il ərzində 113 olmuşdur. 2007-ci il ərzində səhm buraxılışının strukturu aşağıdakı kimi olmuşdur.

32 bankın 49 səhm emissiyası ümumi səhm emissiyasının həcmnin 30%-ni, dövlət müəssisələrinin çevrilməsi nəticəsində yaradılmış 45 səhmdar cəmiyyətinin 45 səhm buraxılışı ümumi səhm emissiyasının 1%-ni, 13 sığorta təşkilatının 15 səhm buraxılışı ümumi səhm emissiyasının 2%-ni, 2 lizinq təşkilatının 2 səhm buraxılışı ümumi səhm emissiyasının 0,1%-ni, digər sahələr üzrə 21 səhmdar cəmiyyətinin 26 səhm buraxılışı ümumi səhm emissiyasının 66,9%-ni təşkil etmişdir. Özəlləşdirmə qaydasında yerləşdirilən səhmlər istisna olunmaqla, 92 səhm buraxılışından 50 səhm buraxılışı kütləvi təklif üsulu ilə, 42 səhm buraxılışı isə qapalı üsul ilə yerləşdirilmişdir.

Səhmlərin həm ilkin, həm də təkrar bazar vasitəsilə yerləşdirilməsində səhm üzrə keçirilən hərraclar müstəsna əhəmiyyət kəsb edir (cədvəl 3.3.1).

Cədvəl 3.3.1

Səhm üzrə hərraclar

| Bazarın<br>segmentləri       | 2017 (31.12.07)<br>AZN | 2016 (31.12.06)<br>AZN | 2016-cı ilə faiz<br>nisbəti |
|------------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------------|
| Səhmlər                      | 209,711.596,40         | 121.584.594,83         | 172,48%                     |
| Səhmlər - (təkrar<br>bazarı) | 83.333.872,63          | 13.480.092,06          | 618,20%                     |
| <i>Cəmi</i>                  | 293.045.469,93         | 1.388.496.544,39       | 394,94%                     |

Mənbə: Bakı Fond Birjasının materialları. [www.bse.az](http://www.bse.az)

Qiymətli kağızlar bazarında ən önəmli sektorlardan biri korporativ istiqrazlardır, Azərbaycan respublikası ərazisində Azərbaycan Respublikasında «Korporativ istiqrazların buraxılması və tədavülü Qaydaları» 2000-ci il 24 may tarixində qəbul edilmişdir. Bu Qaydalar "Qiymətli kağızlar haqqında" Azərbaycan Respublikasının Qanununa, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 1999-cu il 26 iyul tarixli 161 nömrəli Fərmanı ilə təsdiq edilmiş «Azərbaycan Respublikası Prezidentinin yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi haqqında»

Əsasnaməyə və Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin Sədrinin 4 noyabr 1999-cu it tarixli 59 sayılı əmri ilə təsdiq edilmiş "Azərbaycan Respublikasının ərazisində emissiya qiymətli kağızlarının buraxılması və qeydiyyatı haqqında" Əsasnaməyə müvafiq olaraq hazırlanmışdır. Bu Qaydalar, mülkiyyət formasından asdı olmayaraq Azərbaycan Respublikasında fəaliyyət göstərən hüquqi şəxslər tərəfindən korporativ istiqraz vərəqələrinin buraxılmasına və tədavülünə şamil edilir. Korporativ istiqrazlar nizamnamə kapitalının miqdarından və ya üçüncü şəxslərin emitentə bu məqsədlə verdikləri təminatın ölçüsündən çox olmayan məbləğdə buraxıla bilər. Korporativ istiqrazlar birdəfəlik qaydada və ya buraxılış çərçivəsində seriyalarla buraxılır. Belə ki, 2017-ci il ərzində 72 mln. Manat məbləğində 20 korporativ istiqraz buraxılışı qeydiyyata alınmışdır ki, bu da 2006-cı ilin müvafiq göstəriciləri ilə müqayisədə 56% çox olmuşdur. Bundan başqa 2016-cı il ərzində korporativ istiqrazların buraxılışı üzrə 12 emitent qeydiyyata alındığı halda, 2017-ci ildə 14 emitent qeydiyyata alınmışdır. Korporativ istiqrazlar üzrə təkrar bazarda yüksək artım müşahidə olunmuşdur. Belə ki, təkrar bazarda 14 mln. Manat məbləğində korporativ istiqraz üzrə 171 əqd qeydə alınmışdır ki, bu da 2016-cı ilin göstəriciləri ilə müqayisədə əqdlər üzrə 2,8 dəfə, məbləği üzrə isə 8 dəfə çox olmuşdur (cədvəl 3.3.2).

Mövcud qanunvericiliyə uyğun olaraq QKDK emitentlər tərəfindən istiqrazların buraxılışına, yerləşdirilməsinə, tədavülünə, ödənilməsinə və istiqrazların yerləşdirilməsindən əldə edilmiş vəsaitlərin məqsədyönlü istifadəsinə nəzarət edir və lazımi hallarda bu sahədə müvafiq yoxlamalar aparır.

Cədvəl 3.3.2

Korporativ istiqrazların yerləşdirilməsi

| Bazarın segmentləri                        | 2007 (31.12.06) | 2006 (31.12.06) | 2006-ci ilə faiz |
|--------------------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| Korporativ istiqrazlar<br>- (yerləşdirmə)  | 30.605.900,25   | 36.792.389,01   | 83,19%           |
| Korporativ istiqrazlar<br>- (təkrar bazar) | 14.307.556,29   | 1.854.975,93    | 771,31%          |

|             |                      |                      |               |
|-------------|----------------------|----------------------|---------------|
| <b>Cəmi</b> | <b>44.913.456,54</b> | <b>38.647.364,94</b> | <b>116,2%</b> |
|-------------|----------------------|----------------------|---------------|

Mənbə: Bakı Fondu Birjasının hesabatları [www.bse.az](http://www.bse.az)

Dövlət büdcəsinin maliyyələşdirilməsi üçün dövlət tərəfindən vəsaitin cəlb edilməsi üçün qarşılıqlı ödənmə vasitəsi olan Dövlət Qısamüddətli İstiqraz Vərəqələri (DQİV-də) buraxılır. DQİV-də tam risksiz sayılır, belə ki, dövlət borclarının qaytarılmasını ardıcıl olaraq və vaxtında yerinə yetirir. DQİV - ödənilmə tarixi 3 aydan sonra olan kuponsuz qarşılıqlı ödənilmə alətidir. DQİV- nin nominal dəyəri 5 min manatdır. DQİV sənədsiz formada buraxılır. DQİV-ni ilkin yerləşdirmək və ya təkrar bazarda iştirak etmək üçün investor Bakı Fond Birjasının üzvlərindən birini broker seçməlidir və özünün bank hesabı olmalıdır Brokerə ödənilən komissiyon haqqının miqdarı, həmçinin brokerlə müştəri arasında olan başqa əlaqələr broker razılaşması ilə müəyyənləşdirilir. DQİV nominal qiymətdən aşağı satıldığı üçün investor ödənilmə günü qaytarılan nominal qiymətlə alış qiyməti arasında olan qiymət fərqi əldə edir. Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin qaydalarına əsasən rezident olmayan şəxslər DQİV-yə səhm qoya bilərlər. Ümumiyyətlə dövlət qiymətli kağızların emissiyası və yerləşdirilməsi üzrə göstəricilərin artması müşahidə olunmuşdur. Belə ki, 2017-ci ildə dövlət qısamüddətli istiqrazların emissiyalarının ümumi həcmi 276 mln. manat olmuşdur ki, bu da 2016-cı ilin müvafiq göstəricisindən 25% çoxdur. Hesabat ili üzrə faktiki yerləşdirilmiş dövlət (qısamüddətli istiqrazların həcmi isə 205 mln. manat olmuşdur ki, bu da 2016-cı ilin müvafiq göstəricisindən 84% çox olmuşdur. Eyni zamanda dövlət qısamüddətli istiqrazları ilə təkrar bazarda apardan həm alqı-satqı əməliyyatlarında, həm də REPO və əks REPO əməliyyatları üzrə artım müşahidə olunmuşdur. Belə ki, hesabat ili ərzində ööviət qısamüddətli istiqraztan üzrə Bakı Fond Birjasında 31 mln. Manat məbləğində 37 əqd bağlanmışdır ki, bu da 2016-cı ilin göstəriciləri ilə müqayisədə əqd üzrə 95%, məbləğ üzrə isə 4,5 dəfə çox olmuşdur.

2017-ci ildə təkrar bazarda dövlət qısamüddətli istiqrazları ilə REPO-əks REPO əməliyyatları üzrə 14 mln. manat məbləğində 14 əqd bağlanmışdır ki, bu da 2006-cı ilin göstəricilərindən əqd üzrə 40%, məbləği üzrə isə 3,7 dəfə çox olmuşdur.

DQİ-lərin yerləşdirilməsi əsasən hərraclar vasitəsilə həyata keçirilir (cədvəl 3.12). Emilent - Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyidir. Dövriyyə müddəti - 3 ay, 6 ay, ili qədər olan diskont qiymətli kağızdır. Bakı Fond Birjasının ölkədə reqlamentinə əsasən 10.40-dan 16.50-yə qədər DQİ üzrə ticarət keçiri lir. Potensial investorlar isə Azərbaycan Respublikasının rezident və qeyri-rezident olan fiziki və hüquqi şəxsləridir. Əsas investor kimi isə qeyri rezident İnvestisiya şirkətləri (40%)və yerli banklar (31%) çıxış edir.

Cədvəl 3.3.3

| <b>Bazarın</b>      | <b>2017 (31.12.06)</b> | <b>2016 (31.12.06)</b> | <b>2016-ci ilə faiz</b> |
|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| DQİ –(yerləşdirmə)  | 211.785.686,62         | 111.621.242,58         | 189,7%                  |
| DQİ –(təkrar bazar) | 30.719.944,02          | 6.765.163,70           | 454,09%                 |
| <b>Cəmi</b>         | <b>242.505.630,64</b>  | <b>118.386.406,28</b>  | <b>207,3%</b>           |

Mənbə: Bakı Fond Birjasının materialları, [www.bse.az](http://www.bse.az)

Dövriyyədə olan pul kütləsinin tənzimlənməsi üzrə əsas sterilizasiya alətlərindən biri olan Mərkəzi Bankın Qısamüddətli Notlarının emissiyalarının ümumi həcmi 2007-ci ildə 2 650 min. manat olmuşdur ki, bu da 2016-cı ilin müvafiq göstəricisindən 2,4 dəfə çox olmuşdur. Faktiki yerləşdirilmiş qısamüddətli notların həcmi isə 1 984 mln. manat təşkil etmişdir ki, bu da 2006-cı ilin müvafiq göstəricisindən 2 dəfə çox olmuşdur. 2015-ci ildə qısamüddətli notların emissiyalarının ümumi həcmi 323 milyon AZN təşkil etmişdir. Bakı Fond Birjasında keçirilmiş 53 hərracda (2014-cü il ərzində 11 hərrac) 219.8 milyon AZN məbləğində qısamüddətli notlar yerləşdirilmişdir, bu da qeydiyyatda alınmış emissiyanın həcmnin 68% təşkil etmişdir. 2004-cü ilin son dörd ayt üzrə müvafiq göstəricilər 48 milyon AZN və 36.8 milyon AZN. Qeydiyyatda alınmış emissiyanın həcmnin 76.7 % təşkil etmişdir. 2014-cü ilin son dörd ayı ərzində orta gəlirlik 4,47% təşkil etdiyi halda, 2015-ci ildə orta gəlirlik 9,15 % təşkil etmişdir.

2017-ci ildə Bakı Fond Birjasında təkrar bazarda qısamüddətli notlarla 220 mln. manat məbləğində əqd bağlanmışdır ki, bu da 2016-cı ilin müvafiq göstəricisi ilə

müqayisədə 74% çox olmuşdur. Təkrar bazarda qısamüddətli notlarla REPO-əks Repo əməliyyatları üzrə 2690 mln. manat məbləğində 988 əqd bağlanmışdır ki, bu da 2006-cı ilin göstəricilərindən əqd sayı üzrə 9 dəfə, məbləği üzrə 23 dəfə çox olmuşdur.

Mərkəzi bankın notları üzrə hərraclar zamanı emitent kimi Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı çıxış edir. Həmin notların dövrüyyə müddəti - 1 ayı qiymətli kağızın növü - diskont qiymətli kağız; potensial investor kimi isə Azərbaycan respublikasında fəaliyyət göstərən banklar çıxış edirlər.

Cədvəl 3.3.4

| <b>Bazarın seqmentləri</b> | <b>2017 (31.12.06)</b>  | <b>2016 (31.12.06)</b>  | <b>2016-ci ilə faiz nisbəti</b> |
|----------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------------|
|                            | <b>AZN</b>              | <b>AZN</b>              |                                 |
| Notlar –(yerləşdirmə)      | 1.984.492.653,06        | 848.689.803,28          | 233,83%                         |
| Notlar –(təkrar bazar)     | 220.171.294,48          | 126.193.580,08          | 174,47%                         |
| Repo əməliyyatlar          | 2.705.229.878,57        | 121.514.702,92          | 2226,26%                        |
| <b>Cəmi</b>                | <b>4.909.893.826,11</b> | <b>1.096.398.086,28</b> | <b>447,8%</b>                   |

Mənbə: Bakı Fond Birjasının materialları, [www.bse.az](http://www.bse.az)

Ümumilikdə isə 2017-ci il ərzində Bakı Fond Birjasında bütün alətlər üzrə aparılmış əməliyyatların ümumi həcmi 5,49 mlrd, manat təşkil etmişdir ki, bu da ötən ilin müvafiq dövrünün eyni göstəricisini 394,94% üstələyir.

2016-ci il üzrə BFB-də bütün alətlər üzrə həyata keçirilən əməliyyatlara diqqət yetirsək (cədvəl 3.3.5) burada da qiymətli kağızlar bazarının inkişafını müşahidə etmək olar.

Cədvəl 3.3.5

Bütün alətlər üzrə BFB –də keçirilmiş hərracların nəticələri üzrə müqayisəli cədvəli

| <b>Bazar seqmetləri</b>               | <b>2016</b>             | <b>2017</b>             | <b>Faiz nisbəti</b> |
|---------------------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------|
| DQİ –(yerləşdirmə)                    | 298.556.604,98          | 211.189.527,96          | 140,97%             |
| DQİ –(təkrar bazar)                   | 128.214.607,04          | 30.719.944,02           | 417,37%             |
| Notlar –(yerləşdirmə)                 | 1.638.204.995,40        | 1.984.492.653,06        | 82,55%              |
| Notlar –(təkrar bazar)                | 453.488.278,62          | 220.171.294,48          | 205,97%             |
| Repo əməliyyatlar                     | 6.761.134.544,68        | 2.705.229.878,57        | 249,93%             |
| Cəmi DQK bazar                        | 9.279.599.030,72        | 5.152.399.456,75        | 180,10%             |
| Korporativ istiqrazlar (yerləşdirmə)  | 32.435.946,50           | 30.605.900,25           | 105,98%             |
| Korporativ istiqrazlar (təkrar bazar) | 15.348.312,47           | 14.307.556,29           | 107,27%             |
| Səhmlər (yerləşdirmə)                 | 173.765.685,36          | 209.711.596,40          | 82,80%              |
| Səhmlər (təkrar bazar)                | 18.353.425,20           | 83.333.872,63           | 22,02%              |
| Cəmi KQB                              | 23.903.180,53           | 337.958.925,57          | 70,90%              |
| <b>CƏMİ</b>                           | <b>9.519.502.211,25</b> | <b>5.490.358.382,32</b> | <b>173,39%</b>      |

Mənbə: Bakı Fond Birjasının materialları, [www.bse.az](http://www.bse.az)

Ümumiyyətlə son dörd il ərzində qiymətli kağızlar bazarının bütün əsas göstəriciləri ümumi iqtisadi artım göstəricilərini üstələyən templərə artmışdır. Nəticədə həm səm, həm də borc öhdəlikləri bazarında maliyyə dərinliyi yüksəlmiş,

ÜDM-ə nisbətən müvafiq olaraq 1,3 faizdən 5 faizə və 1,5 faizdən 27,2 faizə çatmışdır. 2017-ci ildə səhm ticarətinin ümumi həcmi 18,2 dəfə çoxdur. İl ərzində ilkin bazarda səhm ticarətinin həcmi 1469,4 mln.manat olmuşdur ki, bu da 2013-cü ildə həyata keçirilmiş 43,9 mln.manatlıq səhm buraxılışından 33,5 dəfə çoxdur. Təkrar bazarda isə səhm ticarətinin həcmi 193,2 mln. manat olmuşdur ki, bu da 2013-cü illdəki 47,1 mln.manatlıq səhm ticarətindən 4,1 dəfə çox olmuşdur.

2013-cü illə müqayisədə 2018-ci ildə borc qiymətli kağızları ilə ticarətin həcmi 87,2 dəfə artaraq 9.434,2 manat təşkil etmişdir. 2017-ci ildə dövlətin qiymətli kağızları ilə aparılan əməliyyatların həcmi 9.307,2 mln.manat təşkil etmişdir kiş bu da 2003-cü illdəkindən (105 mln.manat) 88,6 dəfə çoxdur. Bu sektorun yüksək dinamikasının əsas səbəbi makroiqtisadi tənzimləmə aləti kimi 2004-cü illdən Mərkəzi Bank tərəfindən notların buraxılışına başlanması və bu alətin bazarda aktiv istifadə edilməsi olmuşdur. 2017-ci ildə dövlətin qiymətli kağızlar üzrə ilkin bazarın həcmi 2.932,7 mln.manat olmuşdur ki, bu da 2003-cü illdəkindən (99mln.manat) 29,6 dəfə çoxdur. Dövlət qiymətli kağızları üzrə təkrar bazarın həcmi isə 2003-cü illə (6mln.manat) müqayisədə 1.224 dəfə artaraq, 2017-ci ildə 7342,8 mln manat olmuşdur. Dövlət qiymətli kağızları üzrə təkrar bazarın dəfələrlə artımına Mərkəzi Bankın notları ilə Repo-əks Repo əməliyyatları səbəb olmuşdur. Bütün bunlarla yanaşı son 5 ildə korporativ borc alətlərinin də həcmi əhəmiyyətli dərəcədə (11dəfə) artaraq 11,2 mln.manatdan 127 mln.manat yüksəlmişdir.

Aparılan təhlillərdən də göründüyü kimi, Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının daha çox inkişaf etmiş seqmenti dövlət qiymətli kağızlar sektoru olduğu 2017-ci ilin dekabr ayının 1-dən etibarən «APA-Economics» dövlət qiymətli kağızlar üzrə maliyyə dayanaqlığı indeksinin hesablanmasına başlamışdır. Belə ki, «APA-Economics» öz hesablamalarında Maliyyə Nazirliyi tərəfindən buraxılan dövlət qısamüddətli istiqrazları (DQİ) üzrə indksi şərti olaraq AGBİ (Azerbaijan Government Bonds Index), Azərbaycan Mərkəzi Bankı tərəfindən buraxılan qısamüddətli notlar üzrə indksi isə ANBDİ (Azerbaijan National Banks Debts Index) adlandırır.

Hər iki indeks eyni hesablama üsulu ilə hazırlanır və oxşar göstəricilərə malikdir. Lakin bu qiymətli kağızların emissiyasının məqsədi, emitentləri və potensial investor dairələri fərqləndiyinə görə, indeksləri ayrı-ayrılıqda verilir. İndeksler iki dəyişən parametrlə (qiymətli kağızların dövriyyədə olan həcmi və cari qiymətləri) nəzərə alınmaqla hesablanır. Ümumilikdə, beynəlxalq maliyyə bazarlarındakı indekslər kimi AGBİ və ANBDİ-nin əsas funksiyası bazarın sabit və ya qeyri-sabitliyini əks etdirməkdir. Yəni, indekslərin sabit dinamikası bazarın sabitliyini göstərir və əksinə. Bu da bazarda olan və bazara daxil olmaq istəyən investorlar üçün əsas göstəricilərdən biridir.

QKDK tərəfindən xarici sərmayəçilərin müraciəti əsasında özəlləşdirmə opsiyonlarının buraxılışı da həyata keçirilir. Opsionlar sənədləşdirilmiş formada, hesablarda yazılış üsulu ilə buraxılır. Özəlləşdirmə opsiyonlarının alıcısı kimi nizamnamə kapitalında sərmayənin payı 25%-dən çox olan müştərək müəssisələr, xarici fiziki şəxslər və vətəndaşlığı olmayan şəxslər çıxış edə bilər:

Xarici sərmayəçilər arasında özəlləşdirmə opsiyonları ilə aparılan əqdlərin qeydiyyatı Milli Depozit Mərkəzi tərəfindən daxili standartlara uyğun olaraq həyata keçirilir.

2017-cü ildə QKDK tərəfindən 345 min ədəd dövlət özəlləşdirmə opsiyonu istifadəsi qeydə alınmışdır və tədavüldə olan opsiyonların sayı 17 561 100 ədədə çatmışdır. Bir ədəd opsiyonun orta qiyməti 2,26 manat, ən yüksək qiymət 2,60 manat, ən aşağı qiyməti isə 1,60 manat təşkil etmişdir.

2017-ci il ərzində 50 min ədəd dövlət özəlləşdirmə opsiyonunun istifadəsi qeydə alınmışdır. Tədavüldə olan opsiyonlarının sayı 17,511.100 ədəddir. Hesabat dövründə 1 ədəd opsiyonun orta qiyməti 2,3 AZN (opsiyonun ən yüksək qiyməti 2,5 AZN, ən aşağı qiyməti isə 2,1 AZN təşkil etmişdir. 2004-cü ildə opsiyonun ən yüksək qiyməti 2,6 AZN, ən aşağı qiyməti isə 1,6 AZN, bir opsiyonun orta qiyməti isə 2,3 AZN təşkil etmişdir.

Büdcə öhdəliklərinin yerinə yetirilməsində vəsait çatışmadıqda xəzinə vekseli bu problemi həll edir. *Veksel* - Azərbaycan qanunvericiliyinə görə təsdiq olunmuş

formada dəqiq tərtib olunmuş, öhdəliyin vaxtı bitdikdən sonra sahibinə (veksel saxlayana) vekseldə göstərilmiş məbləğin veksel verəndən, borcludan və ya veksel məbləğini ödəməyi üzərinə götürən şəxsdən həmin məbləği şərtsiz tələb etmək hüququ verən, yazılı borc öhdəliyini əks etdirən qiymətli kağızdır. Veksellərin uçotu (diskontlaşdırılması), inkassasiyaya qəbul edilməsi, veksellərin ödənilməsi üzrə xidmətlərin göstərilməsi və veksellər üzrə digər əməliyyatlar yalnız QKDK-da qeydiyyatdan keçmiş uçot təşkilatları tərəfindən (kredit təşkilatları, veksel evləri və digər ixtisaslaşdırılmış maliyyə-investisiya müəssisələri) həyata keçirilə bilər.

Qeyd etmək lazımdır ki, QKDK tərəfindən “Azərbaycan Respublikasında veksellərin dövriyyəsi haqqında Əsasnamə” təsdiq edilmişdir ki, bu sənədin də əsasını 1930-cu ildə qəbul edilmiş və 30-dan artıq ölkənin qoşulduğu Cenevrə Konvensiyası və AR-nın Mülki Məcəlləsi təşkil etmişdir.

2017-ci ilin ortalarından likvidliyə tələbatın artması ilə əlaqədar veksellərlə əməliyyatlar genişlənmişdir. Belə ki, hesabat dövründə 63 mln. manat məbləğində 509 veksel buraxılışı dövlət qeydiyyatına alınmışdır ki, bu da 2007-ci ilin müvafiq göstəricilərindən say üzrə 5 dəfə, məbləğ üzrə isə 2 dəfə çoxdur. 2007-ci ildə 30 mln. manat məbləğində sadə veksel buraxılışı isə 2006-cı ilin müvafiq göstəricisi ilə müqayisədə 57% çox olmuşdur. Dünya Bankı ilə Azərbaycan Hökumətinin imzaladığı kredit sazişinə uyğun olaraq həyata keçirilən «Kənd Təsərrüfatının İnkişafı və Kredit» layihəsinin reallaşmasında veksellərdən istifadə edilməyə başlanmışdır. 2017-ci ilin sonunda isə Azərbaycan Respublikasında ilk dəfə xəzinə vekselləri dövriyyəyə buraxılmışdır ki, bu da dövlət müəssisələri arasında qarşılıqlı öhdəliklərin tənzimlənməsi və hesablaşmalar sisteminin səmərələşdirilməsinə əlavə şərait yaratmışdır.

Fond bazarının fəaliyyət göstərməsinin əsas şərtlərindən biri qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etmiş infrastrukturudur. Ölkədə yaranmış infrastruktur Bakı Fond Birjası, Milli Depozit Mərkəzi və digər qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının şəbəkəsi ilə təmsil olunub, 2008-ci ilin sonuna qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçı kimi 17 peşəkar iştirakçı fəaliyyət göstərir.

QKDK-nın fəaliyyətində investorların hüquqlarının qorunması ən mühüm məsələlərdən biri olduğundan bu istiqamətdə mütəmadi olaraq iş aparılır. Bu məqsədlə investorların hüquqlarının müdafiəsi ilə əlaqədar olaraq səhmdarlar tərəfindən təqdim edilmiş ərizə və şikayətlər mütəmadi olaraq araşdırılır, qanun pozuntusuna yol vermiş səhmdar cəmiyyətləri aşkar edilmiş və qanunvericiliyə uyğun olaraq inzibati məsuliyyətə cəlb olunmuşdur. Belə ki, QKDK tərəfindən hesabat dövründə investorların hüquqlarının qorunması ilə bağlı müvafiq tədbirlər davam etdirilmiş və nəticədə 2008-ci ildə Komitəyə daxil olan şikayət və müraciətlərin sayı 26 faiz, barəsində şikayət edilən səhmdar cəmiyyətlərinin sayı isə 36 faiz azalmışdır. 2008-ci il ərzində səhmdarların hüquqlarının müdafiəsinin təmin edilməsi məqsədi ilə 155 inzibati xəta aşkar edilərək 41 min manat məbləğində inzibati cərimə tətbiq edilmişdir.

Bundan başqa aparılan araşdırmalar göstərir ki, respublikada qiymətli kağızların buraxılması və ona nəzarət edilməsi, buraxılan qiymətli kağızların qeydiyyatı alınması, qiymətli kağızların buraxılması üçün lisenziyanın verilməsi və ən nəhayət, qiymətli kağızlar bazarının dövlət tərəfindən tənzimlənməsi funksiyasını yerinə yetirən QKDK-mn həyata keçirdiyi bir sıra məqsədyönlü tədbirlər qiymətli kağızlar bazarının gələcəkdə inkişaf etdirilməsinə yardımçı olacaqdır. Beynəlxalq təcrübə göstərir ki, müntəzəm fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar bazarının köməyi ilə vəsaitləri sahələr arasında çevik şəkildə yenidən bölüşdürmək, onları elmi-texniki tərəqqinin daha perspektiv istiqamətlərində təmərküzləşdirmək, daha doğrusu xalq təsərrüfatında struktur irəliləyişlərinin sürətlənməsinə və optimallaşmasma nail olmaq olar. Bütün bunları nəzərə alaraq, ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsinə böyük önəm verilməlidir.

## NƏTİCƏ

Aparılmış tədqiqat nəticəsində aşağıdakı nəticələrə gəlinmişdir.

Birja bazarının təşəkkülü iqtisadi subyektlərə öz investisiya layihələrinin həyata keçirilməsi, dövrüyyə vəsaitlərinin artırılması və işgüzar fəaliyyətin inkişaf etdirilməsi məqsədilə xarici maliyyə resurslarının cəlb edilməsi üçün geniş imkanlar yaradır. Bu baxımdan Azərbaycan müəssisələrinin kənardan investisiya cəlb etməsi üçün vacib olan ən mühüm şərt ölkədə sabillik və əlverişli iqtisadi mühitin olmasıdır.

Birja bazarı iqtisadi sahələrə vəsaitlərin cəlb olunması ilə yalnız yeni gəlirlərin əldə oluması deyil, həmçinin əvvəllər qazanılmış olan gəlirlərin qorunub saxlanılması və artırılması məqsədini daşıyır.

Azərbaycan şirkətləri birja bazarına daxil olmazdan əvvəl müvafiq investisiya mənbələrinin uğurlu tətbiq edilməsi üçün əsas iqtisadi və sosial vəzifələri müəyyən etməli, qiymətli kağızlar bazarında uzunmüddətli fəaliyyət proqramını işləyib hazırlamalı və ən vacibi isə, maliyyə sferasında ictimaiyyətlə əlaqələrə xüsusi diqqət yetirilməsi lazımdır.

Birja mübadiləsinin sisteməlik dövrüyyəsi ölkəmizin maliyyə sisteminin əsaslı sürətdə yeniləşməsini stimullaşdırma bilər. Qiymətli kağızlar bazarı əsas iqtisadi iştirakçılar arasında, əmtəə, xidmət istehsalçıları və müəssisələr arasında, maliyyə kommersiya vasitəçiləri və kredit institutları, sığorta şirkətləri, banklar, fond birjalari arasında, dövlət maliyyə institutları ilə bütün səviyyəli büdcələr arasında əlaqələrin daha da güclənməsidir. Odur ki, vaxt gələcəkdə ölkədə qiymətli kağızlar bazarının, xüsusilə də fond birjasının fəaliyyətinin inkişafı diqqət mərkəzində olmalıdır.

Ölkənin son dövrlərdə kredit reytinginin artmasına görə milli şirkətlərə öz qiymətli kağızları ilə dünya bazarına çıxmaq, cəlb olunacaq maliyyə resurslarından daha səmərəli istifadə etmək məqsədilə onları ən mühüm sosial-iqtisadi problemlərin həllinə xidmət edən layihələrin mənimsənilməsinə yönəltməsi üçün əlverişli imkanlar yaradır. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı isə bütün sivil ölkələrdə olduğu kimi, monetar məqsədlərinə çatmaq üçün belə bir bazarın formalaşmasına daha çox

maraqlı olmalıdır. Bu məqsədlə ölkədə dünya maliyyə bazarlarının monitoring xidmətini yaratmaq məqsəduyğundur.

Son dövrlərdə Azərbaycan birja bazarı sürətli inkişaf etməkdədir və kommersiya bankları öz növbəsində qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etməsində mühüm rol oynayırlar. Onlar birja bazarında həm maliyyə vasitəçiləri, həm də peşəkar iştirakçı kimi çıxış edir.

Bu gün Azərbaycanda kommersiya bankları öz qiymətli kağızlarını emissiya edirlər, yeni səhmdar bankların yaradılması, bankların nizamnamə kapitalının daim artırılması bankların səhm buraxılışı ilə müşahidə olunur. Bankın səhmləri isə onun sahiblərinə yüksək dividendlər əldə etmək imkanı verir.

Səhmlərlə yanaşı bu gün banklar istiqraz da emissiya edirlər, lakin istiqrazlar səhmlərə nisbətən elə də inkişaf etməmişdir. Bu da investorların uzunmüddətli investisiya yatırmaq iqtidarında olmaması ilə izah edilir.

Hazırda birja bazarında dövlətin ən əsas məqsədi qüvvədə olan bazarın innovasiya inkişafının məqsədləri üçün investisiyaların toplanmasına şərait yaradan effektiv, rəqabətli bazara çevrilməsindən ibarətdir. Bu məqsədlərə nail olmaq üçün aşağıdakı işlərin görülməsi vacibdir:

- maliyyə vəsaitlərin cəlb olunması üçün təsərrüfat subyektlərini birja bazarından istifadə etmələrinə həvəsləndirən mexanizmlərin tətbiqi;
- emitentlər tərəfindən investorların maraqlarına və hüquqlarına riayət edilməsi üzrə dövlət və qeyri-dövlət sisteminin inkişaf etdirilməsi;
- emitentlər tərəfindən investorların hüquqlarına riayət edilməsinin təmin edilməsi yolu ilə qiymətli kağızlara olan tələbatın dəstəklənməsi və stimullaşdırılması;
- korporativ idarəetmə normalarına və emitentlər tərəfindən məlumatın lazımı şəkildə açıqlanmasına riayət olunmasının stimullaşdırılması;
- birja bazarının infrastrukturunun, o cümlədən investisiya fondlarının və institusional investorlar sisteminin inkişafının stimullaşdırılması;

- birja investorlarının maarifləndirilməsi, o cümlədən investisiya və korporativ idarəetmə mədəniyyətinin formalaşdırılması üzrə dövlət proqramlarının işlənilib hazırlanması və həyata keçirilməsi;

- Azərbaycanın birja bazarının rəqabət qabiliyyətinin artırılması üçün dövriyyədə mövcud olan investisiya resurslarının həcmnin daima artırılması.

Ümumiyyətlə, ölkəmizdə birja bazarının mübadilə prosesində rolunun artırılması üçün aşağıdakı tədbirlərin həyata keçirilməsi məqsəduyğundur:

- ölkənin milli maraqlarına cavab verən birja bazarı konsepsiyasının işlənilib hazırlanması;

- qanunvericilik və normativ bazanın daim təkmilləşdirilməsinin, mövcud qanunvericiliyə riayət edilməsinə ciddi nəzarətin həyata keçirilməsi;

- Mübadilə iştirakçılarının hüquqlarının qorunması ilə onların maliyyə təhlükəsizliyinin təmin edilməsi;

- Birja bazarının səmərəli fəaliyyətini təşkil etmək məqsədilə xarici köməyin cəlb edilməsi və qabaqcıl xarici təcrübədən istifadə olunması;

- birja bazanın təşkili və idarəedilməsi ilə bağlı maarifləndirmə sisteminin inkişaf etdirilməsi;

- mübadilə bazarına neqativ təsir göstərən xarici təsirin aradan qaldırılması üzrə qabaqlayıcı tədbirlərin görülməsi;

- yerli şirkətlərin qiymətli kağızlarına olan daxili tələbatın genişləndirilməsinə istiqamətlənmiş inzibati və iqtisadi xarakteri tədbirlər sisteminin həyata keçirilməsi.

- Bakıda beynəlxalq birja mübadiləsinin formalaşdırılmasına istiqamətlənmiş tədbirlər proqramının həyata keçirilməsi. Konkret olaraq “Euronext” birja timsalında Bakıda fəaliyyət göstərəcək regional və ya beynəlxalq fond birjasının yaradılması;

- broker-diler və qiymətli kağızlar bazarının digər institutlarının restrukturizasiyası üzrə tədbirlər proqramının həyata keçirilməsi;

- bazar riskləri haqqında informasiyanın tam şəkildə açıqlanması, həmçinin qiymətli kağızlar bazarında ticarətin həyata keçirilmə prosesi üzrə etik prinsiplərin tam şəkildə həyata keçirilməsi;
- dövlət payının özəlləşdirilməsi prosesinin fond bazarı vasitəsilə həyata keçirilməsi və bu proses zamanı investor çeşidliliyinə xüsusi diqqət yetirilməsi;
- qonşu ölkələrin birjaları ilə əlaqələrin gücləndirilməsi və yerli şirkətlərin səhmlərinin həmin birjalarda çarpaz yerləşdirməsi (cross-listing) üçün uyğun yolların axtarılması.

Araşdırmalar göstərir ki, bir sıra problemlərin mövcud olmasına baxmayaraq ölkəmiz üçün yeni olan bu bazar strukturu gələcəkdə yüksək inkişaf tempi ilə irəliləyəcəkdir. Belə ki, özəlləşdirmə prosesinin davam etməsi, nisbətən iri korporasiyaların, holdinq strukturlarının yaradılması, bunun nəticəsində də iri səhmdar cəmiyyətlərinin formalaşması ölkəmizdə qiymətli kağızlar bazarının lazımi səviyyədə bərqərar olmasına şərait yaradacaq və şirkətlərimizin yerli və beynəlxalq fond bazarları vasitəsilə investisiya cəlb etmək imkanını daha da genişləndirəcəkdir.

## Ədəbiyyat

1. A.B.Abbasovun rəhbərliyi ilə Biznesin əsasları. Dərslik. Bakı, 2005.
2. Abbasov A.H. Azərbaycanda maliyyə bazarının formalaşması və bazar iqtisadiyyatında maliyyə - kredit sisteminin problemləri, LTD mətbəəsi, Bakı, 2015, 332 s.
3. Abbasov A.H. Borclar problemi və onun həll edilməsi müasir dövrün tələbidir, «Audit» jurnalı, N4, Bakı, 2001, səh.28-33.
4. Abbasov A.H. Qiymətli kağızlar bazarı və onun iqtisadiyyatda rolu, «Audit» jurnalı, N3, BBU, 2011, səh.14-18.
5. Abbasov A.H. Maliyyə bazarının formalaşması, «Audit» jurnalı, N°2, Bakı, 2016, səh.20-29
6. Axundov Ş.Ə, Axundov M. Ə. “Bazar İqtisadiyyatının əsasları”. Bakı-2001
7. Aslanov A.M. Maliyyə və bank statistikasını, Bakı, 2016, 167 s.
8. Azərbaycan Respublikasının “Bank və bank fəaliyyəti haqqında” Qanunu.
9. Azərbaycan Respublikasının “Qiymətli kağızlar haqqında” Qanunu.
10. Azərbaycan Respublikasının “Qiymətli kağızlar bazarında investorların hüquqlarının müdafiəsi haqqında” Qanunu.
11. Azərbaycan Respublikasının “Mühasibat uçotu haqqında” Qanunu. Bakı, 2004
12. Azərbaycan Respublikasının “Valyuta tənzimlənməsi haqqında” Qanunu.
13. Azərbaycan Respublikasının Qanunvericilik Toplusu. Bakı, 2007 11
14. Cəbiyev R.M. “Azərbaycanda bazar infrastrukturunun formalaşması və inkişafı”. Bakı - 2010
15. Hacıyev S.M. Statistikanın ümumi nəzəriyyəsi, dərslik, Bakı, 2017,489s.
16. Həsənov R.T. Azərbaycan Respublikasının sosial - iqtisadi inkişafının bazar modelinin konseptual əsasları, Bakı, 2008, 343 s.
17. İ. Ə. Feyzullabəyli “Beynəlxalq satış işi”. Bakı - 2011
18. K.A.Şahbazov “Menecment” Bakı, 2007 səh.1036.
19. Kərimov A.E., Babayev A.A. Qiymətli kağızlar bazarı, Dərslik, Bakı, 2003, 456

20. Q.Qeybullayev “İdarəçiliyin-menecmentin əsasları” Bakı, 2000.
21. S.İ.Seyidov “Menecmentin psixologiyası” B., 2001
22. S.Məmmədov və b. “İdarəetmənin əsasları” B., 2009
23. Ş. Ə. Səmədzadə “İstehsal menecmenti” B., 2006
24. T.Ə.Quliyev “Menecmentin əsasları” Bakı, “Nağıl evi” 2001 s.520
25. T.N.Əliyev Menecmentin iqtisadi və təşkilati mexanizmi Bakı “Elm” 1995 s.181.
26. T.S.Vəliyev “İnfrastrukturлар: mahiyyəti, təsnifatı və əhəmiyyəti”. Bakı - Elm - 2010
27. T.S.Vəliyevin, Ə.P.Babayevin və M.X.Meybullayevin ümumi elmi redaktəsi ilə “İqtisadi nəzəriyyə” (dərslik). Bakı – 2001
28. Боровкова В. Рынок ценных бумаг / В. Боровкова, В. Боровкова. - СПб. : Питер, 2012. - 352 с.
29. Фондовая биржа и интернет-трейдинг / О. В. Помаскина [и др.]. -М.: Юнити - Дана, 2012. - 311 с.
30. Московская биржа [Электронный ресурс] // Московская биржа. - Электрон. дан. - URL: <http://moex.com> (дата обращения: 10.02.2016).
31. Московская биржа. Характеристика эмитента [Электронный ресурс] //Атон.- Электрон.данURL:[http://www.aton.ru/Documents/99758/moskovskaya\\_birzha.pdf](http://www.aton.ru/Documents/99758/moskovskaya_birzha.pdf) (дата обращения: 25.02.2016).
32. Актуальные проблемы экономической теории и инвестирования- 2013 : сборник науч. трудов / ответ. ред. В. Ф. Максимова. - М., 2013. - 142 с.
33. Лавренова Е.С. Особенности биржевой торговли российского рынка ценных бумаг // Juvenis scientia. - 2016. - № 1. - С. 59-62.
34. Проблемы становления и развития фондового рынка России : сб. ст. / гл. ред. Т. И. Королева. - Брянск : Изд-во БГТУ, 2013. - 248 с.
35. Носов С. Д. Проблемы развития биржевой среды в России // Мир. - 2013. - № 14. - С. 101-105.
36. Фатьянова М. Анализ автоматизированных торговых систем / М. Фатьянова, М. Семенов. Gaudeamus igitur. - 2015. - № 4. - С. 4952.