

## MÜNDƏRİCAT

ÖN SÖZ.....7

### BİRİNCİ BÖLMƏ

#### **MALİYYƏ BAZARLARI VƏ ƏMANƏT İLƏ İNVESTİSİYANIN FORMALAŞMASINA TƏSİR GÖSTƏRƏN AMİLLƏR**

<b>1-ci Fəsil. Maliyyə bazarları.....</b>	<b>12</b>
1.1. Maliyyə bazarlarının növləri.....	14
1.2. Maliyyə bazarları alətləri.....	15
1.3. Maliyyə bazarları vasitəçiləri.....	15
1.4. Maliyyə bazarlarının iqtisadiyyatda yeri və önəmi.....	17
<b>2-ci Fəsil. Əmanət ilə investisiyanın formalaşmasına təsir göstərən amillər.....</b>	<b>20</b>
2.1. Əmanətin formalaşmasına təsir göstərən amillər.....	21
2.2. İnvestisiyanın formalaşmasına təsir göstərən amillər.....	24

### İKİNCİ BÖLMƏ

#### KAPİTAL BAZARI

<b>3-cü Fəsil. İstiqraz.....</b>	<b>30</b>
3.1. İstiqrazın növləri.....	31
3.2. İstiqrazın dərəcələrə ayrılması.....	37
3.3. İstiqrazingəlirliliyi.....	41
3.4. İstiqrazın investor baxımından üstün və zəif cəhətləri.....	42
3.5. İstiqrazla bağlı digər məlumatlar.....	43

<b>4-cü Fəsil. Aksiya.....</b>	<b>53</b>
4.1. Aksiyanın növləri.....	54
4.2. Aksiyanın məcburi rekvizitləri.....	58
4.3. Aksiyanın gəlirliliyi.....	59
4.4. Aksiya ilə bağlı digər məlumatlar.....	60
<b>5-ci Fəsil. Digər qiymətli kağızlar.....</b>	<b>70</b>
5.1. Gəlirli istiqraz.....	70
5.2. Mənfəət və zərərə ortaqlığı göstərən sənəd.....	71
5.3. Varlıq əsaslı qiymətli kağız.....	71
5.4. Varrant.....	73
5.5. Repo və əks repo.....	74
5.6. Opcion.....	77
5.7. Fyuçers kontraktları.....	85
5.8. Forvardkontraktları.....	89
5.9. Svop.....	98
<b>6-ci Fəsil. Kapital bazarının növləri.....</b>	<b>106</b>
6.1. Birinci kateqoriyalı kapital bazarı.....	108
6.2. İkinci kateqoriyalı kapital bazarı.....	118
6.3. Üçüncü kateqoriyalı kapital bazarı.....	125
6.4. Dördüncü kateqoriyalı kapital bazarı.....	129
<b>7-ci Fəsil. Qiymətli kağızlar birjaları.....</b>	<b>131</b>
7.1. Paris Birjası.....	133
7.2. London Birjası.....	134
7.3. Frankfurt Birjası.....	135
7.4. «Euronext» Birjası.....	135
7.5. Nyu-York Birjası.....	136
7.6. Amerika Birjası.....	138
7.7. Yaponianın qiymətli kağızlar birjaları.....	139
7.8. İstanbul Birjası.....	140
7.9. Bakı Fond Birjası.....	144

7.10. Birjalarda aparılan bəzi əməliyyatlar.....	150
7.11. Birja əmr növləri.....	155
7.12. Birja indeksləri.....	159
<b>8-ci Fəsil. İnvestisiya fondları.....</b>	<b>170</b>
8.1. İnvestisiya fondlarının növləri.....	171
8.2. İnvestisiya fondlarının investsiya siyasətləri.....	175
<b>9-cu Fəsil. Qiymətli kağızların qiyməti və real dəyəri.....</b>	<b>178</b>
<b>10-cu Fəsil. Faiz və bugünkü dəyər.....</b>	<b>192</b>
10.1. Faiz.....	192
10.2. Faiz növləri.....	197
10.3. Bugünkü dəyər.....	202
<b>11-ci Fəsil. Müəyyənsizlik və risk.....</b>	<b>205</b>
11.1. Risk və riskin ölçülməsi.....	205
11.2. Riskin növləri.....	220

## ÜÇÜNCÜ BÖLMƏ

### BEYNƏLXALQ KAPİTAL BAZARLARI VƏ BEYNƏLXALQ MALİYYƏ İNSTİTUTLARI

<b>12-ci Fəsil. Beynəlxalq kapital bazarları.....</b>	<b>230</b>
12.1. Beynəlxalq istiqraz bazarı.....	230
12.2. Beynəlxalq aksiya bazarı.....	237
<b>13-cü Fəsil. Beynəlxalq maliyyə institutları.....</b>	<b>240</b>
13.1. Beynəlxalq Valyuta Fondu.....	240
13.2. Dünya Bankı.....	246
13.3. Beynəlxalq İnkışaf Assosiasiyası.....	251

13.4. Beynəlxalq Maliyyə Korporasiyası.....	253
<b>ƏDƏBİYYAT.....</b>	<b>255</b>

## ÖN SÖZ

Keçid dövrünü yaşayan Respublikamızın iqtisadi həyatında kapital bazarının rolü durmadan artmaqdadır. Effektiv bir kapital bazarı inkişaf etmiş, başqa bir ifadə ilə desək sənayeləşdirilmiş iqtisadi modelin məhsuludur. Sənayeləşdirmə prosesini başa çatdırmayan ölkələrdə kapital bazarının mövcudluğu və bütün qurumları ilə işləklik qazanması gözlənilməz. Belə olduqda, sənayeləşdirməni tam şəkildə həyata keçirməmiş ölkələrdə kapital bazarına dair normativ hüquqi və idarə aktlarının formalasdırılması bir xülya sayila bilər. Lakin bunun bir xülya və ya xəyal olmadığını bəzi dünya ölkələrinin təcrübəsi sübut edir. Bu baxımdan yeni iqtisadi münasibətlərin yaradılması və tətbiqinə səy göstərən bir ölkə kimi, Azərbaycanda kapital bazarının gələcəyi, həyata keçiriləcək inkişaf modelindən aslıdır. Məhz bu səbəbdən Azərbaycanda dövlətin və iqtisadiyyatın sənaye innovasiya və informasiya modelinin tətbiqində kapital bazarı və ümumiyyətlə, maliyyə bazarının rolü daha çox əhəmiyyət kəsb edəcək nəinki, digər alternativ inkişaf variantlarının tətbiqi.

Kapital bazarı və ya çox istifadə olunan başqa adı ilə qiymətli kağızlar bazarının işləməsi effektiv orta sahibkarlar sinifinin, yüksək rəqabət etmə qabiliyyətinə malik maliyyə-sənaye qrupları və holdinqlərin formalasmasına, əmək resurslarının effektivliyinin artırılmasına, muzlu işçi qüvvələrinin onlara aksiyaların satışı ilə müəssisə səhmdarlarına çevrilməsinə şərait yaradır. Bu nöqteyi nəzərdən ölkəmizdəki demokratiya baxımından həmin prosesin sivil qaydalar əsasında aparılması vacibdir. Sivil qaydalar əsasında mülkiyyətin yenidən bölüşdürülməsi isə

kapital bazarının mövcudluğu və tam fəaliyyətini nəzərdə tutur.

Bu kontekstə bazarda mülkiyyət forması və hüququnu özündə əks etdirən sənədlərin – qiymətli kağızların istifadə olunması, bazar münasibətlərinin mürəkkəbləşməsi, çoxsaylı konkret iqtisadi hadisələrin artması, idarəetmə məqsədləri və maliyyə alətlərinin daha geniş istifadəsi ilə xarakterizə edilən iqtisadi idarəetmənin desentralizasiyasının qlobal tendensiyasının əməli olaraq həyata keçirilməsinə imkan verir. Bunun üçün qiymətli kağızların və onların dovriyyə edildiyi bazarların əhəmiyyəti gələcəkdə ancaq arta bilər.

Praktiki cəhətdən, bu dərs vəsaitində açıqlanan mövzulara aid konkret nümunələrin bəzilərinə Respublikamızda hələlik tətbiqinə rast gəlmək mümkün deyildir. Lakin bazar münasibətlərinin getdikcə genişləndirilməsi və mürəkkəb şəkil alması həmin məlumat və biliklərin dərindən öyrənilməsi tələbatını yaradacaqdır. Dərs vəsaitinin strukturu kapital bazarı ilə bağlı mövzulara üç əsas səviyyədə baxılmasını vacib bilib: Kapital bazarının üst və daha geniş məfşumu olan maliyyə bazarı; Kapital bazarı və onun əsas alət və əlamətləri; Kapital bazarı və beynəlxalq maliyyə institutları.

Kapital bazarı sahəsində ilk dəfə ətraflı şəkildə yazılmış, iqtisadi həyatda yarana biləcək real vəziyyətləri özündə əks etdirən nümunələrlə zəngin olan bu dərs vəsaiti ali məktəblərdə ölkənin gələcək intellektual sərmayəsi olan şəxslərin yetişməsində, iş adamlarının şəxsi bizneslərində və birjada bəzi peşəkar fəaliyyət növləri ilə məşğul olanlar üçün faydalı olacaqdır.

Bu sahədə ilk nəşr kimi, yəqin ki, bu dərs vəsaiti qüsurlardan xali deyildir. Bu barədə müəlliflərə öz irad və təkliflərini bildirən oxuyuculara, dərs vəsaitinin işiq üzü

görməsində əməyi olan hər kəsə öz dərin təşəkkürümüzü bildirik.

*Rəşad Bədirov*

*Murad Bədirov*

## **BİRİNCİ BÖLMƏ**

**MALİYYƏ BAZARLARI VƏ ƏMANƏT İLƏ İNVESTİSİYANIN  
QARŞILIQLI ƏLAQƏSİ**

Kapital bazarları əmanət qalığı və əmanət kəsirinə malik olan iqtisadi subyektlərin fond qalığı ilə kəsirlərin qarşılaşmasına şərait yaradan maliyyə bazarlarının bir parçasını təşkil edir. Bazar iqtisadiyyatı münasibətlərini əsas götürən inkişaf etmiş ölkələrdə, kapital fondlarına yaranan böyük tələbat və əmanətlərin yalnız qiymətli kağız alqısına istiqamətlənməsi meyli, kapital bazarlarına iqtisadi quruluşun mühüm bir orqanı statusunu qazandırmışdır.

Kitabın yazılmasında əsas məqsəd, kapital bazarlarının şərh edilməsi və bu bazarların təşkilatları, alətləri və vasitəçiləri haqda oxuyucuya məlumat verməkdən ibarətdir. Eyni zamanda kitabın ilk bölməsində maliyyə bazarları haqda ümumi məlumatın verilməsi də məqsədə uyğun hesab edilmişdir.

## **1-Cİ FƏSİL. MALİYYƏ BAZARLARI**

Fond təklifi və tələbinin qarşılaşduğu bazara maliyyə bazarı adı verilir. İqtisadi həyatda bəziləri müəyyən bir müddət ərzində qazandıqları gəlirdən artıq pul xərcəlməyə, digərləri isə qazandıqları gəlirlərin bir hissəsini xərcələyib, qalan hissəsinə qənaət edirlər. Qənaət şəklində yiğilan fondlar isə onların sahibləri tərəfindən bu fondlara ehtiyac duyan şəxslərin müəyyən bir mənəfət müqabilində istifadəsinə verilir. Deməli, qənaət şəklində yiğilan fondların,

bu fondlara ehtiyac duyan şəxslərin ixtiyarına keçməsini təmin edən bazar mexanizmi fond alış-verişinə şərait yaratmaqdadır.

Bir ölkədə maliyyə bazarlarının mövcud olmasının əsas şərti həmin ölkədə bir qrup şəxslərin qənaət şəklində fond yiğimə, digər bir qrup şəxslərin isə bu fondların tələbində meylli olmasıdır. Təbii ki, yiğilan fondlar istehlak mallarına investisiya edilməyib və ya başqa məqsədlə xərclənməyib birbaşa maliyyə bazarlarına yönəldilərsə, bu fondlara ehtiyac duyan şəxslər isə yalnız maliyyə bazarlarına müraciət edərsə, maliyyə bazarlarının mövcudluğu mümkün olacaqdır.

İqtisadi inkişaf prosesinin başlanğıcında olan bir ölkədə şəxslərin əldə etdikləri gəlirdən daha yüksək investisiya qoyuluşuna səy göstərmələrinə nadir hallarda rast gəlmək mümkündür. Çunkü əldə olunan gəlir səviyyəsi aşağı olduğu üçün qənaət şəklində yiğilan fondların miqdarı cüzdır, maliyyə bazarları isə əsasən uzun müddətli fond bazarları müəyyən bir sərhədlə məhdud qalan canlanmaya malikdirlər. Lakin iqtisadi irəlliyişə nail olduqca, bir tərəfdən böyükən şirkətlərin maliyyə ehtiyaclarının qarşılanması iş adamlarının şəxsi vəsaitləri ilə mümkün olmayıcaq, digər tərəfdən isə şəxslərin əldə etdikləri gəlirlər artacaq, bu da təbii ki qənaət şəklində yiğilan fondların maliyyə bazarlarına yönəlməsinə müsbət təsir göstərəcəkdir. Elə bu səbəbdən də iqtisadi inkişafa nail olmuş ölkələrin maliyyə bazarları effektiv və dinamik struktura malikdirlər.

Qənaət şəklində yiğilan fondların, bu fondlara ehtiyac duyan şəxslərə transfer edilməsi maliyyə bazarlarının formallaşması ilə yanaşı, fond sahiblərinin və qiymətli kağızların meydana çıxmاسını da vacib bilmişdir. Fondu tələb edən şəxslər əldə etdiyi fondun əvəzində fond sahibinə

bir sənəd verir. Qiymətli kağız kimi bilinən bu sənədə sahib olan investor istədiyi anunu üçüncü şəxslərə sata bilər.

Maliyyə bazarları, fonda ehtiyacı olan şəxs tərəfindən emissiya edilən qiymətli kağızların satışının və daha sonrakı mərhələlərdə şəxslərin həmin qiymətlilərin başqa şəxslərə təkrar satışının həyata keçirildiyi bazar yeri hesab edilməlidir. Deməli, maliyyə bazarları, qiymətli kağızlara olan təklif və tələbin üz-üzə gəldiyi bazarlar kimi də tərif edilə bilər.

Bazarda fondların və ya qiymətli kağızların əl dəyişdirməsi iki tərəf arasında birbaşa qurulan təmas nəticəsində yaxud vasitəçinin köməkliyi ilə həyata keçirilir. Təcrübəyə nəzər yetirsək, bazarda bağlanan əqdlərin əksəriyyəti vasitəçilərin iştirakı ilə həyata keçirilir.

Fond təklifi və tələbinin mövcud olduğu bir iqtisadiyyatda, maliyyə bazarları, bu bazarlarda istifadə olunan alətlər və bazar vasitəçiləri vardır. Dövlət isə bazarın düzgün işləməsini təmin etmək və tərəflərin mənafelərini qorumaq məqsədi ilə hüquqi düzəlişlər edər, idarə etmə və nəzarət orqanlarını qura bilər.

Kitabımızın bu fəslində maliyyə bazarlarının növləri, maliyyə bazarları alətləri və maliyyə bazarları vasitəçiləri barədə qısaca məlumat veriləcək, maliyyə bazarlarının iqtisadiyyatdakı yeri və önəmi şərh ediləcəkdir.

## 1.1. MALİYYƏ BAZARLARININ NÖVLƏRİ

Maliyyə bazarlarını (bu bazarlarda əl dəyişdirən fondların dövriyyə müddətlərinə görə) növlərə ayırmak mümkündür. Bu təsnifata görə maliyyə bazarları «**Pul Bazarları**» və «**Kapital Bazarları**» olaraq iki yerə bölünürələr. Pul bazarları qısa müddətli fondların, ümumiyyətlə, dövriyyə müddəti bir ilə qədər olan fondların, tədavül edildiyi bazarlardır. Kapital bazarları isə dövriyyə müddəti

bir ildən çox olan uzun müddətli və daimi fondların təklif və tələblərinin qarşılaşdığı bazarlardır.

Maliyyə bazarlarını rəsmi bazar yerinə sahib olması amilinə görə də təsnif etmək mümkündür. Bu amilə görə maliyyə bazarları «**Təşkilatlandırılmış Maliyyə Bazarları**» və «**Sərbəst Maliyyə Bazarları**» şəklində iki yerə ayrılır. Təşkilatlandırılmış maliyyə bazarları, dövlətin ciddi nəzarəti altında fəaliyyət göstəririkən, sərbəst maliyyə bazarları bu nəzarətdən bir az uzaq qalırlar.

Pul bazarlarının təşkilati baxımdan mühüm quruluşu «**Ticarət Bankları**», kapital bazarlarının təşkilati baxımdan mühüm və yeqanə quruluşu «**Qiymətli Kağızlar Birjasıdır**».

İstər pul bazarlarını, istərsə də kapital bazarlarını öz daxillərində müxtəlif kriteriyalara görə təsnif etmək mümkündür. Burada ətraflı təsnifata yer verilməyəcək, ancaq kapital bazarlarının geniş təsnifatına kitabımızın ikinci bölməsində təkrar qayıdacaqıq.

## **1.2. MALİYYƏ BAZARLARI ALƏTLƏRİ**

Maliyyə bazarlarına fond təklif edən hüquqi və ya fiziki şəxslər bu fondları ehtiyac duyan şəxslərə, bazarda formalaşan qiymətlə transfer edər. Fondların bir tərəfdən eks tərəfə transferi, eks tərəfin fondu təklif edənə müəyyən bir sənədin verilməsi ilə nəticələnir. Bu sənədə isə «**Qiymətli Kağız**» adı verilir. Kapital bazarlarında dövriyyədə olan qiymətli kağızlar «**Aksiya**» və «**İstiqrazdır**». Bu iki sənəd xaricində, fond sahiblərini özündə eks etdirən qiymətlilər də mövcuddur. «**Törəmə Qiymətli Kağızlar**» kimi bilinən bu cür qiymətli kağızlar da kapital bazarlarında alınıb satılırlar. Qiymətli kağızların növləri barədə daha ətraflı məlumat kitabımızın irəlidəki bölməsində veriləcəkdir.

## **1.3. MALİYYƏ BAZARLARI VASİTƏÇİLƏRİ**

Maliyyə bazarlarında fondun təklif edilməsi və tələb edilməsi əksər hallarda vasitəçilərin iştirakı ilə həyata keçirilir. Qənaət edilmiş fondların sahibləri ilə, bu fondlara ehtiyac duyanların birbaşa görüşərək bağlıqları əqdlərin sayı, bazarda bağlanılan əqdlərin cəmi içində cüzi bir paya sahibdir. Deməli, təklif edilən fondların, bu fondları tələb edənlərin ixtiyarına verilməsində vasitəçi qurumların rolu çox böyükdür.

Əvvəl də dediyimiz kimi, qənaət şəklində yiğilan fondların, bu fondlara ehtiyac duyan şəxslərə transfer edilməsi, qənaət sahiblərinin heç bir vasitəcidən istifadə etmədən bazardan qiymətli kağız satın almaları ilə kifayətlənir. Bu prosedura alıcı ilə saticının birbaşa görüşməsi ilə bitir. Ümumiyyətlə, təcrübəyə nəzər yetirsək görə bilərik ki, alıcı ilə saticının qarşı qarşıya gələrək görüşmələri nəinki mümkün olmur, hətta bu cür ticarət bəzi xoşa gəlməz halların yaranmasına yol açır. Odur ki, alıcı ilə saticını görüşdürüən bir vasitəçi şəxs prosesə müdaxilə etməlidir. Bu vasitəçi şəxs bir bank, bir bankir və ya bir komisiyonçudur. Ancaq unudulmamalıdır ki, söhbət qiymətli kağızların əl dəyişdirilməsinə yönəlmış vasitəçilikdən gedir.

Maliyyə bazarlarında müşahidə olunan gerçək vasitəçilik funksiyası özünü, qənaət şəklində yiğilan fondların ünvanına yetişənədək mülkiyyət formasının dəyişdirməsində göstərir. Bu vasitəçilik funksiyası iki mərhələdən ibarətdir. Birinci mərhələdə, vasitəçi qurum maliyyə bazarlarında öz qiymətli kağızlarını emissiya edib qənaət şəklində yiğilan fondların sahiblərinə sataraq vəsait əldə etməyə çalışacaqdır. İkinci mərhələdə isə, vasitəçi qurum birinci mərhələdə yiğilan fondları, bu fondlara ehtiyac duyan şəxslər tərəfindən bazaarda dövriyyəyə buraxılan qiymətli kağızları satın alaraq həmin şəxslərə transfer edəcəkdir. Maliyyə qurumları kimi tanınan bu vasitəçi qurumlar həm

kapital bazarlarında, həmçinin də pul bazarlarında fəaliyyət göstərirlər. Müəyyən bir şəxs qənaət etdiyi fondları istehlak mallarına sərf etməmiş və ya birbaşa kapital, və ya pul bazarına yönəltməmiş olsa, həmin fondların maliyyə bazarlarında təklif edilməsi üçün, onlar banklara depozit olaraq yatırılmalı, onlara hər növ siğorta polisləri və ya müəyyən investisiya fondlarının buraxdıqları aksiyalar satın alınmalıdır. Bu şəkildə maliyyə bazarlarında fond təklif edən ilə fond tələb edən arasında əlaqə qurulur, vasitəçilik missiyası həyata keçirilir.

Bazar iqtisadiyyatı əsasına dayanan kapitalist ölkələrdə vasitəçiliklə məşğul olan qurumlar hər ölkəyə görə müxtəlif əlamətlərə malikdirlər. Ancaq bütün bu ölkələrdə ticarət bankları, mərkəzi banklar, siğorta şirkətləri, iqtisadi inkişaf bankları, müxtəlif fondlar və investisiya fondları kimi qurumlar vasitəçilik funksiyalarını icra edirlər. Sadalanan bu qurumların bir qrupu kapital bazarlarında, bir qrupu isə pul bazarlarında fəaliyyət göstərirlər. Yalnız bu o demək deyil ki, pul bazarında vasitəçilik funksiyasını icra edən qurumlar kapital bazarlarında vasitəçiliklə məşğul ola bilməz. Məsələn, pul bazarlarının əsas qurumları hesab edilən ticarət banklarının kapital bazarlarında da fəaliyyət göstərdikləri müşahidə olunur.

Azərbaycanda maliyyə qurumları olaraq əsasən özəl və dövlət ticarət banklarını, siğorta şirkətlərini və az sayda investisiya fondlarını sadalamaq olar. 1998-ci ildə buraxılan «Qiymətli Kağızlar Haqqında» Azərbaycan Respublikası qanunu, birjada peşəkar fəaliyyət növlərinin, yəni vasitəçilik funksiyasının icrasına şərait yaratmışdır. Lakin qiymətli kağızlar sahəsinin respublikamızda yeni olduğu üçün vasitəçilik funksiyasının icrası əsasən ticarət banklarının üzərinə düşmüşdür.

## **1.4. MALİYYƏ BAZARLARININ İQTİSADİYYATDA YERİ VƏ ÖNƏMİ**

Əvvəldən qeyd etdiyimiz kimi, maliyyə bazarlarının mövcud olmasının əsas şərti, bir qrup şəxslərin qənaət şəklində fond yiğimina, digər bir qrup şəxslərin isə bu fondların tələbində meylli olmalarıdır.

Bir ölkə iqtisadiyyatının müəyyən bir canlanmaya malik olması və sənayeləşmə prosesində seçilən yol, o ölkədə gəlir kəsirinə sahib olan iqtisadi subyektlərin sayca artmasına və eyni zamanda kəsirin böyüməsinə gətirib çıxarır. Sənayeləşmiş kənd təsərrüfatı və ticarət meylli iqtisadiyyata sahib olan ölkələrdə, firmaların fond tələbləri məhduddur və bu tələbat əksər hallarda iş adaminın öz vəsaitləri hesabına ödənilir və ya pul bazarından əldə olunan qısa müddətli fondlar kifayət qədər tələbatı ödəyir. Fəqət iqtisadi inkişaf irəllədikcə bir tərəfdən iqtisadi subyektlərin (firmaların) miqyasları artar və buna bağlı olaraq fond ehtiyacının qısa müddətli fondlar ilə iş adaminın öz vəsaitləri hesabına ödənilməsi imkanı azalar, digər tərəfdən isə fərdi gəlirin artması nəticəsində fərdlərin bir hesabat dövründə əldə etdikləri gəlirlər, o dövrün cari məsrəflərini üstələməyə başlayar.

Maliyyə bazarları, bütün qurumları və vasitəciləri ilə birlikdə sərbəst bazar iqtisadiyyatında, fond təklif və tələbinin qarşılaşması ilə fond axımının gerçəkləşməsi baxımından əhəmiyyətli rol oynayırlar. Bu bazarların bütün qurumlarının səmərəli işləməsi, qənaət şəklində yiğilan fondların (əmanətlərin) rasional istifadəsinə imkan verərək, iqtisadiyyatda səmərəliliyin artması ilə yanaşı, əmanətlərin formalaşmasına təkan verəcəkdir. Effektiv şəkildə işləyən maliyyə bazarlarının olmadığı və bazarların işləməsi üçün zəruri ölçülərin alınmadığı bir ölkədə sürətli və sağlam

iqtisadi inkişafa nail olmaq qeyri-mümkündür. Maliyyə bazarları:

- a) Qənaət şəklində fond yiğimini həvəsləndirmək və artırmaq, beləcə kapital yiğimina şərait yaratmaq;
- b) Ölkədə formalaşan fondların rasional istifadəsinə imkan vermək kimi iki vacib vəzifələri yerinə yetirir.

Yuxarıda qeyd etdiyimiz kimi, real investisiyalar üçün fond tələbi olmazsa, əmanətlərin formalaşmasına ehtiyac qalmayacaqdır. Maliyyə bazarları fond ehtiyaclarının ödənməsinə şərait yaratdığı üçün potensial investorların bu bazarlara müraciət etməyə, əmanətçilərin isə daha çox qənaət etməyə təşviq edir. Geniş miqyaslı effektiv bir bazar fond təklif və tələbinin yüksək səmərə ilə qarşılaşmasını təmin edər. Əmanət fondları səmərəli investisiya layihələrinə yönəldiriləcəkdir, nəticədə sürətli və sağlam bir iqtisadi böyümənin binövrəsi qoyulmuş olacaqdır.

Bazar iqtisadiyyatının hökm sürdürüyü ölkələrdə maliyyə bazarları iqtisadiyyatın ayrılmaz bir ünsürüdür. Maliyyə bazarlarının ölkə iqtisadiyyatına yararlı ola bilmələri üçün siyasi, iqtisadi və psixoloji mühütün əlverişli olması vacibdir. Dövlət orqanlarının yürütüdüyü siyasetin maliyyə bazarlarına heç bir xətər yetirməməsi, iqtisadi canlanmanın və böyümənin təməlini təşkil edir.

## **2-Cİ FƏSİL. ƏMANƏT İLƏ İNVESTİSİYANIN FORMALAŞMASINA TƏSİR GÖSTƏRƏN AMİLLƏR ƏLAQƏSİ**

Bir ölkənin iqtisadi inkişafı və böyüməsi, bir hesabat dövründə həmin ölkədə həyata keçirilən investisiya layihələrinin cəmi ilə yaxından əlaqəlidir. Bu investisiya layihələrinin maliyyə mənbəyini isə həmin hesabat dövründə ölkə daxilində formallaşan əmanətlərlə ölkə xaricindən təmin edilən kapital fondları təşkil edir. Əmanət ilə investisiya arasında qarşılıqlı əlaqə mövcuddur. Əmanət olmadan investisiyanın gerçəkləşdirilməsi mümkün olmadığı qədər, investisiya üçün əlverişli şəraitin olmaması əmanətin iqtisadi anlamda formallaşması da mümkün olmayacaqdır.

Fərdi əmanətin, əmanətçi tərəfindən real investisiya layihələrinin həyata keçirilməsinə və ya fond tələb edən şəxslərin maliyyə ehtiyaclarının (istehlak yönü) ödənilməsinə yönəldilə bilər. Əmanətçi tərəfindən ikinci

alternativ seçilərsə əmanətin makro səviyyədə mövcudluğu heç bir anlam daşılmayacaqdır. Çünkü əmanət və ya qənaət şəklində yığılan fondlar səmərəli sərf edilməyib, başqa şəxslərin istehlak xərclərinin ödənilməsində istifadə olunacaq. Lakin fond tələb edən şəxs əmanəti istehlak xərclərinin ödənilməsinə yox, real investisiya layihələrinə yönəltmiş olsa, o zaman makro səviyyədə formalaşan əmanət, gerçək əmanət hesab ediləcək. Deməli, bir hesabat dövründə, bir ölkədə formalaşan fərdi əmanətlərin cəmi, mütləq kəmiyyət olaraq o ölkənin real əmanətlərini ifadə etməz. Makro səviyyədə əmanətin göstəricisi müəyyən bir hesabat dövründə həyata keçirilmiş real investisiyaların cəmi ilə bu investisiyaların maliyyələşdirilməsində istifadə olunan xarici kapitalın cəmi arasında olan fərqi əks etdirən rəqəmdir.

Fərdi əmanətlər real investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsində istifadə olmasa da, iqtisadi anlamda əmanət və investisiyanın mənbəyi kimi fərdi əmanətlər hesab edilir. Fərdi əmanətlərin formalaşması ehtimalı nə qədər yüksək olarsa, investisiya layihələrinin reallaşması ehtimalı o qədər yüksək olacaqdır. Bununla yanaşı, böyük həcmərdə formalaşan əmanətlər nəinki investisiyaların reallaşmasına zəmin yaradır, həmçinin də maliyyə bazarlarının canlandırılmasında böyük rol oynayır. Bu səbəbə, kapital bazarları ilə maraqlanan şəxsin, əmanət ilə investisiyanın qarşılıqlı əlaqəsini qavramaqla yanaşı, əmanətin və investisiyanın formalaşmasına təsir göstərən amillər haqda məlumat alması məqsədə uyğundur.

## **2.1. ƏMANƏTİN FORMALAŞMASINA TƏSİR GÖSTƏRƏN AMİLLƏR**

Əmanət, fərdi gəlirin cari istehlaka sərf olunmamış hissəsi kimi tərif edilir. Deməli, şəxsin müəyyən bir hesabat dövründə əldə etdiyi gəliri ( $G$ ) iki bölmədən ibarətdir:

Əmanət ( $\Theta$ ) və Cari İstehlak Xərcələri ( $X$ ). Düsturla bunu göstərməyə çalışaq:

$$G = \Theta + X$$

Cari gəlir sabit hesab edilsə, şəxsin fərdi əmanəti cari xərclərin həcmində bağlı olacaqdır. Cari xərcələrin cəmi, cari gəlirə bərabər olarsa və ya onu aşarsa, fərdi əmanət sıfır və ya neqativ olacaqdır.

Bir ölkədə müəyyən bir hesabat dövründə formalaşan əmanətin mənbəyini fərdi və təşkilati gəlirlər təşkil edir. Fiziki şəxslər kimi, hüquqi şəxslər də əldə etdikləri gəlirlərə qənaət edərək əmanət formalaşdırı bilərlər. Odur ki, əmanətin formalaşmasına təsir göstərən amilləri şərh edərkən bu fərqləndirməyə önəm verilməlidir.

Fərdi əmanətin formalaşması əmanətçinin (a) qənaət etmə qabiliyyəti və (b) qənaət etmə istəyinin mövcudluğuna bağlıdır. Qənaət etmə qabiliyyəti şəxsin gəliri ilə yaxından əlaqəlidir. Cari istehlak xərcələrini çətinliklə ödəyə bilən bir gəlir səviyyəsinə malik olan şəxsin, qənaət etmə istəyi olsa da, qənaət etmə qabiliyyəti olmayacaqdır. Qənaət etmə istəyinə ya da əmanətin formalaşmasına təsir göstərən müxtəlif amillər mövcuddur:

- Gözlənilməyən bir hadisəyə qabaqcadan hazır olmaq (xəstəlik, cərrahi əməliyyat və.s),
- Gələcəkdə nəzərdə tutulan böyük xərclərin ödənilməsinə bu gündən vəsait toplamaq (səyahət etmək, mənzil və ya avtomaşın almaq, evlənmək və.s);
- Müəyyən bizneslə məşğul olmaq;
- Qiymətli kağız almaq istəyi;

- Qocalanda yüksək gəlirlə təmin olunma istəyi.

Yuxarıda sadalanan amillər doğrudan da, şəxsi qənaət etməyə vadar edə bilər və cari gəlirin müəyyən bir hissəsini əmanət formasında yiğilmasına səbəb ola bilər. Lakin eyni gəlir səviyyəsinə malik olan şəxslərin eyni amillərin təsiri altında qalaraq, eyni miqdarda qənaət etmələri gözlənilməz. Əlbəttə ki, şəxsin yaş həddi, sosial durumu, mədəni səviyyəsi və s. kimi faktorlar onun əmanət formasında ayırdığı fondların miqdarına təsir göstərəcəkdir.

Tarixən əmanətin formalaşmasına təsir göstərə biləcək amillər mövzusunda müxtəlisif elmi tədqiqatlar nəticəsində, inandırıcı kəşflər və nəzəriyyələr peyda olmuşdur. Aparılan tədqiqatlar bu amillər barədə kəsərli məlumatlar verməsə də, əldə olunan nəticələrin reallığa uyğunluq faizləri çox yüksəkdir.

Təşkilati əmanət, firmalarda və dövlət müəssisələrində formalaşır. Bu təşkilatların qənaət etmələrinə təsir edən amillər, şübhəsiz fərdi əmanətlərin formalaşmasına təsir edən amillərdən fərqlidirlər. Bir firma da formalaşan əmanət müəyyən hesabat dövrünün sonunda bölüşdürülməmiş mənfəət payları olaraq qarşımıza çıxar. O zaman firmaları qənaət etməyə vadar edən amilləri aşkar etmək üçün, onların əldə etdikləri mənfəəti hansı səbəbdən bölüşdurməmək qərarını vermələri araşdırılmalıdır. Bir firma müəyyən hesabat dövründə qazandığı mənfəətin ya hamısını səhmdarları arasında bölər, ya da hamısını və ya bir hissəsini bölüşdürülməmiş mənfəət payları olaraq əlində cəmləşdirər. Deməli, bir firma da əmanətin formalaşmasının öndə gələn səbəbi həmin firmanın investisiya edəcəyi layihələrin gəlirliliyini ( $r$ ), səhmdarların investisiya edəcəkləri fərdi layihələrin gəlirliliyindən ( $r'$ ) yüksək olmasıdır. Yalnız bu kimi müstəsna hallarda firma mənfəəti səhmdarları arasında bölməz.

Dövlət müəssisələri müəyyən hesabat dövrü ərzində əldə etdikləri vergi, rüsum və.s gəlirlərin cari xərclərlə paralel olaraq real investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsində istifadə edərlərsə, əmanət formalaşmış olacaqdır.

## **2.2. İNVESTİSYANIN FORMALAŞMASINA TƏSİR GÖSTƏRƏN AMİLLƏR**

İqtisadi anlamda investisiya, fondların sərmayə mallarına (real aktivlərə) yönəldilməsi kimi tərif edilir. Əvvəlcə də qeyd etdiyimiz kimi, real aktivlərə investisiya qoyuluşunda istifadə olunan fondlar ya birbaşa fond sahibləri, yəni əmanətçilər (fiziki şəxslər, firmalar və dövlət) tərəfindən investisiya edilir, ya da maliyyə bazarları kanalına yönəldilərək investorların ixtiyarına verilmiş olur.

Bir ölkədə, qənaət şəklində yiğilan fondların və ya əmanətlərin həcmi real investisiyalar təşkil edir, real investisiyaların həcmi isə, bu investisiyaların gerçəkləşdirilməsi üçün zəruri olan fondların mövcudluğuna, digər bir ifadə ilə əmanətlərin formalaşmasına bağlıdır. İnvestisiya imkanları və şəraitinin olmadığı bir ölkədə, fərdi əmanətlər ölkə iqtisadiyyatına yararlı olmayan istiqamətdə, yəni şəxslərin zənginliyini qoruyan investisiyalara (daşınmaz əmlak, qiymətli daş-qası satın almaq və.s.) yönəldiləcəkdir.

Real aktiv investisiyalar, yeniləşdirmə investisiyaları və istehsalat həcmi artırın investisiyalar olaraq iki hissəyə ayrılır. Yeniləşdirmə investisiyaları, köhnələn dəzgah və təchizatın əsaslı təmiri formasında qarşımıza çıxır və əsasən də ayrılan amortizasiya fondları ilə eynidir. Lakin baş verən texnoloji dəyişikliklərdən dolayı iqtisadi ömrünü başa vuran texnikanın dəyişdirilməsi də, yeniləşdirmə investisiyalarının əhatə dairəsinə daxil edilə bilər.

İqtisadi böyümənin əldə olunması, istehsalat həcminin artırılmasına yönəldilmiş investisiyaların həyata keçirilməsindən asılıdır. Ümumiyyətlə, bu növ investisiyanın

gerçəkləşdirilməsi üçün, firmalar xüsusi vəsait (şəxsi kapital) və borc vəsaiti mənbələrinə ehtiyac duyurlar ki, bu da onların kapital bazarlarına fond tələbçisi rolunda müraciət etmələrinə təsir göstərə bilər.

Bir ölkədə, əsas vəsaitlərə investisiya qoyuluşlarının səbəbi, əsas vəsaitlərin bugünkü həcminin lazım olanın az olmasınaidir. Potensial investisiya həcminin bugünkü investisiya həcmindən çox olması, yeni investisiya qoyuluşuna təkan verəcəkdir. İnvəstisiyanın formallaşmasına təsir göstərən bu amillər sırasına investisiyanın müddətini nəzərə alan amili də əlavə etmək zəruridir. Mövcud investisiya qoyuluşları nəticəsində istehsal olunan mal və xidmətlərin, onlara olan tələbatı odəyə bilməməsi, mal və xidmət təklifinin həcminin və təbii ki, istehsal miqdarının artırılması zəruriyyətini doğuracaqdır. Deməli, yaranan bu zəruriyyət yeni investisiyaların həyata keçirilməsinin bəhanəsi kimi qəbul edilməlidir. Ancaq investisiya edilən sərmayə mallarının istehsal və montaj işləri vaxt apararsa, investisiya faktorlarından biri və ya bir neçəsi olmazsa, əlverişli investisiya şəraitinin mövcudluğuna baxmayaraq investisiya qoyuluşu təxirə salına bilər.

Mövcud investisiya qoyuluşlarının qeyri qənaətbəxş olması, yeni investisiya ehtiyacının var olması və investisiyanın texnoloji və iqtisadi baxımdan gerçəkləşdirilməsinin mümkün olmasına baxmayaraq, investisiya qoyuluşu həyata keçirilməyə də bilər. Belə bir vəziyyətin yaranmasının səbəbləri kimi investisiyanın formallaşmasına təsir göstərən dolayı amilləri qeyd etmək yerinə düşərdi. Bu dolayı amilləri, ölkədəki iqtisadi vəziyyət, siyasi sabitlik və sosial səbəblər şəklində səciyyələndirmək mümkündür. İqtisadi tənəzzülə və qeyri sabit siyasi və sosial vəziyyətə məruz qalmış bir ölkədə, yeni investisiyalara olan ehtiyacın mövcudluğuna baxmayaraq, bu investisiyaları həyata keçirmək istəyən iş adamları çox çətin tapılsın. Belə

bir şəraitdə, investorlar əksər hallarda yüksək riskli və yüksək gəlirli qısa müddətli investisiya layihələrinə can atarlar. Yalnız, bu kimi investisiyalar, ölkə iqtisadiyyatı səviyyəsində yox, mikro səviyyədə faydalı ola bilərlər.

Yeni investisiya qoyuluşlarının əsas amili olan, mövcud sərmayə malları həcmi ilə istənilən sərmayə malları arasındakı fərq yeniləşdirmə investisiyalarının həyata keçirilməsinin əsas səbəbi deyildir. Ölkə iqtisadiyyatındaki bütün sənaye quruluşlarının tam istehsalat gücü ilə işləməsi və istehsal olunan mal və xidmətlərin tələbatın bütövlükdə ödəyə bilməməsi, istehsalat həcmini artırın investisiyaların həyata keçirilməsi zəruriyyətini yaradır. Bununla yanaşı, istehsal xərclərini azaldan və ya keyfiyyəti artırmağa imkan verən texnologiyanın inkişaf etməsi, tam istehsalat gücü ilə işləyən avadanlığın daha müasir avadanlıqla əvəz edilməsi ilə nəticələnə bilər.

Mal ehtiyatlarına investisiya qoyuluşunun amilləri isə, özünü fərqli formada göstərir. Lakin burada da əsas faktor, iqtisadiyyatda canlanmanın ehtimal edilməsi və buna görə də satışlarda müşahidə olunacaq artımların malla ödənilə bilməsi ehtiyatıdır.

Məsələyə makro cəhətdən baxıldığda, sərmayə mallarının kifayət qədər olmaması, iqtisadi, sosial və siyasi mühitin investisiya qoyuluşu üçün əlverişli olması investisiyanın formallaşmasına təsir göstərən amillər olaraq sadalana bilər. Mikro cəhətdən isə, yəni fərdi investisiya baxımından, investisiyanın formallaşmasına təsir göstərən iki amil mövcuddur: Birincisi, investisiya qoyuluşunun gəlirliliyi; ikincisi isə, investorun əldə etdiyi vəsaitin orta hesabla faiz xərcləridir. Deməli, mikro səviyyədə investisiyanın formallaşması üçün investisiyadan əldə olunan gəlir, ya investorun bu investisiya qoyuluşundan gözlədiyi gəlirdən çox olmalı, ya da ona bərabər olmalıdır.



## İKİNCİ BÖLMƏ

### KAPİTAL BAZARLARI

Kitabımızın bu bölməsində, kapital bazarları haqqında geniş məlumat verilmişdir. Bazarda tədavül edilən qiymətli kağızlar, kapital bazarlarının fəaliyyət şəkli, investisiya fondları, investor və vasitəçi münasibətləri kimi mövzulara toxunulmuşdur. Bununla yanaşı, oxuyucuya dünyada və Azərbaycanda fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar birjaları barədə də bilgilər açıqlanmışdır.

### **3-CÜ FƏSİL. İSTİQRAZ**

İstiqraz bir borc sənədidir. «Qiymətli kağızlar haqqında» Azərbaycan Respublikası qanununa müvafiq olaraq, «istiqraz vərəqəsi-onun sahibinin emitentdən istiqraz vərəqəsində nəzərdə tutulan müddətdə onun nominal dəyərini və bu dəyərdən müəyyən edilmiş faizi və ya başqa əmlak ekvivalentini (əgər qanunvericiliyə zidd deyilsə) almaq hüququnu təsbit edən emissiya qiymətli kağızıdır».

Səhmdarlar müəssisənin fond ehtiyaclarının qarşılanmasına dair məsələlərdə yeni səhmdarların cəlb

olunmasına yox, borc vəsaitlərinin cəlb olunmasına üstünlük verərlər. Şirkət borc alıqdə, mütəmadi olaraq faizlərin ödənməsi və əsas pulun qaytarılması öhdəliyini daşıyır. İstiqraz vərəqəsinin buraxılması, müəssisələr üçün borc vəsaitin təmin edilməsi yollarından biridir. Başqa sözlə desək, istiqraz səhmdar cəmiyyətlərinin buraxdıqları uzun müddətli borc sənədidir. İstiqrazlar aksiyalarla (səhm) müqayisə edildikdə daha az risklidir və riski sevməyən investorlar baxımından daha cəlb edicidir. Müəssisə baxımından, istiqrazın orta hesabla daşıdığı xərclərin az olduğu üçün, həmin sənəd ucuz başa gəlir. Xüsusən, inflayasiya dərəcəsinin yüksək olduğu dövrlərdə, istiqrazın buraxılması ilə fond ehtiyaclarını ödəyən müəssisələr, pulun satın alma qabiliyyətindəki azalmadan dolayı əlverişli mövqedədirlər. Digər tərəfdən, müəssisə, istiqraz sahiblərinə faizləri və əsas pulu ödəməyə qadir olmasa, bankrot ilə üzləşə bilər. Müəssisənin bankrot olması halında istiqraz sahibləri öz pullarını öncəliklə almaq hüququnu əldə edirlər.

İstiqrazlar geri ödəmə müddətləri bir ildən artıq olan borc sənədləridir. Buna görə, həmin sənəd kapital bazarlarında tədavül edilən qiymətli kağızların siyahısına daxil edilir.

### **3.1. İSTİQRAZIN NÖVLƏRİ**

İstiqrazlar müxtəlif kriteriyalara görə təsnifatlandırıla bilər.

### **TƏMİNATLI VƏ TƏMİNATSIZ İSTİQRAZLAR**

Təminatlı istiqrazlar müddəti bitəndən sonra, əsas pulun və faizin ödənilməsini təmin etmək üçün səhmdar cəmiyyətinin müəyyən əmlakını girov olaraq qoyması hallarında var ola bilər. Təminat olaraq səhmdar cəmiyyətin buraxdığı istiqrazların satışını təmin etmək üçün bir daşınmaz əmlakı müxtəlif dərəcələrdən ipoteka predmeti kimi və ya ona məxsus qiymətli kağızlar portfelində yerləşən

başqa bir şirkətin aksiya, ya da istiqrazlarını girov olaraq göstərə bilər. Birinci halda «ipotekalı istiqrazlar» (mortgage bonds), ikinci halda isə «rəhinli istiqrazlar» (collateral trust bonds) haqda bəhs edilir. Əsas pulun (istiqrazların alınması üçün ödənilən məbləğ-nominal qiymət) və faizlərin ödənilməsində üçüncü şəxsin zəmanət verməsi ilə də təminat əldə oluna bilər. Zəmanət verən şəxs adətən hüquqi statusa malik olan şəxslərdir.

İpotekalı istiqrazların buraxılmasında, təminatı təsdiqləyən girov olaraq şirkətin bütün daşınmaz əmlakı və ya onların müəyyən bir hissəsi göstərilə bilər. Bəzi hallarda, gələcəkdə alınacaq daşınmaz əmlak da, istiqraz vərəqəsində xüsusi qeydlə göstərilərək ipoteka predmetinə daxil edilə bilər. Bununla yanaşı, təminatı təsdiqləyən girov kimi göstərilmiş daşınmaz əmlak, gələcəkdə buraxılacaq istiqrazlara da təminat verəcəyi istiqraz vərəqəsində qeyd oluna bilər.

Təminatsız istiqrazlar müddəti bitəndən sonra, əsas pulun və faizin ödənilməsini təmin etmək üçün səhmdar cəmiyyətinin müəyyən əmlakını girov olaraq göstərməməsi hallarında var ola bilər. Bu növ istiqrazların sahibləri üçün təminat olaraq şirkətin bütün aktivləri göstərilir. Bu durumda olan istiqraz sahiblərinin hüquqlarının qorunması, təminatlı istiqraz sahiblərinin hüquqlarının qorunmasından fərqlidir. İpotekalı və ya rəhinli istiqraz sahiblərinə faiz ödənişləri aparılmadan, təminatsız istiqraz sahiblərinə faiz ödənişləri aparılmaz. Bu səbəbə təminatsız istiqraz sahiblərinin hüquqları konkret bir əmlakla yox, şirkətin bütün aktivləri ilə qorunmaqdadır. Bu cür istiqrazlar, şirkət üçün onun aktivlərinin gələcəkdə maliyyə mənbəyi kimi rahatlıqla istifadə etməsi baxımından əlverişli istiqraz hesab edilirlər.

Təminatsız istiqraz buraxılışı, şirkət aktivlərinin strukturasına və borcu ödəyə bilmə qabiliyyətinə bağlıdır. Əgər şirkət yüksək borc ödəmə qabiliyyətinə malik olan bir şirkətdirsə, o, buraxdığı istiqrazları təminat göstərmədən sata biləcəkdir. Yox, əgər şirkətin borc ödəmə qabiliyyəti zəifdir, təbii ki həmin şirkət buraxdığı istiqrazların uğurla satılması üçün onlara təminatı təsdiqləyən girov qoymaq məcburiyyətindədir.

## **ADLI VƏ TƏQDİM EDƏNƏ İSTİQRAZLAR**

Adlı istiqrazlar, onlar üzrə hüquqların keçməsi və onlarda təsbit edilmiş hüquqların həyata keçirilməsi sahibinin mütləq eyniləşdirilməsini tələb edən, sahibləri barədə məlumat bu istiqrazi buraxan şirkətə qiymətli kağızların reyestri formasında açıqlanmalı olan qiymətli kağızlardır. Başqa sözlə desək, adlı istiqrazlar, üzərində istiqraz sahibinin (fiziki və ya hüquqi şəxsin) adı, soyadı və ya ticarət ünvanı qeyd olunan istiqrazlardır. Bu növ istiqrazların sahibi tərəfindən üçüncü şəxsə transfer edilməsi, sənəddə və ya ayrı bir kağızda istiqraz sahibinin transfer haqda məlumatı yazaraq imzalaması və istiqrazi təhvil alan şəxsə verilməsi şəklində gerçəkləşdirilir. Transferin etibarlı sayılması üçün şirkətin xüsusi icazəsi də olmalıdır.

Təqdim edənə istiqrazlar, onlar üzrə hüquqların keçməsi və onlarda təsbit edilmiş hüquqların həyata keçirilməsi sahibinin eyniləşdirilməsini tələb etməyən qiymətli kağızlardır. Bu növ istiqrazların mülkiyyət hüququnun başqasına keçməsi üçün onun əl dəyişdirməsi kifayətdir. Yəni, istiqraz kimin əlindədir, sahibi də həmin şəxsdir. İstiqrazın satışı və ya başqa bir səbəbə görə üçüncü şəxsə transfer edilməsi, adlı istiqrazlara nisbətən daha asandır. Bu səbəbə, təqdim edənə istiqrazların kapital bazarlarında heç bir əlavə rəsmiləşdirmə aparmadan başqasına verilməsi, onların dövriyyəsini sadələşdirir.

## **SABİT FAİZLİ İSTİQRAZLAR**

Bu növ istiqraz sahibi istiqraz vərəqəsində göstərilən faiz qiymətinə görə hesablanan faiz gəlirindən savayı, heç bir maddi imkana malik deyildir.

## **MÜKAFAATLI İSTİQRAZLAR**

Bu növ istiqrazları buraxan səhmdar cəmiyyəti, investora istiqrazın satıldığı anda və ya istiqrazın dövriyyə müddətinin bitdiyi tarixdə müəyyən mükafatın veriləcəyini bəyan edir. İstiqrazın nominal qiymətdən aşağı qiymətə satılması və nominal qiymətlə geri alınacağının bəyan edilməsi, alıcıya satış anında mükafatın verilməsini mümkün edir. Geri alınma tarixində istiqrazın, nominal qiymətdən yuxarı qiymətə alınması bəyan edilmişsə, dövriyyə müddətinin bitdiyi tarixdə müəyyən mükafatın verilməsi mümkün olur.

Dövriyyə müddətinin bitdiyi tarixdə müəyyən mükafatın verilməsi şərti ilə buraxılan istiqrazlar onları buraxan şirkətə həmin istiqrazların vaxtından əvvəl geri almasına imkan verir.

## **UDUŞLU İSTİQRAZLAR**

Bu növ istiqraz buraxılışının əsas səbəbi, istiqrazların satışını asanlaşdırmaq və investorlar baxımından cəzb edici etməkdir. İstiqrazları buraxan şirkət, müəyyən edilmiş vaxtlarda müsabiqələr keçirərək müəyyən etdiyi bəzi istiqrazlara uduşlar paylayır.

## **MƏNFƏƏTDƏN PAY ALAN İSTİQRAZLAR**

Bu növ istiqrazlar, sabit faiz gəlirinə əlavə olaraq müəyyən edilmiş nisbətdə mənfəətdən pay almaq imkanına malik olan qiymətli kağızlardır. Əgər şirkət maliyyə hesabatı dövrü ərzində mənfəət əldə etməzsə, həmin istiqrazın sahibi istiqrazda göstərilən faiz gəlirindən başqa heç bir şey almaz.

Qərb ölkələrində bu növ istiqrazın buraxılışı, onları buraxan şirkətin səhmdarları tərəfindən əksər hallarda bəyənilmir və maliyyə cəhətdən zəif olan səhmdar cəmiyyətlər tərəfindən həyata keçirilir.

## İNDEKSLİ İSTİQRAZLAR

İndeksli istiqrazlar üzrə ödənişlər müəyyən qiymət indeksinə görə ödənilir. İndeks olaraq inflasiya dərəcəsi, qızılın, valyutanın və ya hər hansı bir əmtəənin qiyməti əsas alına bilər.

İnflyasiyaya qarşı istiqraz sahiblərini qorumaq məqsədi ilə istiqrazın qiyməti və faizi seçilmiş bir göstəriciyə görə, hər il qiymətləndirilir və tənzim edilir. İndeks kimi inflasiya dərəcəsi seçilərsə, həmin dərəcə azaldıqda şirkət zərərlə üzləşməyəcəkdir. Çünkü şirkətin ödəyəcəyi istiqrazların faizləri inflasiyanın azalmasına paralel olaraq azalacaqdır. Eyni şəkildə, inflasiyanın artması ilə investorun zərər çəkməsinin qarşısı da alınmış olacaqdır.

İndeksli istiqrazların buraxılışı dünyanın çox ölkəsində müşahidə olunur. Belə ki, Braziliya, Finlyandiya, Fransa, İsveç, İngiltərə, ABŞ və İsraildə istiqrazla yanaşı bir çox qiymətli kağızların növləri indeksə bağlı şəkildə buraxılır.

## AKSİYA İLƏ DƏYİŞDİRİLƏ BİLƏN İSTİQRAZLAR

Bu növ istiqrazlar, təminatsız istiqrazlardır. Bu növ istiqraz buraxılışının əsas səbəbi istiqrazi buraxan şirkətin ehtiyac duyduğu fondların aksiya buraxılışı ilə təmin edilməsi yolunun əlverişli olmasına baxmayaraq, buraxılış tarixində aksiya bazarının qeyri qənaətbəxş olmasından dolayı aksiya buraxılışını yubadmasıdır. Başqa bir səbəb isə təminatsız istiqrazın yaratdığı mənfi fikirləri aradan qaldırmaq məqsədilə həmin istiqrazları şirkətin gələcəkdə dövriyyəyə buraxacağı aksiyalarla dəyişdirmək imkanını verərək onların satışını təşkil etməkdir.

## **DÖVRİYYƏ MÜDDƏTİNƏ GÖRƏ İSTİQRAZLAR**

Bu kriteriyaya görə, istiqrazlar üç növə ayrılır: qısa müddətli, orta müddətli və uzun müddətli istiqrazlar. Qısa müddətli istiqrazlar beş il, orta müddətli istiqrazlar on ilə qədər, uzun müddətli istiqrazlar isə on ildən artıq müdətə dövrüyyəyə buraxılır.

## **RİSKLİ İSTİQRAZLAR**

Bu növ istiqrazlar olduqca riskli şirkətlərin buraxdıqları borc xarakterli qiymətli kağızlardır. Əsasən, ABŞ-da 1980-cı illərdə sabit gəlirli qiymətlilərə meyl göstərən investorlar, bu növ riskli istiqrazlara investisiya qoymaq istəməmişlər. Bu da, riskli şirkətlərin istiqraz bazارında maliyyə mənbələrini əldə etməyə, demək olar ki, imkan verməmişdir. Bu hadisələrdən dərhal sonra, Maykl Milken adlı maliyyə üzrə mütəxəssis, tarixi göstəricilərə əsaslanaraq apardığı elmi tədqiqat nəticəsində müəyyən etmişdir ki, riskli istiqrazların gəlirləri onların sahib olduğu gerçek riskdən qat-qat yüksəkdir. Bu araştırma, riskli istiqrazlara olan tələbin artmasına və bu istiqrazların təkrar buraxılışına səbəb oldu.

Riskli istiqrazlar yüksək riskli olduqlarından, çox yüksək faiz qiyməti ilə buraxılır. Bu istiqrazları buraxan şirkətlər, adətən bir neçə şirkətin birləşməsindən doğan və ya müəyyən problemlərlə qarışlaşmış şirkətlərdir. Bu cür şirkətlərə misal olaraq CNN (Cable News Network) və Turner Broadcastinq şirkətlərini göstərmək yerinə düşərdi. Bu istiqrazların sahib olduğu yüksək risk dərəcəsi, onlara qoyulan vəsaitin üzləşəcəyi risk ilə, aksiyalara qoyulan vəsaitin üzləşəcəyi riski demək olar ki eyniləşdirir.

## **ÖDƏNİŞ FONDUNA SAHİB OLAN İSTİQRAZLAR**

Ödəniş fondu, istiqrazların əsas pulunun alıcılara ödənilməsi üçün formalasdırılan fonddur. Ümumiyyətlə,

şirkət üçün istiqraz borclarının hamısının birdən ödəməsi çox çətindir. Bu səbəbə şirkətlər hər il müvafiq məbləğlərdə istiqraz borclarını hissə-hissə ödəməyə səy göstərirlər.

Geri satın alınaraq borcları ödəniləcək istiqrazlar, ya təsadüfi seçim nəticəsində, ya da birbaşa bazardan satın alınaraq müəyyən edilir. Sözü gedən iki alternativdən ən əlverişlisi seçilir. Əgər bazarda faizlər artma meylini nümaiş etdirərsə, şirkət müdürüyyəti, istiqraz qiymətlərinin düşəcəyinə görə ikinci alternativi seçəcəkdir. Yox, əgər faizlərdə azalma meyli müşahidə olunarsa, o zaman şirkət müdürüyyəti istiqraz qiymətlərinin artacağına görə birinci alternativi seçmiş olacaqdır.

### **3.2. İSTİQRAZIN DƏRƏCƏLƏRƏ AYRILMASI**

İstiqrazların dərəcələrə ayrılmاسının əsas məqsədi, onlarda nəzərdə tutulan öhdəliklərin yerinə yetirilməsi baxımından keyfiyyətlərinin müəyyən edilməsidir. Dünyada bu işlə məşğul olan kredit təşkilatlarından ən möhtəbər olanları Moody's (Moody's İvestors Service), Standart & Poor 's (S&P) və Fitch İvestors Service kimi təşkilatlardır. Sözü gedən bu təşkilatlar istiqrazları dərəcələrə ayırankən, müxtəlif simvollardan istifadə edirlər. Məsələn, S&P plus və minus işarə sistemindən istifadə edir. Bu işarələrə görə A+ işarəsinə malik olan istiqraz maliyyə cəhətdən ən qüvvəli, A- işarəsinə malik olan istiqraz isə maliyyə cəhətdən qənaətbəxş istiqraz hesab edilir. Moody's isə, 1,2,3, şəklində bir sistemi tətbiq etməkdədir. Belə ki, rəqəm olaraq 1 rəqəmi ən qüvvətli istiqrazi, 3 rəqəmi isə zəif istiqrazi təmsil etməkdədir. Aşağıdakı cədvəldə S&P kredit təşkilatının istiqrazlarının dərəcələrə ayrılmاسında istifadə etdiyi işarələr göstərilmişdir.

## Cədvəl 2.1. İstiqrazların dərəcələrə ayrılması

	İnvestisiyaların qiyməti				Riskli istiqrazlar			
S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D

AAA və AA dərəcəsinə malik olan istiqrazlar olduqca etibarlı, A və BBB dərəcəsinə malik olan istiqrazlar isə onlara investisiya qoyuluşu baxımından qənaətbəxş hesab edilirlər. BB və bundan da az dərəcəyə malik olan istiqrazlar riskli və ya spekulyativ istiqrazlar hesab edilirlər.

İstiqrazların dərəcələrə ayrılmasında kredit təşkilatlarının istifadə etdiyi əsas kriteriyalar bunlardır.

**1. Əmsallar:** Əsasən kreditqaytarma əmsallar göstəricilərinin müəyyən səviyyəyə uyğun olması dərəcəyə müsbət təsir göstərir.

**2. İmtiyazlar:** İstiqrazi buraxan şirkət bankrot olduqda istiqraz sahiblərindən öncə, başqaların borclarının qaytarılması mövzusunda imtiyazlara sahib olub olmamaları faktı böyük əhəmiyyət kəsb edir. Əgər belə bir fakt mövcuddursa bu, istiqrazın malik olduğu dərəcəyə mənfi təsir göstərəcəkdir. Əks halda istiqrazın dərəcəsi artacaqdır.

**3. Zəmanət:** Bəzi istiqrazlara digər şirkətlər tərəfindən zəmanət verilir. Əgər maliyyə cəhətdən zəif bir şirkətin buraxdığı istiqraza çox etibarlı və yüksək nüfuzlu malik olan şirkət tərəfindən zəmanət verilmişsə, həmin istiqrazın dərəcəsi artacaqdır.

**4. Qarşılıqlar:** İstiqrazi buraxan şirkətin istiqraz borclarının ödənilməsi üçün müəyyən fondun qabaqcadan formalasdırması, istiqrazın dərəcəsinə müsbət təsir göstərəcəkdir.

**5. Müddət:** Digər faktorları nəzərə almamaq şərti ilə, qısa müddətli istiqrazların uzun müddətli istiqrazlara görə daha az riskli hesab edildiyi üçün, istiqrazın dövriyyə müddəti də onun dərəcələrə ayrılmışında az rol oynamır.

**6. Tərəqqi:** İstiqraz buraxılışını həyata keçirən şirkətin satışlarında və xalis mənfəətində müşahidə olunan tərəqqi, istiqrazın dərəcəsini artırır.

**7. Qanunlar:** İstiqraz buraxılışını və bu sənədi buraxan şirkətlərin öhdəliklərini tənzimləyən qanunlar da dərəcəyə ayırmada nəzərə alınır.

**8. Beynəlxalq bazardakı fəaliyyət:** Şirkətin satışlarının, vəsaitlərinin və mənfəətinin mənbəyinin neçə faizinin xarici ölkədəki fəaliyyətlə bağlı olması baxımından, həmin fəaliyyətlərin risk səviyyəsi istiqrazın dərəcəsinin təyin edilməsində istifadə olunan digər kriteriyadır.

**9. Ətraf mühit:** İstiqraz buraxan şirkətin ətraf mühitin qorunması ilə əlaqədar könüllü və məcburi investisiya qoyuluşlarının ümumi həcmi istiqrazın dərəcəsinə təsir göstərir.

**10. Əmtəənin etibarlılığı:** Şirkətin istehsal etdiyi məhsulların təhlükəsiz olması, istehlakçının sağlamlığına zərər yetirməməsi istiqrazın dərəcəsini artırır.

**11. İşçi problemləri:** Əsasən həmkarlar ittifaqları və ya işçilərlə şirkət müdürüyyəti arasında yaranan anlaşılmazlıqlar və problemlər, istiqrazın dərəcəsinə böyük təsir göstərir. Məsələn, aviasiya şirkətləri işçilərinin tətil elan etmələri, həmin şirkətlərin istiqrazlarının dərəcəsində mühüm azalmaya yol açə bilər.

İstiqrazların dərəcələrə ayrılmışında istifadə olunan kriteriyalar, ilk baxışdan reallığı eks etdirən nəticələrin əldə olunması üçün kafi hesab edilə bilər. Lakin tam və mükəmməl sayıla biləcək dəyərləndirmə düsturu yoxdur.

İstiqrazların dərəcələrə ayrılması həm bu istiqrazi buraxan şirkət, həm də investor baxımından olduqça vacibdir. Çünkü istiqrazın dərəcəsi onun maliyyə riskin təyin etməsi ilə yanaşı, şirkətin həmin istiqraz üçün ödəyəcəyi faiz dərəcəsini müəyyən edir. İstiqrazları satın alan şəxslər baxımından da onların dərəcələrə ayrılması əhəmiyyətlidir. Çünkü istiqrazların böyük hissəsi təşkilati əmanətlərin hesabına, yəni müəyyən təşkilat və müəssisələr tərəfindən alınır. Əksər təşkilatlar, qanunlarda nəzərdə tutulan və müəyyən dərəcəyə malik olan istiqrazları almağa məcburdur.

Kredit təşkilatları və ya sigorta şirkətləri çox riskli şirkətlərin istiqrazlarının alınmasına müəyyən həddə qədər vəsait ayırarlar. Əgər bir şirkətin istiqrazi BBB dərəcəsindən də az dərəcəyə malikdirsə, həmin şirkətin təkrar istiqraz buraxaraq onları sata bilməsi mümkün olmaz. Çünkü həmin istiqrazları almaq istəyən təşkilatı tapmaq çox çətindir. Bu şərt dövlətin buraxdığı istiqrazlara da şamil edilir.

Yüksək riskə malik olan istiqrazların satılma şansının az olduğuna görə onlardan adətən yüksək gəlir gözlənilir. Bu konsepsiyani ABŞ-da buraxılan uzun müddətli istiqrazların gəlirlilik dərəcələri təsdiqləyir. Belə ki, 1959-1997-ci illər ərzində buraxılan istiqrazlardan ABŞ dövlət istiqrazlarının ən aşağı, AAA dərəcəsinə malik istiqrazların orta və BBB dərəcəsinə malik olan istiqrazların ən yüksək gəlirliliyə malik olduqları müşahidə olunmuşdur.

### 3.3. İSTİQRAZIN GƏLİRİLİYİ

Şirkət tərəfindən istiqraz buraxılışı zamanı müəyyən edilən (nominal) faiz istiqrazın «kupon faizi» adını daşıyır. Bu faizin dəyişməyəcəyinə və hər il nominal dəyərdən hesablanacaq məbləğin istiqraz sahibinə veriləcəyinə görə istiqrazın bazar qiymətinin nominal dəyərdən fərqli olduğu halda, bu bazar qiymətinə görə başqa bir faiz

formalaşacaqdır. İstiqrazın gəlirliliyini ifadə edən bu faiz bir istiqraz vərəqəsinin illik nominal faiz məbləğinin onun bazar qiymətinə bölünməsi şəklində hesablanır. Bazar qiymətinin nominal dəyərdən az olduğu hallarda, gəlirlilik nominal faizdən çox, əks halda ondan az olacaqdır.

İstiqrazın gəlirliliyini «bir illik gəlirlilik» və «müddət sonunadək gəlirlilik» kimi iki qrupa ayırmalıdır. Biz sadəcə «bir illik gəlirlilik» haqda məlumat verəcəyik.

Bir illik gəlirliliyi ( $r_t$ ), ilin əvvəlindəki bazar qiymətini ( $P_t$ ), ilin sonundakı bazar qiymətini ( $P_{t+1}$ ) və nominal faizə görə hesablanmış faiz gəlirini ( $\dot{I}_t$ ) simvolları ilə göstərsək, istiqrazın bir ilə aid gəlirliliyini müəyyən etmək üçün aşağıdakı düsturdan istifadə etmək lazımdır:

$$r_t = \frac{(P_{t+1} - P_t) + \dot{I}_t}{P_t}$$

Misal üçün, ilin əvvəlindəki bazar qiyməti 15.000 man., ilin sonundakı bazar qiyməti 17.000 man., nominal faizi 20% və nominal dəyəri 10.000 man. olan istiqrazın bir illik gəlirliliyi aşağıdakı formada hesablanacaqdır:

$$r_t = \frac{(17.000 - 15.000) + 2.000}{15.000} \approx 26,7\%$$

### **3.4. İSTİQRASIN İNVESTOR BAXIMINDAN ÜSTÜN VƏ ZƏİF CƏHƏTLƏRİ**

İstiqraz, əmanətlərini bu növ qiymətli kağıza investisiya etmək istəyən investoru üstün cəhətlərlə yanaşı, zəif cəhətlərlə də təmin edə bilər. Investor baxımından həmin qiymətli kağızin ən böyük üstün cəhəti, sahibinə qabaqcadan müəyyən edilmiş gəliri (kupon faizi) verməsidir. Buna əlavə

olaraq bu növ investisiya qoyuluşunun daşıdığı risk aksiyaya yönəldilən investisiya qoyuluşunun daşıdığı riskdən çox azdır. Sözü gedən bu risk, investisiya qoyuluşundan mütəmadi gəlirin və əsas pulun müəyyən müddətdən sonra geri alına bilməsi ehtimalının dərəcəsini ifadə edir. Şübhəsiz, istiqraz vərəqəsi bu baxımdan aksiya sənədindən daha az riskə malikdir. Lakin bu üstünlüyü qarşı istiqrazın sahib olduğu ən mühüm zəif cəhəti, ona investisiya edilən pulun dəyərini qoruya bilməməsidir. Pul vahidinin satın alma qabiliyyətində müşahidə olunan böyük azalmalar, əsasən uzun müddətli istiqrazların qiymətlərində azalmaya yol açır. Inflyasiyanın hökm sürdürüyü şəraitdə pul və kapital bazarlarında faizlər artar, investorun portfelində yer alan eyni kupon faizinə sahib olan istiqrazların bazar qiymətləri isə azalar. Bu şərait, istiqrazın dövriyyə müddətinin bitməsini gözləyən investora ilk baxışdan heç bir təsir göstərməz. Çünkü istiqraz, müddəti bitdikdən sonra ona verilən əsas pulun investora qaytarılması ilə dövriyyədən xaric edilir. Yəni, istiqrazın onun dövriyyədə olduğu müddət ərzində bazar qiyməti nə qədər olursa olsun, dövriyyədən xaric edilərkən nominal qiymət əsas alınacaqdır. Deməli, uzun müddət istiqraz vərəqəsini əlində saxlayan investorun, infliyasiyanın hökm sürdürüyü şəraitdə həmin istiqrazi təhvil verərək alacağı məbləğin (istiqrazın nominal dəyəri) və ya pulun satın alma qabiliyyəti qat-qat azalmış olacaqdır.

İstiqraz, mənfəətdən pay alma hüququna malik deyilsə, şirkət mənfəətinin artmasından heç bir pay almaz. Buna görə istiqraz, investoru şirkətin artan rifahından faydalana maq imkanından məhrum edən bir qiymətli kağız kimi xarakterizə edilə bilər. Lakin bu mənfi cəhətə qarşı, istiqraz sahibi şirkətin zərərindən təsir görməz və şirkətin iflası zamanı qoyduğu pulları aksiya sahiblərindən əvvəl almaq hüququna malikdir.

### **3.5. İSTİQRAZLA BAĞLI DİGƏR MƏLUMATLAR**

Kapital bazarına çıxarılan istiqraz, onu buraxan şirkət tərəfindən nominal dəyərdən aşağı, nominal dəyərə bərabər və ya nominal dəyərdən yüksək bir qiymətlə investorlara təklif edilə və satılı bilər. Nominal dəyərdən yüksək bir qiymətlə satılan istiqrazlar mükafatlı (şirkət baxımından), nominal dəyərdən aşağı bir qiymətlə satılan istiqrazlar isə güzəştli istiqrazlar hesab edilirlər. İstiqraz birinci kateqoriyalı bazarda satıldıqdan sonra təkrar tədavülü üçün ikinci kateqoriyalı bazarda satılıb alınmalıdır. İkinci kateqoriyalı bazarda həmin istiqraz üçün təklif və tələb edilən qiymət isə istiqrazın bazar qiyməti sayılır. Bazar qiyməti, buraxılış anındaki qiymətdən və ya nominal qiymətdən fərqli ola və ya olmaya bilər. Bazar qiymətinin nominal qiymətdən fərqlənməsi, istiqrazın gəlirlilik səviyyəsinə təsir göstərərək onun nominal faizdən fərqli şəkildə formalaşmasına gətirib çıxarıcaqdır.

İkinci kateqoriyalı bazarda müəyyən qiymətə sahib olan istiqrazın bu qiyməti vaxt ötdükçə enib qalxa bilər. Qiymətin tərəddüd etməsi istiqrazın gəlirlilik səviyyəsinin dəyişməsinə yol açacaqdır. Kapital bazarından istiqraz almaq istəyən investorun istiqrazın bazar qiymətinin formalaşması və dəyişməsinə təsir göstərən faktorlardan xəbərdar olması, düzgün investisiya alternativinin seçilməsi və fondların səmərəli istifadə edilməsi baxımından vacibdir.

## **İSTİQRAZIN BAZAR QİYMƏTİNİN FORMALAŞMASI**

Müəyyən bir cəmiyyətin və ya dövlət müəssisəsinin buraxdığı bir istiqraz vərəqəsinin bazar qiyməti, şübhəsiz, istiqraza olan təklif və tələbin üzləşməsi nəticəsində formalaşır. Ancaq istər həmin istiqrazları satmaq istəyən şəxsin, istərsə də bu istiqrazları satın almaq istəyən şəxsin fikrində bir təklif və tələb qiyməti mövcuddur.

Müəyyən miqdarda fonda sahib olan şəxs bu fondları istiqraz alınmasına yönəltmək istəsə, borc olaraq verdiyi fondlardan müəyyən faiz qazancını əldə etmək və borcun müddəti bitdikdən sonra həmin fondları geri almaq istəyəcəkdir. Bu şəraitdə investisiya qərarlarında olduğu kimi, istiqraz satın alınmasında iki tərəfli nağd pul axımı baş verir. Öncə investorlardan istiqraz buraxan və ya təklif edən şəxs istiqamətində, daha sonra isə istiqraz buraxan şəxsdən investor istiqamətində illik faiz ödənişləri ilə təyin edilmiş müddətdən sonra qoyulan pul məbləğinin (əsas pulun) qaytarılması şəklində nağd pul axımı baş verir. Buna görə, investorun istiqraz alarkən ödəmək istəyəcəyi məbləğ (qiymət), illik faiz ödənişləri ilə təyin olunmuş müddətdən sonra qoyulan pul məbləğinin bugünkü dəyərlərinin cəmini ifadə edəcəkdir (bugünkü dəyər anlayışı haqda irəlidəki fəsildə geniş məlumat veriləcəkdir):

$$P_o = \sum_{t=1}^n C_t D_k^{-t}$$

Düsturun açılması bizə bunu verəcəkdir:

$$P_o = \frac{C_1}{(1+K)^1} + \frac{C_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+K)^n} + \frac{\Theta P}{(1+K)^n}$$

Düsturda istifadə olunan simvollar aşağıdakılardır ifadə edir:

$P_o$  : İstiqrazın bugünkü dəyəri

$C_t$  : Illik faiz ödənişləri

$D_k$ : Diskont əmsalı, yəni  $\frac{1}{(1+K)^n}$

K:Diskont faizi (investorun bu investisiya qoyuluşundan gözlədiyi gəlirlilik);

n : İstiqrazın geri ödənilməsi tarixinə qədər keçəcək il sayı;

ƏP: Müddətin bitdiyi zaman qaytarılacaq əsas pul məbləği.

Düsturda yer alan və C<sub>t</sub> simvolu ilə göstərilən illik faiz ödənişlərinin məbləği, təyin olunan müddətdən sonra qaytarılacaq əsas pul məbləği (ƏP) və istiqrazın geri ödənilməsi tarixinə qədər keçəcək il sayı bilindiyinə görə (həmin məlumatlar istiqraz vərəqəsində qeyd olunur), istiqrazın bugünkü bazar qiymətinin müxtəlis səviyyələrdə formalaşmasına səbəb olan ölçü qalır ki, bu da diskont faizidir (K). Diskont faizi subyektiv bir ölçütür. Investorun şəxsi proqnozları, investisiya ilə cari faiz və bu faizin gələcəkdə sahib olacağı dəyər haqqındaki ümumi proqnozlar kimi obyektiv faktorlar diskont faizini formalaşdırır.

Diskont faizinin istiqrazın nominal faizinə bərabər olduğu zaman, istiqrazın bazar qiyməti nominal qiymətə bərabər olar. Diskont faizi ilə nominal faiz arasındaki fərqlənmə istiqrazın bazar dəyərini nominal dəyərdən fərqləndirir. Effektiv bir faiz siyasətinin izləndiyi bir ölkədə, inflasiya dərəcəsi ilə firmanın riskini nəzərə alan bir faiz dərəcəsi müşahidə olunacaq ki, bu da istiqrazların bazar qiymətlərini onların nominal qiymətləri ilə eyni və ya onlara yaxın olmasına şərait yaradacaqdır. Bu da investorları, diskont faizini istiqrazın nominal faizinə yaxın səviyyədə təyin etməsinə yönəldəcəkdir. Belə bir vəziyyətdə, istiqrazların bazar qiymətlərində müşahidə olunan əhəmiyyətsiz tərəddüdlər, bazar şərtlərindən, məsələn, tələb və təklifdən asılı olaraq baş verəcəkdir. Ancaq nominal faizin

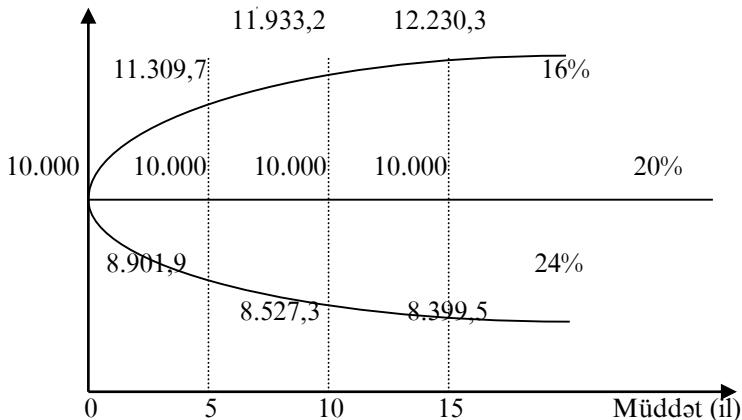
reallığı əks etdirməməsi və ya istiqrazın daşıdığı risklərdə dəyişmələrin baş verməsi, diskont faizinin nominal faizdən fərqlənməsinə səbəb olarkən nominal dəyərlə bazar qiyməti arasında mühüm fərqlərin yaranmasına götirib çıxaracaqdır.

Nominal dəyərləri, nominal faizləri və müddətin bitdiyi zaman ödəniləcək əsas pul məbləğləri eyni olan özəl sektor istiqrazlarının ikinci kateqoriyalı bazarda çeşidli qiymətlərə sahib olması, yuxarıda qeyd etdiyimiz kimi investorun təyin etdiyi diskont faizindəki müxtəlifliklə izah oluna bilər. A səhmdar cəmiyyətinin riskinin B səhmdar cəmiyyətinin riskindən çox olması, A cəmiyyətinə məxsus istiqraz qiymətinin B cəmiyyətinə məxsus istiqraz qiymətindən az olması ilə izah edilir.

İstiqrazın bazar qiymətinin fərqli şəkildə formalaşması təkcə diskont faizindəki müxtəlifliklə əlaqələndirilə bilməz. İstiqrazın dövriyyə müddətini də yaddan çıxarmamaq lazımdır. Eyni risk səviyyəsinə və dövriyyə müddətinə malik olan iki istiqrazın bazar faiz dərəcələrinin nominal faiz dərəcələrindən fərqlənməsi, onların bazar qiymətlərini bərabər edir. Ancaq bu iki istiqrazın dövriyyə müddətləri fərqli olarsa onların bazar qiymətləri fərqli olacaqdır. Bazar qiymətlərinin bu cür fərqlənməsi, istiqrazlardan əldə olunacaq gəlirlərin müddət və bugünkü dəyərlərinin cəmləri baxımından fərqli olması ilə izah edilir. Qrafik 2.1 bu deyilənləri təsdiqləyir.

### **Qrafik 2.1. 20 nominal faizli istiqrazın bazar faizləri və fərqli müddətlərə görə formalaşan bazar qiymətləri**

İstiqrazın  
bazar qiyməti  
(man)



Qrafikdə görüldüyü kimi 20% nominal faizli 10.000 man. nominal dəyərli biri 5 il, digəri 10 il müddətli iki istiqrazın bazar qiymətləri, bazar faiz dərəcəsi 24%-ə qalxdıqda ardıcıl olaraq 8.901,9 man. və 8.527,3 man. bazar faiz dərəcəsi 16%-ə düşdükdə, yenə ardıcıl olaraq 11.309,7 man. və 11.933,2 man. olacaqdır. Bunun üçün investor baxımından təyin olunan diskont faizi ilə yanaşı, keçəcək müddətin uzunluğu və qisaliğı da istiqraz qiymətinin formallaşmasında vacib sayılan amil hesab edilməlidir. Bazar faiz dərəcəsində baş verən tərəddüdlər qısa müddətli istiqrazla müqayisədə daha çox uzun müddətli istiqrazın bazar qiymətinə təsir göstərdiyi müşahidə olunur. Qrafikdəki göstəricilərdən istifadə edərək apardığımız hesablamalar bu faktı bir daha təsdiqləyir.

Müddət (il)	Bazar faiz dərəcəsi	Bazar qiyməti (man)	Qiymət % dəyişməsi
5	24%	8.527,3	+13,97

	16%	8.901,9	-10,9
10	24%	11.933,2	+19,33
	16%	8.527,3	-14,7
15	24%	12.230,3	+22,3
	16%	8.399,5	-16,0

Yuxarıda verilən cədvəldəki göstəricilərdən görünür ki, bazar faiz dərəcəsi 24%-ə qalxdıqda müddəti 5 il olan istiqrazın qiymətində nominal dəyərə nisbətən 13,97%-lik artma, müddəti 10 il olan istiqrazın 19,33%, 15 il olan istiqrazın qiymətində isə 22,3% artma baş verəcəkdir. Bazar faiz dərəcəsi 16%-ə düşdükdə isə qiymətdə baş verən azalma müddəti 5 il olan istiqraz üçün 10,9%, 10 il olan istiqraz üçün 14,7% və 15 il olan istiqraz üçün 16% qədərdir. Bu o deməkdir ki, müddət artdıqça bazar faiz dərəcəsində baş verən dəyişmə istiqrazın qiymətinə və dolayısı ilə istiqrazın gəlirliliyinə daha çox təsir edəcəkdir.

## İSTİQRAZIN GƏLİRLİLİYİ

Daha öncədən qeyd etdiyimiz kimi, istiqrazın iki cür gəlirliliyindən bəhs etmək olar. Birincisi, bir hesabat dövrünə aid gəlirlilik, ikincisi isə müddətin sonunadək formalasən gəlirlilikdir. Bir hesabat dövrünə aid istiqraz gəlirliliyi haqda əvvəlki fəsildə məlumat verilmişdir.

Xalis gəlirlilik, gerçək gəlirlilik və ya effektiv gəlirlilik kimi də ifadə olunan istiqraz müddətinin sonunadək formalasən gəlirlilik, bir istiqrazın alınması üçün qoyulan vəsaitin, istiqraz müddətinin sonunadək əldə olunacaq gəlirləri və kapital itkisi (əgər varsa) və ya qazanclarını da nəzərə alaraq təyin olunan gəlirlilikdir. Buna görə xalis

gəlirlilik, istiqrazın dövriyyə müddəti bitənədək əldə olunacaq gəlirlərin bugünkü dəyərlərinin cəmini istiqrazın satın alma qiyməti ilə eyniləşdirən diskont faizidir(K). İstiqrazın bugünkü real dəyərinin hesablanmasında istifadə olunan və yuxarıda açıqlanmış aşağıdakı düstur vasitəsi ilə istiqrazın gəlirliliyi hesablanıa bilər.

$$P_o = \sum_{t=1}^n C_t D_k^{-t}$$

İstiqrazın satın alma qiyməti ( $P_o$ ) – 852 man.,

Müddət bitənədək keçən il sayı (n) – 10 il.,

Nominal faiz dərəcəsi (i) – 20%,,

Müddət bitəndən sonra geri qaytarılan əsas pul ( $\Theta P$ ) – 1.000 man.,

Nominal dəyər (ND) – 1.000 man. olsa istiqrazi 10 il əlində saxlayan bir investorun əldə edəcəyi gəlirlilik (K):

$$852 = \frac{200}{(1+K)^1} + \frac{200}{(1+K)^2} + \dots + \frac{1200}{(1+K)^{10}}$$

$K = 24\%$  şəklində hesablanacaqdır.

## İSTİQRAZIN QİYMƏT TEOREMLƏRİ

İstiqrazın xalis gəlirliliyi ilə bazar qiyməti arasında əlaqə mövcuddur. Bu əlaqənin müxtəlif gəlirlilik dərəcələrində və müxtəlif müddətlərdə nə şəkildə cərəyan edəcəyini aşağıda qısaca açıqlanacaq istiqrazın qiymət teoremlərinin köməkliyi ilə öyrənmək mümkündür. B.Q. Malkiel tərəfindən irəli sürürlən bu teoremlər kitabımızın bu fəslində verilən qrafik 2.1-in vasitəsi ilə aşağıdakı şəkildə açıqlana bilər.

Teorem 1. İstiqrazın qiyməti ilə istiqrazın gəlirliliyi tərs mütənasibdir. Qrafika baxlıqda, xalis gəlirliliyin 20%-dən 24%-ə qalxması ilə 10.000 man. nominal dəyərli və 5 il müddətli olan bir istiqrazın bazar qiymətinin 8.901,9 man. düşməsini, gəlirliliyin 16%-ə düşməsi ilə eyni istiqrazın bazar qiymətini 11.309,7 man. qədər artmasını müşahidə etmək olar.

Teorem 2. Xalis gəlirlilikdə nominal faiz dərəcəsinə görə müşahidə olunan fərqlənmə, istiqrazın bazar qiymətini dəyişdirir və qiymət dəyişməsinin həcmi müddət artdıqça artır. Yenə qrafika nəzər yetirsək görə bilərik ki, faiz dərəcəsi 20-dən 24%-ə qalxdıqda, müddəti 5 il olan istiqrazın qiyməti 10.000 man-dan 8.901,9 man-a düşəcək, müddəti 10 il olan istiqrazın qiyməti 8.527,3 man-a, müddəti 15 il olan istiqrazın qiyməti isə 8.399,5 man-a düşəcəkdir. Faiz dərəcəsinin 16%-ə düşməsində istiqrazın bazar qiyməti 5 illik istiqrazda 11.309,7 man-a, 10 illik istiqrazda 11.933,2 man-a və 15 illik istiqrazda 12.230,3 man-a qalxacaqdır. Bu göstəricilərdən anlamaq olar ki, nominal dəyəri 10.000 man. və nominal faizi 20% olan 5 illik istiqrazın bazar faiz dərəcəsi 16%-ə düşdükdə, istiqrazın qiyməti 11,3% artarkən bu artma 10 illik istiqrazın qiymətində 11,9%, 15 illik istiqrazın qiymətində isə 12,2% olacaqdır. Bazar faiz dərəcəsi 24% olanda istiqrazların bazar qiymətlərinəndəki azalma 5 illik istiqraz üçün 10%, 10 illik istiqraz üçün 14,7% və 15 illik istiqraz üçün 16% təşkil edəcəkdir. Bu teoremdə görə faiz qiymətlərində azalmalar müşahidə edildiyi müddət ərzində faktiki olaraq daha çox uzun müddətli istiqrazlara, artmalar müşahidə edildiyi müddət ərzində isə daha çox qısa müddətli istiqrazlara investisiya qoymaq məqsədə uyğundur.

Teorem 3. Hər hansı bir müddətdə, xalis gəlirlilikdə müşahidə olunan azalma (bazar faiz dərəcəsində azalma) investora kapital qazancı, xalis gəlirlilikdə müşahidə olunan

artmalar isə investora kapital itkisi gətirir. Lakin kapital qazancı kapital itkisindən daha çoxdur.

Müddəti 5 il və nominal faizi 20% olan istiqrazların xalis gəlirlilik dərəcəsi 20%-dən 16%-ə düşəndə bazar qiyməti 10.000 man-dan 11.309,7 man-a qalxacaq, gəlirlilik 24%-ə qalxanda qiymət 8.901,9 man-a düşəcəkdir. Qiymətdəki artma 1.309,7 man (11.309,7-10.000), azalma isə 1.098,1 man-dır (10.000-8.901,9). Gördüyüümüz kimi, kapital qazancı, kapital itkisindən daha çoxdur. İstiqrazın nominal qiymətinə nisbətən kapital qazancı 13,1%, kapital itkisi isə 11% təşkil edir.

Teorem 4. Nominal faiz dərəcəsi nə qədər yüksəkdirse, xalis gəlirlilik dərəcəsindəki dəyişmənin istiqrazın qiymətinə göstərdiyi təsir nisbətən az olacaqdır. Bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, bu teoremin şərtləri, müddəti bir ildən az və intəhasız olan istiqrazlara şamil edilə bilməz. Bu teoremin doğru olduğunu görə bilmək üçün birisi aşağı, digəri isə yüksək nominal faizə, eyni dövriyyə müddətinə və eyni nominal qiymətə sahib olan iki istiqrazın xalis gəlirlilik dərəcələrində baş verən dəyişmənin qiymətlərə göstərdiyi təsir nəticələrinə baxmaq kifayətdir. Müddəti 5 il, nominal qiyməti 10.000 man olan iki istiqrazdan birinin nominal faiz dərəcəsinin 6%, digərinin isə 20% olduğunu fərz edək. Tutaq ki, birinci istiqrazın bazar faiz dərəcəsi 8%-dən 7%-ə, ikinci istiqrazın bazar faiz dərəcəsi isə 22%-dən 21%-ə düşmüştür. Bu şərtlərə istinadən aparılan hesablamaların nəticələri teorem 4-də açıqlanan gerçəkləri özündə əks etdirir ki, həmin gerçəkləri cədvəl 2.2-də aşkar etmək mümkündür.

### Cədvəl 2.2.

#### Bazar faizi dəyişməsinin qiymət dəyişməsinə təsiri

Nominal Faiz (%)	Bazar Faizi (%)	Bazar Qiyməti (man)	Bazar Qiymətində Baş Verən Dəyişmə (%)

6	8	9.201,4	-----
	7	9.599,9	+ 4,33
20	22	9.427,2	-----
	21	9.711,2	+ 3,01

## 4-CÜ AKSİYA

FƏSİL.

Aksiya sənədi, səhmdar cəmiyyətlər ilə kapitalı paylara bölünmüş komandit şirkətlərdə payları təmsil və ifadə edən bir qiymətli kağızdır. «Qiymətli kağızlar haqqında» Azərbaycan Respublikasının qanununa müvafiq olaraq, «aksiya (səhm)–onun sahibinin (səhmdarın) səhmdar cəmiyyətin mənşətinin bir hissəsini dividend şəklində almaq, səhmdar cəmiyyətin idarə edilməsində iştirak etmək və o, ləğv edildikdən sonra qalan əmlakin bir hissəsini əldə etmək hüququnu təsbit edən emissiya qiymətli kağızıdır».

Kapital bazarlarında tə davül edilən aksiya sənədlərini buraxan şirkətlərin demək olar ki, əksəriyyətini səhmdar cəmiyyətləri təşkil etdiyi üçün kitabımızın bu fəslində «aksiya sənədi» termini ilə səhmdar cəmiyyətlərinin buraxdıqları aksiyalar nəzərdə tutulacaqdır.

Səhmdar cəmiyyətləri, kapital bazarından xüsusi vəsait fondları tələbatının qarşılanması üçün bu bazarlara aksiya təklif edirlər. Aksiya sənədi, bu sənədə sahib olan şəxsə əlaqədar səhmdar cəmiyyətin, sənəddə qeyd olunan pul vahidi dəyərində kapitalına sahib olmaq hüququnu göstərir və verir. Aksiyanın üzərində yazılmış pul vahidi dəyəri, aksiyanın nominal qiymətinin ifadə edir. Lakin aksiyanın kapital bazarında müəyyən səbəblərdən nominal dəyərdən fərqli qiyməti də formalşa bilər. Formalaşan bu qiymət isə, aksiyanın bazar qiymətidir.

Aksiya sənədi istiqraz vərəqəsinin əksi olub, şirkətə sahib olmaq hüququnu təsdiqləyən sənəddir. Bu şəkildə tərif edildiyi üçün aksiya sənədi səhmdar cəmiyyətin təsis edildiyində ilk buraxılan və şirkətin ləğv edildiyində və ya iflas etdiyində dəyəri ən axırdə ödənilən bir qiymətli kağızdır.

## **4.1. AKSİYANIN NÖVLƏRİ**

Səhmdar cəmiyyətlərin buraxdıqları aksiya sənədləri, «imtiyazlı aksiya sənədləri-preferred stock» və «adi aksiya sənədləri-common stock» olaraq iki qrupa ayrıla bilər. Hər iki növ aksiya, sahibinə müxtəlif hüquqlar verdiyi üçün onların ayrı ayrılıqda şərh edilməsi məqsədə uyğundur.

### **İMTİYAZLI AKSİYA SƏNƏDİ**

İmtiyazlı aksiya sənədinin həm istiqraza, həmçinin də aksiya sənədinə sahib olduğu xüsusiyyətlərdən dolayı bənzədiyi üçün, borcu ifadə edən istiqraz ilə ortaqlığı təmsil edən aksiya sənədi arasında yer almaqdadır. Bu sənəd sabit və qabağcadan təyin edilmiş gəlirdən savayı, əlavə gəlir gətirmədiyi üçün istiqraz vərəqəsinə, şirkətin ləğv edildiyində kreditorların borcları ödənmədən bu sənədə heç bir məbləğin ödənməməsinə görə isə aksiya sənədinə oxşayır. Lakin şirkət ləğv edildikdə, imtiyazlı aksiyalara şirkətin geri qalan əmlakından pay verilməsi adı aksiyalardan öncə olduğu üçün, bu növ aksiyalar adı aksiyalara nisbətən daha üstündür. Bununla yanaşı, şirkət mənfiət bölgüsünü apararkən ilk öncə imtiyazlı aksiyalara daha sonra isə adı aksiyalara dividend verir.

İmtiyazlı aksiyaların riski borc sənədlərin (istiqrazların) riskindən hər zaman yüksəkdir və bu səbəbdən, mənfiət payının faizi kupon faizindən daha çoxdur. Ancaq bu sənədin malik olduğu risk adı aksiya sənədinin riskindən daha azdır. Səbəb isə adı aksiyalara ödənilən dividendlərin həcmiinin imtiyazlı aksiyalara ödənilən dividendlərin həcmindən qat-qat çox olmasıdır.

İmtiyazlı aksiyalar adətən öz sahiblərinə şirkətin idarə edilməsində iştirak hüququnu verməzlər. ABŞ-da bu növ aksiyaların 1930-cu ildən bəri idarə etmədə əhəmiyyət kəsb etmədiyinə baxmayaraq, son zamanlarda həmin aksiyalar şirkətin idarə edilməsində iştirak etməyə başlamışdır.

İmtiyazlı aksiya sənədlərini, öz aralarında, müxtəlif meyarlara görə növlərə ayırmak olar:

**1.Dividendləri özündə cəmləşdirən və cəmləşdirməyən:**

Dividendləri özündə cəmləşdirən aksiyalar, şirkətin bir hesabat dövründə ödəmədiyi dividendləri özündə cəmləşdirərək gələcək hesabat dövründə ödəniləcək dividendlərlə birlikdə verilməsini nəzərdə tutan qiymətli kağızlardır. Dividendləri özündə cəmləşdirməyən aksiyalar isə əksinə, şirkətin bir hesabat dövründə ödəmədiyi dividendləri özündə cəmləşdirməz və yalnız gələcək dövrlərdə ödəniləcək dividendlər olarsa, onların verilməsini nəzərdə tutar. Bir şeyi qeyd etmək yerinə düşər ki, şirkət əgər imtiyazlı aksiyalara dividendlərin ödənilməməsi qərarını almışsa, adı aksiyalara dividend ödəməz.

**2.Səs vermə hüququna malik olan və malik olmayan:** Səs vermə hüququna malik olan imtiyazlı aksiyalar sahiblərinə şirkətin idarə heyvəti üzvlərinin seçkilərində iştirak və ümumiyyətlə, müəyyən məsələlərin həllində səs vermə hüququnu verən qiymətlilərdir. Səs vermə hüququna malik olmayan imtiyazlı aksiyalar isə, sahiblərinə idarəetmədə iştirak hüququnu verməzlər.

**3.Dəyişdirilmə hüququna malik olan və malik olmayan:**

Buraxılan imtiyazlı aksiyaların əksər hissəsinə gələcəkdə adı aksiyalarla qabağcadan təyin edilmiş nisbətdə dəyişdirilə biləcək hüququ verilir. İmtiyazlı aksiyalara verilən bu imkan, onların sahiblərinə, adı aksiya qiymətlərinin artacağından, sənədlərin mübadiləsindən istifadə edərək əlavə qazanc əldə etməyə imkan verir.

**4. Mənfəətdən əlavə pay almaq hüququna malik olan və olmayan:** İmtiyazlı aksiyalara əsasən sabit faizli dividend verilir. Ancaq bəzi hallarda, imtiyazlı aksiyalara səs vermə hüququ verildikdə, mənfəətdən əlavə pay almaq hüququ da verilə bilər. Bu hüququn verilməsinin əsas səbəbəsi isə, imtiyazlı aksiya sənədinin buraxılışını investorlar baxımından daha cəzb edici etməkdir. Bu qiymətli kağızın sahibi, sabit faizli dividendlə yanaşı, adı aksiya sahibləri ilə birlikdə şirkətin qalan mənfəətindən faydalanaq imkanına malikdir.

## **ADİ AKSİYA SƏNƏDİ**

Bu növ qiymətli kağızlar şirkətin əsas kapitalını təmsil edən qiymətlilərdir. Nəzəri cəhətdən, bu növ aksiyalara ödənilən dividendlərin həcmində heç bir məhdudiyyət qoyula bilməz. Buna baxmayaraq, şirkətin daşıdığı bütün maliyyə öhdəlikləri bu növ aksiyalara şamil edilir. Bu səbəbə, ən yüksək qazanc götirmə ehtimalı və şirkətin idarə edilməsində iştirak etmə hüququ adı aksiya sənədinin ən vacib və əlverişli xüsusiyyətlərindədir.

Adı aksiya şirkətə sahiblik hüququnu özündə əks etdirən sənəddir. Şirkətin idarə edilməsi, onun sahiblərinə, yəni səhmdarlarla aid edildiyi üçün adı aksiya sənədi ilə idarə etmədə iştirak anlayışları bir birindən heç cür ayrıla bilməz.

Adı aksiya sənədlərini bəzi meyarlara görə növlərə ayırmak mümkündür:

**1. Adlı və adsız olmasına görə:** Adlı aksiya sənədində səhmdarların şəxsiyyətini təsdiqləyən məlumat qeyd olunmalıdır. Bu növ aksiya sənədi, onun sahibinin razılığını təsdiqləyən imzasının olduğu halda, başqa şəxsə transfer edilə bilər. Ancaq transferin etibarlı sayıla bilməsi üçün emitent şirkətin idarəetmə şurasının razılığı da vacibdir. Adsız (təqdim edənə) aksiyaların bazarda tə davülü və transfer edilməsi üçün başqalarına təhvil verilməsi kifayətdir.

Kapital bazارında aksiyaların özləri kimi onları əvəz edə biləcək sənədlər də dövriyyə edə bilər. Adətən səhmdarlara aksiyaların özlərini əvəz edən aksiya sertifikatları verilir. Emissiya qiymətli kağızın (respublikamızda emissiya qiymətli kağızlar-aksiya və istiqraz vərəqəsidir) sertifikatı-emitent (əsasən səhmdar cəmiyyəti) tərəfindən buraxılan və müəyyən sayıda aksiyalara hüquqların məcmusunu təsdiqləyən sənəddir. Sertifikatda qeyd olunan aksiyaların sahibi, emitent şirkətdən ona məxsus hüquqların icrasını tələb edə bilər.

**2. Nominal dəyərli və nominal dəyərsiz olmasına görə:** Əgər aksiya sənədinin üzərində nominal dəyər göstərilmişsə həmin aksiya nominal dəyərli aksiya, göstərilməmişsə nominal dəyərsiz aksiya hesab edilir. Nominal dəyərsiz aksiya buraxan şirkət, bunları kapital bazarlarında təyin edilmiş qiymətlə satacaqdır. Məsələn, bazara nominal dəyərsiz 1.000 ədəd aksiya çıxarılmış və hər aksiya 23.000 man. satılmış isə, şirkətin nizamnamə kapitalı 23.000.000 man. ( $23.000 \times 1.000$ ) məbləğində artırılmış deməkdir. Əgər şirkət 10.000 man nominal dəyərli aksiyadan 1.000 ədədini birinci kateqoriyalı bazarda 23.000 man. sata bilsə, onun nizamnamə kapitalı 10.000.000 man məbləğində artırılmış olacaq, 13.000.000 man. qalıq isə «Emissiya Mükafatı» olaraq şirkətin xüsusi vəsait mənbələrində yer alacaqdır.

Respublikamızda nominal qiyməti olmayan aksiyaların buraxılışı qanunvericilikdə nəzərdə tutulmamışdır. Ancaq digər ölkələrdə xüsusən də ABŞ-da nominal qiymətsiz olan aksiyaların buraxılışı mümkündür.

**3. Qruplaşdırılmış olub olmamasına görə:** Bir səhmdar cəmiyyəti müxtəlif tarixlərdə fond ehtiyaclarını ödəmək məqsədi ilə adı aksiyalar buraxa bilər. Buraxılan bu aksiyalar malik olduqları xüsusiyyət və üstünlüklərə görə qruplara ayrılma bilər. Qruplaşma, aksianın A qrupuna, B qrupuna və

s. qruplara ayıraq aparılır. Məsələn, A qrupuna aid aksiyalara dividendlərin verilməsində və idarəetmədə iştirak baxımından imtiyazlar verilə bilər.

## **4.2. AKSIYANIN MƏCBURİ REKVİZİTLƏRİ**

Aksiyalar qiymətli kağız kimi, müəyyənləşdirilmiş formaya uyğun və məcburi rekvizitləri üstündə əks etdirməklə tərtib olunur. «Qiymətli kağızlar haqqında» Azərbaycan Respublikası Qanunun 8-ci maddəsinin 7-ci bəndinin icrası üçün Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi 1999-cu il noyabrın 19-da «Sənədləşdirilmiş emissiya qiymətli kağızların sertifikatlarının məcburi rekvizitləri»ni müəyyən etmişdir. Bu sənədin 2-ci bəndinə uyğun olaraq aksiya sertifikatında aşağıdakı rekvizitlər göstərilir:

- emitentin (aksiyanı buraxan şəxsin) tam hüquqi adı və hüquqi ünvani;
- qiymətli kağızin adı- «səhm» (aksiya);
- aksiyanın nominal dəyəri;
- aksiyanın kateqoriyası;
- aksiyanın dövlət qeydiyyat nömrəsinin yazılması üçün yer;
- aksiyanın buraxıldığı yer, tarix;
- aksiyanın seriyası, sıra nömrəsi;
- həmin sertifikatda təsdiq edilmiş emitent aksiyalarının sayı;
- həmin dövlət qeydiyyat nömrəsi ilə qeydiyyatdan keçmiş emitentin aksiyalarının ümumi sayı;

- aksiya alıcısının tam adını qeyd etmək üçün yer və ya aksiyanın təqdim edənə olduğu barədə qeyd;
- aksiya sahibinə verilən hüquqların siyahısı;
- emitentin məsul şəxsinin imzası və emitentin möhürü;
- aksiya blankını istehsal edən müəssisənin adı.

Bununla yanaşı, emitentlər, yəni qiymətli kağız buraxan şirkətlər zəruri hesab etdikləri istənilən məlumatları rekvizitlər siyahısına əlavə edə bilərlər.

### **4.3. AKSIYANIN GƏLİRLİLİYİ**

Aksiya sənədinə investisiya qoyan bir investor, investisiyaya ayırdığı vəsaitdən gəlir əldə etməyə ümid edər. Investisiyadan əldə olunan gəlir, investorun gözlədiyi gəlirdən az olarsa, investor həmin aksiyaları investisiya portfelindən xaric edərək fondları daha səmərəli investisiya layihələrinə yönəldəcəkdir. Bu səbəbə, investor tez-tez investisiya portfelində yerləşən qiymətli kağızların gəlirliliyini ölçməyi zəruri hesab edir.

Aksiyanın bir hesabat dövrünə aid gəlirlilik dərəcəsinin hesablanması investorun yuxarıda qeyd olunan zəruriyyətə cavab verə bilər. Bir hesabat dövrünə aid aksiyanın gəlirliliyi aşağıdakı düsturun vasitəsi ilə hesablana bilər.

$$r_t = \frac{(P_{t+1} - P_t) + d_t}{P_t}$$

Düsturda yer alan simvollardan ( $r_t$ ) bir hesabat dövrünə aid gəlirliliyi, ( $P_t$ ) hesabat dövrünün əvvəlindəki

bazar qiymətini, ( $P_{t+1}$ ) hesabat dövrünün sonundakı bazar qiymətini və ( $d_t$ ) həmin dövrə aid dividend məbləğini ifadə edir. Bir səhmdar cəmiyyətinin buraxdığı aksiyaların hesabat dövrünün əvvəlindəki bazar qiyməti 16.500 man., hesabat dövrünün sonundakı bazar qiyməti 18.900 man. və həmin dövrə aid dividend məbləği (aksiya başına) isə 1.500 man. olan aksiya sənədinin bir hesabat dövrünə aid gəlirliliyi aşağıdakı şəkildə hesablanır:

$$p_r = \frac{(18.900 - 16.500) + 1.500}{16.500} = 23,08\%$$

#### **4.4. AKSİYA İLƏ BAĞLI DİGƏR MƏLUMATLAR**

Bu fəsili başa vurmadan öncə, əsasən də adı aksiya sənədləri ilə bağlı bəzi mövzulara toxunmaq məqsədə uyğundur. Bu mövzular, əlavə buraxılan aksiyaların köhnə səhmdarlara üstünlük hüququ ilə satışı, aksiya şəklində dividend verilməsi və aksiya sayının çoxaldılması başlıqları altında şərh ediləcəkdir.

#### **ƏLAVƏ AKSİYA SATIN ALMAQDA ÜSTÜNLÜK HÜQUQU**

Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin 104-ci maddəsinə görə cəmiyyətlərin nizamnamə kapitalı iki yolla artırıla bilər: aksiyaların nominal dəyərini artırmaq və ya əlavə aksiyalar buraxmaq yolu ilə. Bu zaman sui-istifadə və ya saxtakarlıq hallarının qarşısını almaq üçün «Səhmdar cəmiyyəti haqqında» qanun iki şərti müəyyən etmişdir:

- Nizamnamə kapitalı o vaxt artırıla bilər ki, əvvəl buraxılmış bütün aksiyalar az olmamaq şərti ilə ödənilmiş

olsun (əmlak verilməsi yolu ilə artırılması halları istisna olmaqla).

– Cəmiyyətin zərərinin ödənilməsi məqsədi ilə aksiya buraxmaq qadağandır.

Səhmdar cəmiyyətin nizamnaməsində adı və ya digər aksiyalara sahib olan səhmdarların cəmiyyət tərəfindən əlavə buraxılan aksiyaları satın almaqda üstünlük hüququ müəyyənləşdirə bilər. Təcrübədə əlavə aksiyaların bir hissəsinin nominal qiymətlə səhmdarlara (onlara məxsus olan aksiyaların sayına mütənasib olaraq) təklif olunması, digər hissəsinin isə satışa çıxarılması, bütün əlavə aksiyaların əvvəlcə səhmdarlara təklif olunması, səhmdarlar üçün əlavə aksiyaları əldə etmək məqsədi ilə möhlət müəyyən edilməsi və s. hallara rast gəlmək olur. Lakin, köhnə səhmdarlara əlavə aksiya satın almaqda verilən üstünlük hüququnun iki əsas səbəbi vardır:

1. Mövcud səhmdarların nəzarəti əldən buraxmamaq istəyi.
2. Mövcud səhmdarların aksiyalarının bazar dəyərlərinin azalmasının qabağını almaq səyi.

Göstərilən bu səbəbdən birincisinin izahını verməyə çalışaq. Məsələn, 10.000.000 man. nizamnamə kapitalına malik səhmdar cəmiyyəti aksiyalarının 25%-nə sahib olan bir səhmdar, kapitalın 20.000.000 man. qədər artırılması halında buraxılan əlavə aksiyalardan 25%-ni satın alaraq şirkətdəki payını qorumaqla yanaşı, nəzarəti də əldən buraxmış olacaqdır. Yox, əgər səhmdara üstünlük hüququ verilmişsə onun şirkətdəki payı 25%-dən aşağı düşəcək və nəzarət etmə qabiliyyəti zəifləyəcəkdir.

Səhmdarlara üstünlük hüququnun verilməsinin ikinci səbəbini başqa bir misalla açıqlayacaq. Məsələn, X səhmdar cəmiyyətinə məxsus aksiyaların bazardakı qiyməti 48.000

man. və şirkət kapitalı 100% artırılmasına qərar vermiş olsun. Buraxılan əlavə aksiyalar 10.000 man. nominal qiymətlə satışa çıxarılmışdır. Şirkətlə heç bir əlaqəsi olmayan bir investor 10.000 man. ödəyərək bir ədəd aksiya satın alsin. Kapitalın artırılmasından sonra aksiya sənədinin bazar qiyməti 29.000 man. düşəcək və yeni səhmdar qısa müddətdən sonra 19.000 man. qazanc əldə edəcəkdir. Bu qazancın qarşılığında, köhnə səhmdar kapitalın artırılması nəticəsində aksiyaların qiymətində baş verən tənəzzüldən hər aksiya başına 19.000 man. zərər çəkəcəkdir. Yəni, kapitalın artırılması köhnə səhmdardan haqsızcasına yeni səhmdara 19.000 man. vəsaitin transfer edilməsinə səbəb olmuşdur. Bu cür halların yaranmasına əngəl olmaq məqsədi ilə, şirkət müdürüyyəti köhnə səhmdarlara əlavə aksiya satın almaqda üstünlük hüququ verərək, nəzəri cəhətdən onlara məxsus aksiyaların bazar qiymətlərinin azalmasının qarşısını alır. Bunun üçün yuxarıda da qeyd etdiyimiz kimi, əlavə buraxılan aksiyalar mövcud səhmdarlara nominal qiymətlə satılmalıdır.

Səhmdar cəmiyyəti kapitalını artırdığı təqdirdə mövcud səhmdarlara üstünlük hüququ vermək məcburiyyətindədir. Mövcud səhmdarlar isə bu hüquqdan istifadə edərək yeni aksiya ala bilər ya da bu hüququ başqasına verə bilər. Başqasına verilən hüququn satış qiyməti, şübhəsiz kapital bazارında olan təklif və tələbə görə təyin ediləcəkdir. Lakin bu qiymət, əlavə aksiya satışından sonra şirkətin bir aksiya sənədi üçün formallaşan qiymət ilə çıxarılan əlavə aksiyanın satış qiyməti arasındakı fərqin, əlavə bir ədəd aksiya satın ala bilmək üçün lazımı aksiya sayına bölünməsi ilə tapılan qiymətdən yüksək ola bilməz.

Əlavə aksiya buraxılışından sonra kapital bazarında formallaşan yeni qiymətini ( $M$ ), əlavə aksiya satış qiymətini ( $S$ ) və əlavə bir ədəd aksiya satın ala bilmək üçün lazımı aksiya sayını ( $N$ ) simvolları ilə göstərsək, bir ədəd əlavə

aksiya satın almaq hüququnun ( $R$ ) kapital bazارında formalaşacaq qiyməti aşağıdakı düstur vasitəsilə hesablana bilər:

$$R = \frac{M - S}{N}$$

Bunu bir nümunə ilə açıqlayaq. Məsələn, kapital artırılması ilə əlavə aksiyaların buraxılışından sonra bir aksiyanın kapital bazarında formalaşan qiyməti 25.000 man., əlavə buraxılan aksiyaların satış qiyməti 10.000 man. və bir ədəd əlavə aksiya satın almaq üçün lazımi aksiya sayı 10 ədəd olsa əlavə bir ədəd aksiya satın almaq hüququnun qiyməti aşağıdakı formada hesablana bilər:

$$P = \frac{25.000 - 10.000}{10} = 1.500 \text{ ман}$$

Gördüyüümüz kimi, mövcud səhmdara əlavə aksiya buraxılışından faydalanaq üçün verilən üstünlük hüququnun qiyməti 1500 man-dir. Həmin nəticəni hesablamada, aksiyaların kapital artırılmasından əvvəl sahib olduğu qiymət istifadə olunaraq da əldə etmək mümkündür. Bunun üçün hesablamada istifadə olunan düsturda dəyişiklik etmək zəruridir.

$$P = \frac{M_o - C}{H + 1}$$

İkinci düsturda yer alan ( $M_o$ ), əlavə aksiya buraxılışından əvvəlki aksiyaların bazar qiymətini ifadə edir. Yuxarıdakı misalda, aksiyanın kapital artırılmasından əvvəlki bazar qiyməti 26.500 man. olsa idi, ikinci düsturdan istifadə edərək müəyyən ediləcək üstünlük hüququnun bazar qiyməti yenə də 1.500 man. olardı:

$$P = \frac{26.500 - 10.000}{10 + 1} = 1.500 \text{ ман}$$

Aksiyanın bazar qiyməti kapital artırılmasından sonra nəzəri cəhətdən 25.000 man. olacaqdır. Bu nəzəri qiymət sadə formada hesablanı bilər. Əlavə bir ədəd aksiya sənədi satın almaq hüququna malik olan mövcud səhmdarın investisiya portfelində 10 ədəd aksiya vardır və aksiyaların cəmi dəyəri 265.000 man-dır. Mövcud səhmdar üstünlük hüququndan istifadə edərsə, 10.000 man. ödəyərək bir ədəd əlavə aksiya satın alacaqdır. Səhmdarın sahib olacağı aksiyaların sayı 11 ədəd, investisiyanın cəmi dəyəri isə 275.000 man. və bir aksiyanın dəyəri 25.000 man. olacaqdır.

İki düsturda istifadə olunan əlavə aksiya buraxılışından əvvəlki və sonrakı aksiyanın bazar qiymətləri arasında 1.500 man-lıq fərq müşahidə olunacaqdır. Bir üstünlük hüququnun qiyməti də 1.500 man. olaraq müəyyən edilmişdir. Bu bərabərlik təsadüfən yaranmayıb, bazarın normal işləməsinin təbii nəticəsidir. Əlində 10 ədəd aksiya olan bir investor 1 ədəd əlavə aksiya satın ala biləcəkdir. Əlavə aksiya buraxılışından əvvəlki bazar qiyməti 26.500 man. olduğuna görə, mövcud səhmdarın sərvəti 265.000 man təşkil etməkdədir. Səhmdar üstünlük hüququndan istifadə etməzsə, 10 ədəd aksiyaya sahib olduğundan sərvəti 250.000 man. düşəcəkdir. Zərəri 10 aksiya üçün 15.000 man. və bir

aksiya üçün isə 1.500 man. təşkil edəcəkdir. 10 ədəd üstünlük hüququnu təsdiqləyən sənədə sahib olan investor və ya yeni səhmdar, əlavə aksiya buraxılışından faydalana maq və 10.000 man. ödəyərək bir ədəd aksiya satın alacaqdır. Əgər investor üstünlük hüququnu təsdiqləyən sənədləri mövcud səhmdardan pulsuz almışsa onun qazancı (əgər aksiyanın göləcəkdəki qiyməti 25.000 man. olarsa) 15.000 man. olacaqdır. Mövcud səhmdar üstünlük hüququnu təsdiqləyən sənədləri havayı versə idi, onun zərəri 15.000 man. təşkil edəcəkdir. Şübhəsiz, mövcud səhmdar bu zərərə razi olmayacaq və üstünlük hüququnu təsdiqləyən sənədin hər birini 1.500 man. satmaq istəyəcəkdir. Yeni səhmdar isə əlavə aksiya buraxılışından sonra aksiya qiymətinin 25.000 man. olacağına inanırsa bir ədəd üstünlük hüququnu təsdiqləyən sənədi satın almaq üçün 1.500 man. ödəməyə razi olacaqdır. Elə bu səbəbdən köhnə qiymətlər ilə təzə qiymətlər arasındaki fərq, bir üstünlük hüququnu təsdiqləyən sənədin qiymətinə bərabərdir.

Üstünlük hüququnu təsdiqləyən sənədin bazar qiymətinin formallaşmasına təsirini göstərən birinci dərəcəli amil, əlavə aksiya buraxılışından sonra aksiyanın proqnozlaşdırılan qiymətidir. Yeni səhmdar bu qiymətin yüksək olacağına inanırsa, üstünlük hüququnu təsdiqləyən sənədi almaq üçün daha çox pul ödəməyə meyl göstərəcəkdir. Şübhəsiz ki, düstur vasitəsilə üstünlük sənədi üçün təyin edilən qiymət nəzəri bir qiymətdir. Çünkü bazarda formallaşan qiymət təklif və tələbin təsiri altında formalşaçaqdır. Buna baxmayaraq, hesablanan qiymət bazar qiymətinin bu səmtdə formallaşmasına təkan verəcəkdir.

Göründüyü kimi, riyazi cəhətdən, aksiya sahibi ona verilən üstünlük hüququnu satmaqla və ya ondan istifadə etməklə nə qazanc, nə də zərər əldə edəcəkdir. Şübhəsiz, aksiya sahibi ona verilən üstünlük hüququnu satmayı və ya

ondan istifadə etməyi unutmuşsa, həmin şəxs hər iki halda zərər çəkmiş olacaqdır.

## DİVİDENDLƏRİN AKSİYA ŞƏKLİNDE VERİLMƏSİ

Bir səhmdar cəmiyyəti yığılan bölüşdürülməmiş mənfəət paylarını (dividendləri) ya nağd pul formasında, ya da buraxdığı əlavə aksiyalar formasında səhmdarlara paylaya bilər. Dividend səhmdar cəmiyyətinin xalis mənfəətinin səhmdarlar arasında bölüşdürülen hissəsi olduğu üçün dividend olaraq səhmdarlara əlavə aksiya verilməsi ilə şirkətə yeni fondların cəlb edilməsi baş verməyəcək. Ümumiyyətlə, Azərbaycanda qüvvədə olan qanunvericilik aktları bu məsələ ilə bağlı çox cüzi normalar müəyyən etməklə yanaşı, heç bir məhdudiyyət qoymadıqından, səhmdar cəmiyyətləri yuxarıda qeyd olunan formada dividend verə bilərlər.

Səhmdar cəmiyyətinin nağd pul formasında yox, məhz əlavə aksiya buraxması ilə dividendlərin verilməsinə səy göstərməsini bir nümunə ilə açıqlayaq. Məsələn, nominal dəyəri 5.000 man. olan 20.000 ədəd adı aksiya sənədi ilə təmsil edilən 100.000.000 man. nizamnamə kapitalına malik olan səhmdar cəmiyyətinin bölüşdürülməmiş dividendlərinin cəmi 150.000.000 man. olsun. Əgər bu səhmdar cəmiyyəti kapitalının 25% qədər dividend verilməsi qərarını alarsa, o, əlavə buraxılan aksiyalar üçün bir nominal qiymət təyin etməli olacaqdır. Misalımızda həmin nominal qiymət hər 1 ədəd əlavə aksiya üçün 5.000 man. olaraq təyin edilərsə, şirkətin əlavə aksiya şəklində dividendlərin ödənilməsindən sonra nizamnamə kapitalı 125.000.000 man. qədər artacaq ( $100.000.000 + 100.000.000 \times 25\%$ ), bölüşdürülməmiş dividendləri 150.000.000 man-dan 125.000.000 man. düşəcəkdir. Cəmiyyətin tə davüldə olan aksiyalarının sayı isə 20.000 ədəddən 25.000 ədədə qədər artacaqdır. Bir şeyi də qeyd etmək yerinə düşərdi ki, «bölüsdürülməmiş

dividendlər» termini, şirkətin keçən illərdən qalan və səhmdarlarına verilməyən dividend boclarını ifadə edir.

Dividendlərin aksiya şəklində verilməsi, irəlidə haqqında məlumat verəcəyimiz aksiya sayının çoxaldılmasına bənzəyir və çoxaldılmanın nəticələrini yaradır.

## AKSİYA SAYININ ÇOXALDILMASI

Aksiya sayının suni şəkildə çoxaldılması, şirkət aksiyalarının bazar qiymətlərinin azaldılması məqsədi ilə həyata keçirilir. Xüsusən, şirkətə məxsus aksiyaların bazar qiymətləri kəskin dərəcədə artmış olduğu və həmin aksiyalara tələbin azallığı hallarda aksiya sayının çoxaldılması müşahidə olunur. Çunkü aksiyalara olan tələbin azalması qiymət artmalarının zəifləməsinə gətirib çıxarır ki, bu da şirkət müdürüyyətini tələbin artırılması istiqamətində ölçü götürməyə vadər edir.

Bir səhmdar cəmiyyəti bir aksiya sənədini bir neçə paya böldüyü və bir aksiya sənədi müqabilində birdən çox sayıda aksiya verdiyi halda, aksiya sayını çoxaltmış olur. Məsələn, bazar qiyməti 50.000 man. və nominal dəyəri 10.000 man. olan bir aksiyani iki yerə bölən səhmdar cəmiyyəti, 10.000 man. nominal dəyərli mövcud bir ədəd aksiyani geri alaraq onun yerinə səhmdara nominal dəyəri 5.000 man. olan iki ədəd aksiya sənədi verəcəkdir. Bu yolla cəmiyyət kapital bazارında tə davül edilən aksiyaların sayını iki dəfə çoxaltmış olacaqdır.

Aksiya sənədləri sayının çoxaldılmasından sonra səhmdarlara verilən aksiyaların bazar qiymətləri, şübhəsiz azalacaqdır. Dəyişdirilən aksiyanın bazar qiymətinin bir aksiya üçün səhmdara verilən aksiya sayına bölünməsi, bize əlavə buraxılan aksiyanın nəzəri bazar qiymətini verəcəkdir.

Məsələn, bazar qiyməti 60.000 man. olan aksiya sənədi əlavə buraxılan üç ədəd aksiya ilə dəyişdirildiyi halda, yeni aksiyanın bazar qiyməti ən çox 20.000 man. olacaqdır. Nəticənin bu şəkildə formalaşması təbiidir. Çünkü əlavə aksiyalar, dəyişdirilən köhnə aksiyaların yerini tutmuş və onların malik olduğu maliyyə riskini öz aralarında bölüşdürülmüşdür.

Yuxarıda qeyd etdiyimiz kimi, səhmdar cəmiyyətinin aksiya sayını çoxaltmasının əsas səbəbi, cəmiyyətə məxsus aksiya qiymətlərinin həddindən artıq yüksəlməsidir. Bununla yanaşı, səhmdar cəmiyyətləri əlavə aksiya buraxaraq, yəni aksiya sayını çoxaldaraq, aksiya qiymətini sünə şəkildə azaldaraq onları alıcılar üçün cəzb edici edə bilər. Aksiya sayının çoxaldılmasının bir başqa səbəbi də, aksiya başına düşən dividend məbləğinin şirkət tərəfindən gələcəkdə artırılmasının planlaşdırılmasıdır. Adətən, kapital bazarında müşahidə edilən aksiya sayının çoxaldılması əməliyyatı inkişafın, səmərəlilik artımının, daha yüksək dividendlərin verilməsinin və daha yüksək bazar qiymətinin xəbərçisi kimi şərh edilir.

## **5-Cİ FƏSİL. DİGƏR QİYMƏTLİ KAĞIZLAR**

Kapital bazarlarında, investorun öz vəsaitlərini səmərəli şəkildə investisiya etmək üçün ixtiyarında olan və klassik alətlər hesab edilən aksiya və istiqrazla yanaşı, yeniliyi və müxtəlifliyi ilə nəzərə çarpan qiymətli kağızlar da dövriyyəyə çıxarılmışdır. Bunların sayı zaman ötdükçə artmaqdır, mövcud qiymətlilərin növlərinə yeniləri əlavə olunmaqdadır. Kitabımızın bu fəsilində dünya kapital bazarlarında və həmçinin Azərbaycanın kapital bazارında istifadə olunan əsas və ən populyar qiymətli kağız növləri barədə məlumat verilmişdir.

### **5.1. GƏLİRİLİ İSTİQRAZ**

Gəlirli İstiqraz (Income Bond) şirkətin borc məbləğini ödəməsi öhdəciliyi şərtlə emissiya olunur və faiz məbləğləri yalnız şirkətin mənəfəet əldə etdiyi hallarda ödənilir. Başqa sözlə bu qiymətli kağız növü şirkətin əldə etdiyi mənəfəetin ödəniş üçün kifayət hesab edildiyi halda öz sahibinə gəlir gətirəcəkdir. Ödəmə öhdəciliyinin yerinə yetirilmədiyi hallarda şirkət fəaliyyətinin məhkəmə yolu ilə dayandırılması tələb etmək qeyri-mümkündür. Gəlirli itsiqraz bu xüsusiyyəti xaricində tamamilə istiqraz vərəqəsinə bənzəyir.

Gəlirli istiqrazlar xüsusən faiz qazancını haram bilən əmanətçilərin vəsaitlərindən istifadə etmək məqsədi ilə «mənəfəetə ortaqlığı təsdiqləyən sənəd» adı ilə əsasən İslam ölkələrində dövriyyəyə buraxılır. Dövriyyəyə buraxılan bu

sənədlərin müddəti üç və ya beş il olur. Faiz ödəmələri isə hər altı aydan bir həyata keçirilir.

Bu növ qiymətli kağızın Respublikamızda tətbiqi yoxdur.

## **5.2. MƏNFƏƏT VƏ ZƏRƏRƏ ORTAQLIĞI GÖSTƏRƏN SƏNƏD**

Mənfəət və zərərə ortaqlığı göstərən sənəd öz sahibinə, emitent şirkətin səhmdarı statusunu verməyib yalnız mənfəətdən müəyyən pay almaq hüququnu verir. Sənədin Gəlirlili İstiqrazdan əsas fərqi, sadəcə mənfəətə yox, həmçinin zərərə ortaqlığı təsdiqləməsidir.

Yuxarıda deyilənlərlə yanaşı, onu da qeyd etmək yerinə düşərdi ki, bu növ qiymətli kağızın dövriyyəyə buraxılmasına, gəlirlili istiqrazdakı kimi İslam Dünyasında populyarlıq qazanması səbəb olmuşdur. Bu səbəbin əsası isə İslam aləmində faizin haram qəbul edilməsi ilə izah olunur.

## **5.3. VARLIQ ƏSASLI QİYMƏTLİ KAĞIZ (VƏQK)**

Ümumiyyətlə, VƏQK emitentin başqalarından təhvil aldığı debitor borclarına əsasən, bu borcların gətirəcəyi gəlirlə birlikdə geri ödəmək şərti ilə emissiya edilən qiymətli kağızdır. Fonda ehtiyacı olan şirkətlər, bu ehtiyaclarını onlara məxsus debitor borclarını təminat kimi göstərərək alıqları bank kreditləri ilə, həmin borclarını bir «faktorinq» şirkətinə sataraq və ya bu borcları mal aldığı şirkətə təhvil verərək ödəyə bilər. Yalnız borcların geri alına bilməməsi riski mövcuddur. Bu riski isə «faktorinq» şirkəti aradan qaldırıbilər. Belə ki, «faktorinq» şirkəti debitor borclarını fonda ehtiyacı olan şirkətdən diskontla alaraq həmin borclara əsasən «Varlıq Əsaslı Qiymətli Kağız» buraxacaqdır. Buraxılan bu sənəd bir tərəfdən fonda ehtiyacı olan şirkəti borcların geri alınmaması riskindən qurtarır. Digər tərəfdən isə başqa şirkətdən debitor borclarını

diskontla satın alan «faktorinq» şirkəti borcların geri alınmaması riskini əldə olunan məzənnə fərqi hesabına azalda bilər.

VƏQK-nın emissiyasında izlənən yol və emissiya ərzində iştirak edən tərəflər bu şəkildə açıqlana bilər. Debitor borclarına sahib olan şirkət bu borclarını Xüsusi Məqsədli Şirkətə (Special Purpose Corporation) və ya bir Trast şirkətinə transfer edər. Bu vasitəçi qurum alınan debitor borclarını əsas tutaraq özü VƏQK emissiya edərək maliyyə bazarında investorlara satar. Borclu olanlar, vaxtı çatan borclarını ya «Xidmət Agentliyinə (service agency)» ya qiymətli kağızları buraxan şirkətə-trasta ödəyəcəklər. Ödəniş nəticəsində əldə olunan vəsaitlə qiymətli kağızlar geri ödənilir.

«Varlıq Əsashi Qiymətli Kağız» buraxılışına əsas təşkil edən debitor borcları üç ay, altı ay, doqquz ay və bir il müddətli qruplara ayrırlaraq qiymətli kağızların dövriyyə müddətləri ilə borcların müddətləri eyniləşdirilir. Beləliklə, qiymətli kağızların vaxtında geri ödənilməsi üçün lazımı vəsaitin, nəzəri cəhətdən tədarükü təmin edilmiş olur. VƏQK buraxan vasitəçi qurum, bu debitor borclarını sahibi olan şirkətdən diskontla alaraq, varlıq əsashi qiymətli kağızları satın alan investorlara eyni şəkildə transfer etdiyi üçün debitor borcunun nominal dəyəri ilə diskontlu dəyəri arasındaki fərqlər, vasitəçi və investorun ümumi gəlirini təşkil edir. Məsələn, emissiyaya vasitəçilik edən vasitəçi qurum nominal dəyəri 20.000 man. olan bir debitor borcunu şirkətdən 12.000 man-a satın alır, özünə məxsus qiymətli kağız buraxır (VƏQK). Bu qiymətli kağızin ödəniş tarixində ödəniş qiyməti 20.000 man-dır. Vasitəçi həmin qiymətlini investora 16.000 man-a satır. Beləliklə, vasitəçi qurumun keçirdiyi əməliyyat nəticəsində əldə edəcəyi gəlir 4.000 man., investorun gəliri isə yenə də 4.000 man., təşkil edəcəkdir.

## **5.4. VARRANT**

Varrant adını daşıyan qiymətli kağız nəzəriyyəyə görə iki formada tərif edilə bilər:

- Varrant – Anbardan verilmiş və anbara yerləşdirilmiş əmtəəyə mülkiyyət hüququnu təsdiqləyən sənəddir.
- Varrant – Qeyd olunmuş qiymət ilə təyin olunmuş müddət ərzində hər hansı şirkətin aksiya və istiqrazlarının alınması üçün sahibinə üstünlük hüququ verən sənəddir.

Yuxarıda göstərilən iki tərif formalarından ikinci variantı bizim mövzumuza daha uyğun olduğu üçün, bu tərif ətrafında zəruri məlumatın verilməsi məqsədə uyğundur.

Bu sənəd, işləkliyi və məzmunu baxımından irəlidə barəsində məlumat verəcəyimiz opson sənədinə bənzəyir. Opciondan fərqi ondan ibarətdir ki, opcionun şirkətlə heç bir əlaqəsi olmayan bir şəxs tərəfindən buraxılmasının əksinə, warrant, həmin sənəddə satış üçün nəzərdə tutulan aksiya və istiqrazi buraxan şirkət tərəfindən emissiya edilir və müəyyən bir satış qiymətinə malik olmur. Varrant, şirkətin buraxdığı istiqraz və ya imtiyazlı aksiya ilə birlikdə verilir. Beləcə, şirkətin buraxdığı istiqraz və ya imtiyazlı aksiyanın investor üçün cəlb edici olması təmin olunur. Bununla yanaşı, warrant sənədinin şirkət menecerlərinin maaşlarına əlavə mükafat kimi verildiyi də müşahidə oluna bilər.

Varrant sahibi, şirkətin mənfəətinə və ya kapitalına ortaq ola bilməz. Sadəcə olaraq, şirkətin təkrar emissiyasından faydalananaraq əlavə aksiyanı müəyyən qiymətə satın almaq hüququnu əldə edir.

Varrant sənədi də opsiyon sənədi kimi öz sahibinə onu başqasına satmaq hüququnu verərək varrant üçün təkrar və ya ikinci kateqoriyalı bazarın formallaşmasına zəmin yaradır. Varrant bazarının formallaşa bilməsi üçün, sənədin predmeti olan aksiyanın bazar qiyməti sənəddə göstərilən qiymətdən artıq olmalıdır. Mövzunu bir misalla açıqlayaq: Məsələn, varrant, sahibinə iki ədəd aksiyanı ədədini 35.000 man-dan satın almaq hüququnu vermişsə və varrantın dövriyyə müddəti ərzində aksiyanın bazar qiymətinin 44.000 man. olacağı proqnoz edilirsə, varrantın istifadə edilərək aksiyanın satın alınması varrant sahibinə hər aksiya ədədi üçün 9.000 man. qazanc gətirəcəkdir. İki ədəd aksiya üçün toplam qazancın 18.000 man. təşkil etməsi varrant sənədinin başqa investorlar tərəfindən qiyməti 18.000 man-a qədər olmaq şərti ilə satın alınmasına şərait yaradacaqdır.

## 5.5. REPO VƏ ƏKS-REPO

Repo qiymətli kağızları geri satın almaq öhdəliyi ilə satılması, əks-repo isə qiymətli kağızları geri satmaq öhdəliyi ilə satın alınması kimi tərif edilir. Əməliyyat geri satın almaq zəmanəti ilə qiymətli kağız sataraq fond əldə edən şəxs baxımından repo, qarşı tərəf baxımından isə əks-repo olaraq tanınır. Əməliyyatın başlanğıcında borc pul verilərək qarşılığında qiymətli kağız alınır, sonunda isə qiymətli kağız borc verənə geri verilir və borcu alan, aldığı pulu əlavə faizlə geri qaytarır.

Repo əməliyyatının gerçekleşdirilməsi, əks- reponun öz-özünə gerçekleşməsinə yol açır. Reponun müddəti 1 gecədən 30 günədək və ya daha çox müddətli ola bilər. Repo əməliyyatı qiymətli kağızların ikinci kateqoriyalı bazarlarda satılmasına və müəyyən müəssisələr tərəfindən təkrar geri satın alınmasına şərait yaradır.

Repoda istifadə olunan qiymətlilər qısa müddətli olduğu kimi, uzun müddətli də ola bilər. Repo əməliyyatına

səbəb olan qiymətli kağızlar, borc verən şəxs baxımından təminat olaraq qəbul olunması ilə yanaşı, müddət, tərəflərin ixtiyarına görə müəyyən edilir və pul bazarının təklif etdiyi seçim növlərinə görə daha qısa müddətli ola bilər.

Repoda qiymətli kağız sahibi olan bir bank satdığı sənədi, satış anında qərarlaşdırılan bir tərixdə və müəyyən edilən qiymətlə geri satın almaq öhdəliyi ilə rəsmiləşdirir. Burada sadəcə olaraq satıcı öhdəliyinin olmasından dolayı, alıcı şəxs satışın bağlandığı gündən sonadək üstünlük hüququnu əldə etməkdədir. Bu səbəblə, qiymətli kağızın bazar qiyməti, müəyyən edilən qiymətdən artıq olarsa, alıcı şəxs həmin qiymətlini satmaq hüququndan istifadə etməyə bilər. Əks-repoda isə əksinə, yalnız alıcıının, qiymətli kağızları satıcıya geri satmaq öhdəliyi mövcuddur.

Təcrübədə repo adı altında, həm satıcıının, həmçinin də alıcıının qarşılıqlı öhdəlikləri başa düşülür. Repo əməliyyatlarının geniş tətbiq olunmasının əsas səbəbi, bankların, qanunların yaratdığı maniələrdən kənar qalaraq, müəssisələrin və fərdi investorların vəsaitlərini yüksək faiz müqabilində istifadə etmələridir.

Repo və əks-repo əməliyyatlarına səbəb kimi göstərilə biləcək qiymətli kağızlar, dövlət istiqrazları, xəzinə vekselləri, xəzinə borcları və digər müəssisələrin, təşkilatların və bankların borc öhdəciliklərini əks etdirən borc sənədləridir. Repo əməliyyatları bu xüsusiyyətinə görə təminat xarakterini daşıyan maliyyə əməliyyatları hesab edilir. Bu səbəbə, repo əməliyyatlarında öhdəciliklərin yerinə yetirilməməsinin riski çox azdır. Repo və əks-repo əməliyyatları üçün tərəflər arasında bir saziş bağlanmalıdır.

Repo və əks-repo əməliyyatlarında, qiymətli kağızlar alıcıya təhvil verilir və ya satış çərcivəsində əməliyyatın müddəti bitənədək depozitaridə alıcı adına açılan depo hesabında saxlanılır.

Repo əvvəl ABŞ-da, sonra isə Avropada geniş tətbiq sahəsi tapmış olan bir maliyyə əməliyyatıdır. ABŞ-da federal hökumətlərin və bələdiyyələrin artıq vəsaitlərini banklara və ya dövlət qiymətli kağızlarına investisiya etmək məcburiyyəti vardır. Bu səbəbə repo bazarının inkişafı üçün lazımi mühit yaranmışdır. Bununla yanaşı, Dünya Bankı kimi beynəlxalq maliyyə institutları və xarici Milli Banklar ABŞ repo bazarına fond transfer edən əsas quruluşlar idi.

Azərbaycanda repo və əks-repo əməliyyatlarının aparılması 2001-ci il Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsində «Dövlət qısamüddətli istiqrazları ilə Azərbaycan Respublikası Milli Bankının Repo\Əks-repo əməliyyatlarının aparılması haqqında müvəqqəti qaydalarının» təsdiqlənməsi ilə mümkün olmuşdur. Bu qaydalara uyğun olaraq aparılan repo və əks-repo əməliyyatları Milli Bank ilə müvəkkil bank arasındaki qarşılıqlı öhdəlikləri rəsmiləşdirən maliyyə əməliyyatlarıdır.

Respublikamızda repo bazarının yeni yaranması və dövriyyədə olan qiymətli kağız növlərinin az olması ilkin mərhələdə yalnız dövlət qısamüddətli istiqrazları üzrə əməliyyatların aparılmasını mümkün edir. Yalnız zaman keçdikçə qiymətli kağız növlərinin artması repo bazarının nəinki banklar, həmçinin də fərdi investorlar baxımından cəlb edici olmasına götürib çıxaracaqdır.

Repo əməliyyatlarından əldə olunan gəlirin hesablanmasında aşağıdakı düstur istifadə oluna bilər:

$$R_q = [((f * n / 365) + 1)] * A$$

$R_q$  - Repo qazancıdır;

f – Faiz dərəcəsidir;

n – Gün ilə sayıdır;

A – Əməliyyatın qiymətidir.

Misal üçün, 20 milyard man., 10 günlüyünə 40% -lə repoya qoyulsa, başlanğıcdakı məbləğ,

$$R_q = [((0,40 * 10 / 365) + 1)] * 20.000.000.000$$

$R_q = 20.219.178.082$  olacaqdır.

## 5.6. OPSİON

Opsion, öz sahibinə müəyyən edilmiş müddət ərzində və ya sonunda, qabağcadan təyin olunmuş qiymətlə, qiymətli kağızı satın almaq və ya satmaq hüququnu qazandıran bir kontraktdır. Bu sənəd əsasən ikinci kateqoriyalı kapital bazarının instrumenti hesab edilir. Əgər opson, qiymətli kağızlar birjasında kotirovkaya alınmışdırsa birjada və sərbəst bazarda, kotirovkaya alınmamışdırsa sadəcə sərbəst bazarda alınıb satınlan bir qiymətli kağız hesab olunacaqdır.

Opsion kontraktında iki tərəf mövcuddur. Birinci tərəf opsonu yazan şəxsdir. Bu şəxs, müəyyən bir qiymətli kağızı, əsasən aksiyani, müəyyən şərtlərlə gələcəkdə satmaq və ya satın almaq öhdəliyini daşıyır. İkinci tərəf isə, opsonu satın alan şəxsdir ki, bu şəxs müəyyən məbləğ ödəyərək satın aldığı opson sənədi ilə həmin sənəddə şərtləndirilmiş aksiyani satın və ya satın almaq hüququnu qazanır. Opsonu yazan şəxs satın almaq və ya satın almaq öhdəliyini öz üzərinə götürdüyü halda, satın alan şəxs bu öhdəliyi daşımır.

Yazılan opson, bir səhmdar cəmiyyətinin dövriyyədə olan aksiyaları əhatə etməsinə baxmayaraq, həmin opsonu yazanın o aksiyaları buraxan şirkətlə heç bir nə hüquqi, nə də iqtisadi əlaqəsi yoxdur. Opsonu yazan şəxs, səhmdar cəmiyyəti ilə əlaqəsi olmayan bir investordur. Opson sənədini yazan investor həmin sənədi başqa investorlara müəyyən qiymətlə satmağa səy göstərər. Bu qiymət «Opson

Mükafatı» kimi qələmə verilir. Opcionda şərtləndirilən aksiyanın opsiyon sənədində göstərilən alqı və ya satqı qiyməti «Tətbiqi Qiymət-Exercise Price» adlandırılır. Bəzi opsiyonlar öz sahiblərinə onlardan yalnız kontraktın müddəti bitəndən sonra istifadə etmək hüququnu qazandırır. Bu cür opsiyonlar «Avropa Tipli Opcionlar» kimi tanınırlar. Opcionu, onun müddəti ərzində tətbiq etmək hüququnu verən opsiyonlar isə «Amerika Tipli Opcionlardır».

İnvestorların opsiyon yazarkən əsas məqsədi, opsiyon emissiyası ilə gəlir əldə etməkdir. Lakin gəlir əldə etmək ümidi, zərərə də çevrilə bilər. Opcionu satın alan şəxs, yəni ki opsiyon sahibi, opsionda şərtləndirilmiş aksiyaların bazar qiymətlərində baş verən dəyişikliklər nəticəsində qazanc əldə etməyi proqnozlaşdırır. Həmin şəxs proqnozun yalnız verilməsi halında opsiyonu satın almaq üçün ödədiyi məbləği itirmək təhlükəsi ilə üzləşə bilər. Verilən açıqlamalar açıq-ashkar göstərir ki, opsiyon sənədi spekulyativ qazancın əldə olunmasına xidmət göstərən bir qiymətli kağızdır. Opcion sənədini satın alan şəxs opsiyon müddətinin qurtarma tarixinə qədər gözləyərək, orada göstərilən aksiyaları sata və ya satın ala bilər və ya həmin müddət ərzində opsiyon sənədini bazarda formalaşan qiymətlə başqasına sata bilər. Satqı bir opsiyon birjasında və ya sərbəst bazarda vasitəçi ilə və ya vasitəçisiz həyata keçirilir. Opcion birjasında ancaq kotirovkaya alınmış opsiyon sənədləri vasitəçilərin köməkliyi ilə satıla bilər.

Opcionlar öhdəliyin növünə görə iki cürdür: alıcı opsiyonları (call options) və satıcı opsiyonları (put options).

Satıcı opcionu, həmin sənədi satın alan investora, opsiyonu yazan investora təyin olunmuş sayda qiymətli kağızı, opsionda qeyd olunmuş tarixdə və ya tarixə qədər sənəddə göstərilmiş qiymətlə satmaq hüququnu verir. Qabaqcadan müəyyən olunmuş müddət ərzində və ya

sonunda satıcı opsiyonunun sahibi, opsionda göstərilmiş qiymətlə opsiyonu yazan şəxsə müraciət edərək həmin sənəddə şərtləndirilmiş qiymətli kağızları sata bilər.

Satıcı opsiyonunu bir misalla açıqlamamız yerinə düşərdi. Tutaq ki, A investoru, F səhmdar cəmiyyətinin ikinci kateqoriyalı bazarda tədavül edilən və o tarixdəki bazar qiyməti 36.000 man. olan aksiyani 90 gün ərzində 50.000 man. satın almaq öhdəliyini daşımaq şərti ilə 10 ədəd opsiyon sənədi yazmış və hər opsiyon sənədini qiyməti 4.000.000 man.-dan satışa çıxarmışdır. Hər opsiyon sənədi onu satın alan şəxsə 1.000 ədəd aksiyani satmaq hüququnu qazandırır. 4.000.000 man. ödəyərək bir ədəd opsiyon sənədini satın alan B investoru 90 gün ərzində aksiyanın bazar qiyməti 50.000 man. aşağı, məsələn, 40.000 man. olduğu halda, A investoruna müraciət edərək ona 1.000 ədəd aksiyani satacaqdır. Belə olduqda B investorunun kapitalında, 40.000.000 man. aksiya və 4.000.000 man. opsiyon sənədi üçün cəmi 44.000.000 man. ödəniş müqabilində ümumən 50.000.000 man., xalis isə 6.000.000 man. artma qeyd olunacaqdır. Deməli, B investoru həmin əməliyyatdan 6.000.000 man. xalis qazanc əldə edəcəkdir. A investoru isə bazar qiyməti 40.000 man. olan 1.000 ədəd aksiya üçün 50.000.000 man. ödədikdən sonra ümumən 10.000.000 man., ancaq opsiyon satışından 4.000.000 man. qazanc əldə etdiyi üçün xalis 6.000.000 man. zərər çəkəcəkdir.

Əgər aksiyanın bazar qiyməti 50.000 man.-dan artıq olsa idi, B investoru opsiyon sənədinin ona verdiyi hüquqdan istifadə etməyəcək və sadəcə opsiyon sənədini satın almaq üçün ödədiyi 4.000.000 man. civarında zərər çəkəcəkdir. Bunun müqabilində isə A investoru opsiyon sənədinin satışından əldə etdiyi 4.000.000 man. məbləğində qazanca sahib olacaqdır.

Alici opsiunu isə opsiyon sənədini satın alan investora opsiunu yazan şəxs dən müəyyən sayıda qiymətli kağızı, opsionda qeyd olunmuş tarixdə və ya bu tarixə qədər sənəddə göstərilmiş qiymətlə satın almaq hüququnu verir. Opsiunu yazan investor bu opsiunu investorlara özünün təyin etdiyi qiymətlə təklif edər. Opsiunu satın alan investor, ya opsiyon sənədində rəsmiləşdirilən hüquqdan istifadə edərək opsiunu yazan şəxsə ona sənəddə şərtləndirilən aksiyaların satılması üçün müraciət edəcəkdir, ya da tətbiqi qiymətin bazar qiymətindən çox olduğu zaman həmin hüquqdan istifadə etməyəcəkdir.

Alici opsiونunun fəaliyyət formasını bir misalla açıqlayaq. Tutaq ki, S investoru, Z səhmdar cəmiyyətinə məxsus və ikinci kateqoriyalı bazarda dövriyyə edən 54.000 man. cari qiymətli aksiyani 58.000 man. qiymətinə, 60 gün ərzində satınmaq öhdəliyini daşımaq şərti ilə 10 ədəd opsiyon sənədini emissiya etmiş və hər sənədin ədədini 3.000.000 man. qiymətlə satışa çıxarmışdır. Hər opsiyon sənədi 1.000 ədəd aksiyani satın almaq hüququnu özündə əks etdirir. D investoru 3.000.000 man. ödəyərək bir ədəd opsiyon sənədini satın almışdır. 60 gün ərzində sənəddə şərtləndirilən aksiyanın bazar qiyməti 68.000 man. qədər artmışdır. Belə halda D investoru, opsiunu yazan şəxsə müraciət edərək ona sənəddə göstərilən və bazar qiyməti 68.000 man. olan 1.000 ədəd aksiyani, ədədini 58.000 man-dan satmasını tələb edəcəkdir. C investoru bu aksiyaları 58.000 man-dan sataraq D investorundan 58.000.000 man. məbləğində pul alacaqdır. Aksiyanın bazar qiyməti 68.000 man. olduğu üçün C investoru həmin əməliyyatdan ümumən 10.000.000 man. və xalis 7.000.000 man. zərər çəkəcək. D investoru isə, ümumən 10.000.000 man. və xalis 7.000.000 man. qazanc əldə edəcəkdir.

Sözü gedən aksiyanın bazar qiyməti 60 gün ərzində 58.000 man-dan artıq olmasa idi, D investoru opsiondan

istifadə etməyib ödədiyi 3.000.000 man. məbləğində vəsait itirmiş olardı. Belə halda C investorunun qazancı isə 3.000.000 man-la məhdud qalacaq idi.

Əgər opsiyon bir alıcı opsiونudursa və aksiyanın bazar qiyməti tətbiqi qiymətdən artıqdırsa, investor opsiyonun ona qazandırdığı hüquqdan faydalanaraq aksiyaları tətbiqi qiymətlə satın alar və bunları bazar qiyməti ilə sataraq qazanc əldə edəcəkdir. Bu vəziyyət «Pul Daxilində (in the money)» vəziyyət adlandırılır. Satıcı opsiyon halında isə opsiyon sahibinin qazanc əldə etməsi üçün bazar qiymətinin tətbiqi qiymətdən az olması vacibdir. Belə olduqda investor adı gedən aksiyanı bazardan satın alaraq tətbiqi qiymətlə opsiyon yazıçısına satar və keçirdiyi əməliyyatdan qazanc əldə edər. Yaranan bu vəziyyət yenə də «Pul Daxilində (in the money)» vəziyyəti adlandırılır. Alıcı opsionda, tətbiqi qiymətin bazar qiymətdən çox olması halında «Pul Xaricində (out of the money)» vəziyyəti yaranır. Bu vəziyyətdə opsiyon sahibinin sənəddən istifadə etməsi gözlənilməz. Satıcı opsionda tətbiqi qiymətin bazar qiymətdən az olduğu hallarda yaranan vəziyyət yenə də «Pul Xaricində (out of the money)» adını daşıyır. Bu vəziyyətdən istifadə edərək investorun opsiyonu satması zərərlə nəticələnəcəkdir.

Aksiya üzərindən yazılın opsiyonlarla yanaşı, valyuta, birja indeksi, dövlət istiqrazi, xəzinə borcları və digər qiymətli kağız üzərindən yazılın opsiyonlara da rast gəlmək mümkündür.

Opsiон sənədi investorlar tərəfindən müəyyən gəlirin əldə edilməsi məqsədi ilə alınıb satıldığı kimi, gələcəkdə yaranacaq hər hansı təhlükəni və ya zərəri qismən və ya tamamilə aradan qaldırmaq məqsədilə də satılır və ya satın alınır. Yuxarıda aksiya ilə əlaqəli opsiyonlar açıqlanaraq verilən misallar qazanc məqsədini güdən misallar hesab

olunur. Ehtimal edilən zərərin azaldılması və aradan qaldırılmasına xidmət edən, valyuta üzərindən yazılın opsiunu misal kimi çəkmək mümkündür. Tutaq ki, bir firma biznes fəaliyyəti ilə əlaqədar xarici bir firmaya üç aydan sonra 100.000 DM. qaytarmalıdır. Bu gün 1 DM. 3.000 man-dır və üç aydan sonra marka qiymətinin 3.000 man-dan aşağı düşməsi firmanın leyhinə, ondan çox olması isə əleyhinə olacaqdır. Valyuta məzənnəsində baş verə biləcək xoşa gəlməz dəyişikliklərdən qismən də olsa sığortalanmaq üçün firma müdürüyyəti opsiyon bazarından 100.000 DM üzərindən yazılın bir alıcı opsiyon satın alacaqdır. Satın alınan opsiondakı tətbiqi qiymət 3.300 man. və opsiyon kontraktının qiyməti də 5.000.000 man-dır. Üç aydan sonra Alman markasının qiyməti 3.500 man. olarsa, firma opsiondan istifadə edərək 1 DM üçün 3.300 man. ödəyərək 100.000 DM satın alar və borcunu qaytarar. Beləliklə, firmanın bu əməliyyatdan əldə etdiyi xeyri  $(3.500 - 3.300) * 100.000 - 5.000.000 = 15.000.000$  man. təşkil edəcəkdir. Yox, əgər 3 aydan sonra markanın qiyməti 3.100 man. olsa idi, firma opsiondan istifadə etməz və zərəri 5.000.000 man. olardı.

Opsiон kontraktları haqda mövcud məlumat çox genişdir. Lakin əsas mövzumuzdan ayrılmamaq şərti ilə bu növ qiymətli kağız barədə son olaraq daha bir məlumatı da oxuyucuya çatdırmaq məqsədə uyğun olardı.

Yuxarıda qeyd etdiyimiz kimi, opsiyonlar onlardan istifadə etmə müddəti baxımından Avropa və Amerika tipli opsionlara ayrılırlar. Lakin son illərdə həmin müddət amilinə görə opsiyonların yeni növləri müşahidə olunmağa başladı. Belə ki, müddət amilinə görə opsiyonlar, LEAPS (Long – term Equity Anticipated Pensions) opsionlarına, FLEX (Flexible exchange traded options) opsionlarına və PERCS (Preferred equity redemption cumulative stock) opsionlarına ayrılırlar.

LEAPS opsiyonları, yəni uzun müddətli aksiya üzərindən yazılın opsiyonlar, adından da göründüyü kimi uzun müddətli olub birjalarda dövriyyə edilirlər. İlk dəfə bu növ qiymətlilər 1990-cı ildə Çikago Opcion Birjasında böyük, nüfuzlu və bağlanılan əqdlərin həcmi baxımından ən çox olan şirkətlərin aksiyaları üzərindən yazıldıqları müşahidə olunmuşdur. LEAPS opsiyonları digər opsiyonlar kimi eyni fəaliyyət formasına malikdir. Sadəcə olaraq bu sənədlər öz sahiblərinə, müəyyən aksiyanı, müəyyən sayıda 3 il ərzində satmaq və satın almaq hüququnu qazandırır. Müddətin uzun olmasından dolayı, bu sənədlər normal opsiylardan fərqli olaraq daha bahalıdır.

Birja xaricində yazılın opsiyon kontraktlarının miqdarı və həcmnin artması Çikago Opcion Birjası nəzdində FLEX opsiyonlarının yazılımasına şərait yaratmışdır. Təşkilati investorlar əsas hədəf kimi qəbul olunaraq 1993-cü ildə FLEX opsiyonlar istifadə olunmağa başladı. Bu opsiyonlar, adından da görüldüyü kimi, elastik opsiyonlar sayılıb böyük investorları cəlb etmək məqsədini güdür və minimal əməliyyat həcmi 10 milyon ABŞ dolları həcmində olmalıdır. Həmin sənədlərin əsas xüsusiyyəti ondan ibarətdir ki, onların müddətinin kontrakta tərəf olan şəxslər tərəfindən sərbəst şəkildə müəyyən edilə bilməsidir. Bundan başqa, tərəflər arzu etdikləri əməliyyat qiymətini təyin edə bilirlər və opsiyonun Avropa və ya Amerika tipli olacağını özləri seçirlər. Bu əlamətinə görə də həmin qiymətlilər FLEX, yəni elastik opsiyonlar hesab olunurlar. FLEX opsiyonlarının müddəti bir qayda olaraq 1 ildən çox olduğu üçün uzun müddətli opsiyonlar qrupuna daxil edilirlər.

PERCS opsiyonları opsiyon birjalarında kotirovkaya alınmayan bir qiymətli kağız olmaqla bir növ aksiya sənədi kimi qəbul olunurlar. PERCS-lərin imtiyazlı aksiya sənədinin daşıdığı xüsusiyyətlərə malik olduğu üçün müəssisələr özləri bu növ sənədləri emissiya edirlər. PERCS-

lərin qiymətləri normal aksiyaların qiymətlərinə yaxın olur. Lakin bu növ sənədlərə normal aksiyalardan fərqli olaraq daha çox dividend payı ödənilir.

PERCS-lərin dövriyyə müddətinə məhdudiyyət qoyulur. Müddətin nə qədər olacağı emissiya zamanı investorlara bildirilir. Adətən müddət 3 və ya 4 ildir. Bu səbəbə PERCS-lər üzərindən yazılın opsiyonlar uzun müddəli opsiyonlar qrupuna daxil edilirlər. Dövriyyə müddəti bitəndən sonra PERCS-lər normal aksiyalar kimi olurlar.

## 5.7. FYUÇERS KONTRAKTLARI

Fyuçers kontraktı, şəxsə müəyyən bir əmtəəni, müəyyən bir qiymətlə təyin olunan tarixdə satın almaq və ya satmaq öhdəliyini daşımağa vadar edən bir sazişdir. Bu sazişlərin opsionlardan əsas fərqi, opsionlarda olduğu kimi, satın almaq və ya satmaq hüquqlarını yox, satın almaq və ya satın almaq öhdəliyini özündə rəsmiləşdirir. Məsələn, bir şəxs üç aydan sonra müəyyən bir gündə 200 ton B malının, tonunu 100.000 man-dan satın almaq öhdəliyi ilə bir fyuçers kontraktını tərtib etdiyini fərz edək. Malın təhvil verilməsi vaxtı gəldikdə, kontraktı tərtib edən şəxs, həmin gün malın bazar qiyməti nə qədər olarsa olsun, o malı kontakt sahibinə qabaqcadan təyin olunmuş qiymətlə satmaq məcburiyyətindədir. Kontraktın ilk dəfə tərtib olunduğu və alıcı ilə satıcı arasında mübadilə edildiyi zaman müəyyən bir məbləğin ödənilməsi baş verməz. Bu səbəbə fyuçers kontraktı, kontraktın bugünkü bazar dəyərini sıfırda endirəcək şəkildə tərtib olunur.

Fyuçers kontraktları, müxtəlif əmtəə, qiymətli metallar, valyuta və çəşidli qiymətli kağızlar və birja indeksi üzərindən hazırlanı bilər. Bu kontraktlar fyuçers birjaları deyilən birjalarda fəaliyyət göstəririlər. ABŞ-da bir investor fyuçers kontraktını tərtib edərək onun birjada fəaliyyət

göstərməsini təmin etmək məqsədi ilə Fyuçers Komisyonçusuna əmr formasında təlimat verir. Komisyonçu fyuçers birjasında əmri yerinə yetirməyə səy göstərir və gördüyü işə görə komisyon haqqı alır.

Fyuçers kontraktı yalnız fyuçers birjalarında bağlandığı üçün həm formasına, həm də məzmununa görə birja tərəfindən standartlaşdırılmışdır. Kontrakt birja tərəfindən müəyyən olunmuş şərtləri özündə əks etdirir. Bu şərtlərin başlıcasını kontraktın predmeti olan əmtəənin cinsi, miqdarı və icra müddəti təşkil edir. Alqı və ya satqı fyuçersini hazırlamaq istəyən investor, sözü gedən kontraktın predmeti olan əmtəənin qiymətini qarşı tərəflə razılışdıraraq təyin edər. Qiymətin təyin edilməsi birjada fəaliyyət göstərən komisyonçu vasitəsi ilə həyata keçirilir. Fyuçers kontraktlarının birjada alınıb satılmasına vasitəçilik edənlər «Birja Agentləri – Floor Brokers» adını daşıyan vasitəçi qurumlarda fəaliyyət göstərən şəxslərdir. Həmin birjada «Bazar Qurucuları – Market Makers» və «Mütəxəssislər» yoxdur. Birjada yazılın fyuçers kontraktlarının işlənməsini tənzimləyən əsas qurum «Kliring Palatasıdır». Həmin qurum kontraktın uçotunu aparır. Kontraktı tərtib edən şəxs kontraktın ümumi məbləğindən uçotu aparan quruma müəyyən faizi depozit kimi verir. Bu depozit «İllkin Marja» (İntial Marjin) adını daşıyıb bir növ girov hesab olunur. Kontraktı satın alan şəxs də həmin şəkildə ilkin marja məbləğindəki nağd pulu kliring palatasına ödəməlidir. Kontraktın uçotu alıcı və saticının hesablarındakı dəyişmələrə əsasən gündəlik aparılır. Kontraktda göstərilən alqı və ya satqı qiyməti artıb azaldıqça, kontraktın tərəflərindən birisinin zərəri digərinin mənfəətini təşkil edir və mənfəət, mənfəət əldə edənin «marja hesabına» əlavə olunarkən zərər, zərər edən tərəfin «marja hesabından» çıxılır. İllkin marjanın enə biləcəyi ən aşağı dəyər kliring palatası tərəfindən təyin olunur və «Marjanın Aşağı Həddi»

(Maintenance Marjin Level) adlandırılır. İlkin marjası, marjanın aşağı həddindən də aşağı düşən tərəf «Variasiya Marjası» (Variation Margin) kimi xarakterizə edilən məbləği klirinq palatasına ödəyərək depozitini (girovunu) marjanın aşağı həddinə qədər yüksəldir. Fyuçers hesabları gündəlik dəyişmələr nəzərə alınaraq hər gün təkrar tutulur.

Yuxarıda deyilən «İlkin Marjanın» dəyəri təcrübədə 5% ilə 15% arasında tərəddüd edir. «Marjanın Aşağı Həddinin» dəyərini isə ilkin marjanın bir qayda olaraq 75% ilə 80% arasında olan faiz təşkil edir. Açıqlananlara daha da aydınlıq götirmək üçün bir fyuçers kontraktının fəaliyyətini izah edən misalın verilməsi yerinə düşərdi.

Məsələn, A (alicisi) və S (satıcısı) arasında 500 ədədlik aksiya üzərinə fyuçers kontraktı imzalanmış və tərəflər hər ədəd üçün 4 \$-dan razılaşmışlar. Belə olduqda, kontraktın ümumi dəyəri 2.000 \$ ( $4 \$ * 500$ ) olacaqdır. 5%-ə qədər olan ilkin marjanın ödənilməsi şərti ilə hər iki tərəf 100\$ klirinq palatasına ödəməlidir. Marjanın aşağı həddi isə ilkin marjanın 80%-i təşkil edir. Bu şərtlər çərçivəsində fyuçers kontraktının ilk altı gün ərzində alıcı və satıcı hesabları uçotunun hansı şəkildə aparıldığı cədvəl 2.3-də təsvir olunmuşdur.

Fyuçers kontraktının tərəflərindən hər biri hər günün sonunda həmin gün əldə etdiyi mənfəəti hesabından çıxara və ya kontraktı başqasına transfer edə bilər. Kontraktın transfer edilməsi o günədək marja hesabında yiğilan məbləğ qiymətinə və ya bazardakı vəziyyətə görə bu qiymətdən aşağı və ya yuxarı qiymətlə baş verə bilər. Kontraktı təhvil alan şəxs, transfer edənin yerini tutar və fyuçers kontraktının daşıdığı bütün öhdəlikləri öz üzərinə alar.

Fyuçers kontraktları, əmtəə, qiymətli metal, valyuta və ya qiymətli kağızlardan hər hansı üçün tərtib olunursa olsun müddət başa çatdıqda kontraktın predmeti olan malın satıcı

tərəfindən alıcı tərəfə təhvil verilməsini məcburi şərt kimi özlərində rəsmiləşdirməklə yanaşı, ümumiyyətlə, müddətin axırında klirinq palatası tərəfindən hesab bağlanaraq, tərəflərin marja hesablarındakı qalıqlar özlərinə ödənilir. Belə bir halda, kontraktın predmetinin satıcıdan alıcıya keçməsi baş verməz.

Fyuçers kontraktlarına dair hesabların tutulması, ümumiyyətlə, uçotun klirinq palatası tərəfindən aparılması, alıcı və satıcının bu quruma girov olaraq depozit ödəməsi məcburiyyəti kimi şərtlərin mövcudluğu, əldə olunan mənfəətin onun həqiqi sahibinə ödənilməməsi riskini aradan qaldırır. Bu riski klirinq palatası öz üzərinə götürür.

### Cədvəl 2.3. Fyuçersin fəaliyyət şəkli

Tarix	Qiymət	Dəyişmə	Mənfəət /Zərər	Marja Hesabları	
				A	S
1. Gün	4,00\$	—	—	100\$	100\$
2. Gün	4,10\$	0,10\$	50\$ <sup>1</sup>	150\$	50\$
3. Gün S üçün variasiya marjası 30 \$ (80-50)	4,10\$	—	—	150\$	80\$
4. Gün	3,95\$	0,15\$	75\$	75\$	155\$
5. Gün A üçün variasiya marjası 5 \$ (80-75)	3,90\$	0,05\$	25\$	55\$ <sup>2</sup>	180\$
6. Gün A üçün	3,90\$	—	—	80\$ <sup>3</sup>	180\$

variasiya marjası 25 \$ (80-55)				
---------------------------------------	--	--	--	--

<sup>1</sup> Mənfəət / Zərər = (Gündəlik Qiymət – Qiymət Dəyişməsi)\* Kontraktdakı Ədəd Sayı

$$50\$ = (4,10\$ - 4,00\$) * 500$$

<sup>2</sup> Marja hesabı = Marja Hesabı + Variasiya Marjası + Gündəlik Qazanc – Gündəlik Zərər

$$55\$ = 75\$ + 5\$ + 0 - 25\$$$

$$\text{Marjanın Aşağı Həddi} = 100\$ * 80\% = 80\$$$

## 5.8. FORWARD KONTRAKTLARI

Forward kontraktı, iki tərəf arasında müəyyən olunan gələcəkdəki tarixdə təyin olunan qiymətdən əmtəənin, pulun, ya da qiymətli kağızın alqı-satqısını rəsmiləşdirən bir razlaşma kimi tərif edilir. Bu razlaşma əsasında tərəflərdən biri müəyyən əmtəənin, pulun və ya qiymətli kağızın tədarükü üzrə öhdəçilik götürür, digər tərəf isə təyin olunmuş qiymətlə onun ödənişinə zəmanət verir. Standartlaşdırılmış bir forward kontraktı, ümumiyyətlə, mövcud deyildir. Forward kontraktları, alıcı və satıcı tərəfindən təyin olunan əmtəənin, pulun və ya qiymətli kağızın:

- miqdarını və keyfiyyətini,
- təhvil ünvanını, tarixini və qiymətini ifadə edən razılaşmadır.

Göründüyü kimi, forward kontraktları fyuçers kontraktları kimi gələcəkdə təyin olunmuş müddətdə keçiriləcək alqı-satqı üçün indidən saziş bağlamağa imkan verir. Lakin buna baxmayaraq, hər iki sənəd və bu sənədlərin formalasdırıldıqları bazarlar bir-birlərindən müəyyən cəhətlərlə fərqlənirlər. Həmin cəhətlər aşağıdakı şəkildə səciyyələndirilə bilər:

- Forward kontraktları fəaliyyət formasına görə «adlı» müqavilə hesab olunur. Buna görə onların dövriyyəsi məhdudiyyətlidir. Fyuçers kontraktları isə «təqdim edənə» olduqları üçün rahat dövriyyə etmə xüsusiyyətinə malikdirlər.

- Forward kontraktları, kontraktın predmeti olan əmtəənin cinsi, keyfiyyəti, miqdarı və müddəti baxımından tərəflərə tam sərbəstlik verir və olduqça elastikdir. Ancaq tərəflər bu kontraktlara, bu xüsusiyyətə görə qarşı tərəf tapmaqda çətinlik çəkə bilərlər. Fyuçers kontraktlarında isə əmtəənin cinsi, keyfiyyəti, miqdarı və müddəti tamamilə standartdır. Bu səbəbə tərəflər şəxsi mənafelərinə ən uyğun hesab etdikləri kontrakt növü ilə qane olmaq məcburiyyətindədirler, ancaq qarşı tərəf tapmaqda çətinlik çəkmirlər.

- Forward kontraktlarında, kontraktın icra olunacağı məkan baxımından heç bir məhdudiyyət qoyulmadığı halda, fyuçers kontraktı yalnız təşkilatlaşdırılmış birjalarda hazırlanmalı, birjanın bütün qaydalarına uyğun olaraq alınır satılmalıdır.

- Birjada fəaliyyət göstərmək məcburiyyətinin olması səbəbindən fyuçers kontraktlarında bazar meylini izləmək imkanı vardır. Bunun əksinə forward kontraktlarının tərəfləri belə bir imkandan məhrumdur.

- Forward kontraktlarının likvidliyi çox aşağıdır, tərəflər daha çox spot, yəni real bazarda mövcud olan malın sahibləridir. Fyuçers bazarları isə olduqça likvid bazarlardır və bu bazarların iştirakçıları heç bir malın sahibi olmayan spekulyantlardır.

- Forward bazarlarında təchiz etmə məcburiyyəti vardır. Fyuçers bazarlarında isə bu məcburiyyət yoxdur, tərəflər istədikləri anda əks bir əməliyyatla bazarı tərk edə bilər.

- Forward kontraktlarında tərəflər bir-birilərini yaxşı tanımlı və bir-birilərinə etibar etmək məcburiyyətindədirlər. Çünkü burada kontraktın icrası qarşı tərəfin xoş niyyətindən aslıdır. Fyuçers kontraktlarında isə tərəflərin qarşılıqlı münasibət obyekti klirinq palatasıdır. Odur ki, tərəflərin bir-birilərini tanımlarına ehtiyac qalmır.

- Forward kontraktlarında standartlaşdırılmış bir təminat məbləği yoxdur və məcburi də deyildir. Ancaq tərəflər təminat mövzusunda müəyyən bir razılığa gəlmişlərsə, təminat məbləği adətən çox böyük olur. Fyuçers kontraktlarında isə klirinq palatası tərəfindən təyin olunan məbləğ təminat (depozit və ya girov) kimi məcburən verilməlidir. Lakin təminat məbləği çox az olur və bir qayda olaraq kontraktın ümumi məbləğinin 15%-dən artıq olmur.

- Forward kontraktlarında, hesabların gündəlik uçotu metodu və marja sistemi yoxdur. Fyuçers bazarlarında isə tərəflərin verdikləri ilkin marja müəyyən bir səviyyədən aşağı düşdükdə tərəflərdən marjalarını təyin olunmuş həddə çatdırmaqları tələb olunur və bu hesablaşma hər ticarət gününün axırında təzələnir.

- Forward kontraktlarına dair əməliyyatların aparılması üçün vasitəçiyyə ehtiyac yoxdur. Fyuçers kontraktlarında isə, əgər tərəflər birjaya üzv deyildirsə, müəyyən əməliyyatların aparılması məqsədi ilə mütləq birjaya üzv olan quruluşlara müraciət etməli və onlara komisyon haqqı ödəməlidirlər.

- Forward kontraktlarının ikinci kateqoriyalı bazarı mövcud deyildir. Fyuçers kontraktlarının ikinci kateqoriyalı bazarı vardır və bu bazarda aparılan əməliyyatların və bağlanılan əqdlər həcmimin çox olması səbəbi ilə istər tərəflərin daha böyük zərərlərini əngəlləmək, istərsə də əməliyyatların sürətini və çevikliyini artırma bilmək məqsədilə

minimal qiymət hərəkətləri və maksimal qiymət dəyişməsi üçün hədlər qoyulmuşdur.

- Forward kontraktlarının tərtibatı və icrası üçün, ümumiyyətlə, ölkə daxilində müəyyən bir hüquqi baza formalaşdırılmışdır, əməliyyatlar mövcud olan ticarət qanunlarına görə tənzimlənir. Fyuçers əməliyyatları üçün hüquqi bazanın yaradılması, bu əməliyyatların aparılmasında əhəmiyyətli rol oynayacaq təşkilatların və qaydaların formalasdırılması, kadrların yetişdirilib hazırlanması vacibdir.

- Forward kontraktlarında əməliyyat müxtəlifliyi məhduddur. Bu gün hazırlanan forward kontraktlarının predmetini daha çox valyutalar təşkil edir. Bunun əksinə olaraq fyuçers kontraktlarında, kontraktın predmeti kimi, ölçülməsi mümkün olan hər şey ola bilər, əməliyyat müxtəlifliyi isə çox genişdir. Kontraktın tərəfləri də müxtəlif təbəqələrin nümayəndələridir.

- Fyuçers bazarlarında standartlaşdırma amilinin olmasından tərəflər daha çox qiymət mövzusunda danışıqlara diqqət yetirirlər. Forward bazarlarında isə qiymət qədər, keyfiyyət, tədarük müddəti və s. mövzular əhəmiyyət kəsb edir.

- Forward bazarlarında aparılan əməliyyatların həcmi fyuçers bazarlarında aparılan əməliyyatların həcmindən qat-qat aşağıdır.

- Fyuçers bazarlarında, müştəri ən çox 1 il qabağı düşünərək maliyyə riskini azaldacaq əməliyyatları keçirə bilər. Forward bazarlarında isə aparılan əməliyyatlar üçün belə bir məhdudiyyət yoxdur.

Yuxarıda sadalanan bütün bu fərqlərə baxmayaraq, forward bazarlarının bəzi funksiyalarının fyuçers bazarları

tərəfindən yerinə yetirilməsi və belə bir tərəqqinin get-gedə artması müşahidə olunmaqdadır.

Baxmayaraq ki, hər iki növ bazar arasında müəyyən fərqlər mövcuddur, bu bazarların təşkil olunmasının səbəbləri eynidir. Həm syuçers bazarında, həmçinin də forward bazarında aparılan bütün əməliyyatlar riskdən qorunmaq, arbitraj və spekulyasiya məqsədilə aparılır. Forward bazarlarında imzalanan kontraktların əksər hissəsinin gələcəkdə ortaya çıxa biləcək riskdən qorunmaq məqsədilə hazırlanığı, syuçers bazarlarında isə həmin proseduraların spekulyasiya məqsədilə aparıldığı nəzərə çarpir.

Forward əməliyyatlarının predmeti adətən hər növ əmtəə ola bilər. Bu səbəbə, üzərindən hazırlanan məhsulların müxtəlifliyinə görə bu kontraktlar çeşidli növlərə ayrırlırlar. Lakin buna baxmayaraq, kapital bazarlarında aparılan forward əməliyyatlarını iki əsas növə ayırmak mümkündür.

- Forward valyuta əməliyyatları;
- Forward faiz əməliyyatları.

Forward valyuta əməliyyatları, valyutanın, milli pul vahidi müqabilində gələcəkdə təyin olunan müddətdə tədarük edilmə şərtilə, alqı və ya satqısı üçün qabaqcadan tərib olunan müqavilələrdir. Bu növ əməliyyatların aparıldığı bazar yerinə forward valyuta bazarları adı verilir.

Forward valyuta kontraktlarına, müddət, tətbiq olunacaq valyuta məzənnəsi, valyuta məbləği, ödəniş və ya tədarükün yeri, bank hesabının nömrəsi, tərəflərin şəxsiyyəti kimi məlumatlar daxil olunur.

Forward valyuta kontraktlarında tətbiq olunan məzənnəyə forward tədarük məzənnəsi adı verilir. Bu məzənnə növü cari məzənnədən fərqlidir.

Forward valyuta məzənnələri, qayda olaraq cari məzənnələrlə müqayisəli şəkildə təyin olunurlar. Əgər forward məzənnəsi cari məzənnədən çoxdursa, yaranan fərqə forward mükafatı deyilir. Yox, əgər forward məzənnəsi, cari məzənnədən azdırsa, o halda yaranan fərqə forward diskontu adı verilir. Forward valyuta məzənnəsinin təyin edilmə prosesi, iki ölkənin milli pul vahidlərinin cari dəyəri və iki ölkədə tətbiq olunan faiz dərəcələri ilə yaxından əlaqəlidir. Məzənnənin təyin olunmasında aşağıdakı düstur istifadə olunmalıdır.

$$\dot{I}_{tm} - \dot{I}_{dm} = [(FR - SR) / SR] * 12/n$$

Buradakı simvollar aşağıdakılardır ifadə edirlər:

$\dot{I}_{tm}$  – Manatla ifadə olunan forward hesabına tətbiq olunan faiz;

$\dot{I}_{dm}$  – Alman Markası ilə ifadə olunan forward hesabına tətbiq olunan faiz;

SR – Cari və ya spot məzənnə;

FR – Forward məzənnəsi;

N – Ay ilə göstərilən müddət.

Misal: Bakı şəhərində fəaliyyət göstərən və idxalatla məşğul olan şəxs Almaniyadan dəyəri 100.000 DM və 3 ay müddətinə borcun qaytarılması şərti ilə elektrik cihazlarını idxal etdiyini fərz edək. Malların idxal olunduğu zaman DM/man-in spot məzənnəsi 2.800 man. təşkil etdiyini düşünək. Əgər məzənnə dəyişməyib sabit qalsa, idxalatçının borcu 280.000.000 man. olaraq qalacaqdır. Lakin idxalatçı məzənnənin yaxın 3 ay ərzində artacağını proqnozlaşdırır. Məzənnə artarsa, idxalatçının xərcləri də artacaqdır, buna

paralel olaraq mənfəəti azalacaqdır. Bu riskin qarşısını almaq məqsədilə idxalatla məşğul olan müəssisə bir bankla müddəti 3 ay və məbləği 100.000 DM. olan bir forward kontaktı imzalaya bilər. Kontarktin imzalandığı gün, müddəti 3 ay olan Alman markasının dəyəri 3.210 man. olsun. Belə olduqda idxalatçı 3 aydan sonra borcunu qaytardığı zaman, 321.000.000 man. məbləğində olan ödənişi həyata keçirəcəkdir. Beləliklə idxalatçının valyuta məzənnəsindəki dəyişmə riski azaldılmış olacaqdır.

İki ölkədə əmanətə verilən faizləri nəzərə alaraq idxalatçının verdiyi qərarın nə dərəcədə düzgün olub olmadığını qiymətləndirək. Əgər Alman markası üçün tətbiq olunan faiz dərəcəsi 10%, manata tətbiq olunan faiz dərəcəsi 15%-dir, 3 aylın müddət üçün forward məzənnəsini yuxarıda verilən düstur vasitəsi ilə hesablamaq olar.

Misalda verilən rəqəmləri düsturda yerləşdirək,

$$0,15 - 0,10 = [(FR - 2.800) / 2.800] * 12/3$$

$$FR = 3.360 \text{ man. olacaqdır.}$$

Misalin cavabından gördüyüümüz kimi idxalatçı qurumunun verdiyi qərar düzgün hesab oluna bilər.

Forvad kontraktlarının ikinci növü, forward faiz kontraktlarıdır. Adətən, forward kontraktlarının valyuta məzənnələri üçün hazırlanlığı müşahidə olunduğu halda, faiz riskindən qorunmaq üçün də forward kontraktları hazırlanıa bilər. Bu kontraktlar forward faiz kontraktları kimi tərif edilir.

Forward faiz kontraktlarında tərəflər, müəyyən məbləğdəki pulu gələcəkdəki bir tarixdə, təyin olunmuş müddət üçün tətbiq olunan faiz dərəcəsi barədə razılığa

gəlirlər. Barəsində razılıq əldə olunan faiz dərəcəsi forward faiz dərəcəsi adlandırılır. Forward faiz müqavilələri ilə forward valyuta müqavilələri arasında nəzərə çarpan bir fərq yoxdur. Forward faiz kontraktlarına tərəf olanların əsas məqsədi, özlərini gələcəkdə yarana biləcək faiz dəyişmələrindən sığortalanmaqdır. Belə ki, kredit alan müəssisələr, özlərini gələcəkdə faizlərin artmasından qorumaq üçün səy göstərərkən, kredit ayıran müəssisələr isə gələcəkdəki faiz azalmalarından sığortalanmaq üçün səy göstərirler. Bu səbəbə, forward faiz kontraktlarının tərəfləri müəyyən bir müddət üçün gələcəkdəki tarixdə təyin olunan pul məbləğinə tətbiq olunacaq faiz dərəcəsi üzrə razılığa gəlirlər.

Forward Faiz Kontraktlarını (FFK) tərtib edən hər müəssisə, kontraktda öz şərtlərini və qaydalarını qeyd etməsinə baxmayaraq, «The British Bankers Association (BBA)» təşkilatının bu mövzuda qoyduğu sənaye standartlarına riayət etməlidir. Nəticədə, kontraktla əlaqədar yaranan bütün məsələlər həmin standartlara görə həll olunur.

FFK, faiz dərəcələri üzrə tərtib olunan forward kontraktlarıdır. Buna görə, kontraktın müddəti bitdikdən sonra maliyyə itkisinə düşər olan tərəf qazanan tərəfə kontraktda qeyd olunan məbləğ üzərindən pul fərqini ödəyir. FFK əməliyyatları, adətən telefon və ya telex vasitəsi ilə həyata keçirilir. Əməliyyatın etibarlı sayılması baxımından telefon danışqları lentə yazılır. Lakin lentə yazılınlardan başqa, öhdəliyi rəsmiləşdirən bir telex və ya məktubun da alınması tövsiyə olunur.

BBA təşkilatının standartlarına uyğun olaraq kontraktın icrasında istifadə olunacaq düsturlar aşağıdakılardır.

L-in R-dən böyük olduğu halda,

$$[(L - R) * D * A] / [(B * 100) + (L * D)]$$

R-in L-dən böyük olduğu halda isə,

$$[(R - L) * D * A] / [(B * 100) + (L * D)]$$

düsturu tətbiq olunur.

Düsturdakı simvollar aşağıdakı mənaları daşıyırlar:

L – BBA tərəfindən təyin olunan faiz dərəcəsi;

R – Müqavilədə əks olunan faiz dərəcəsi;

D – Müqavilənin gün ilə göstərilən müddəti;

A – Müqavilə miqdarı və ya məbləği;

B – 360 və ya 365 gün.

Məsələn, FFK müqaviləsinin məbləği 100 milyon ABŞ dollarıdır. Müddətin 3 ay və 3 aylıq forvard faizinin 10% olduğunu fərz edək. ABC şirkəti, faiz dərəcəsinin 10%-dən artıq olacağı halda qarşı tərəfə müəyyən məbləğ ödəyəcəyini, faizin 10%-dən az olacağı təqdirdə isə qarşı tərəfdən məzənnə fərqini alacağını rəsmiləşdirən bir kontrakt imzalamışdır.

Üç aydan sonra faiz dərəcəsində heç bir dəyişiklik olmazsa, yəni faiz dərəcəsi 10% olaraq stabil qalsa, bu halda heç bir əməliyyat aparılmayacaq. Bundan başqa, kontraktın tərəflərindən müəyyən öhdəciliyin icrası tələb olunmayacaqdır.

Lakin kontraktda adı gedən bankın 3 aylıq LİBOR\* faizi 11% olarsa, ABC şirkəti yuxarıdakı düsturdan faydalanaraq qarşı tərəfə aşağıda göstərilən məbləğdə pul ödəyəcəkdir.

---

\* ЛИБОР (Лондон Интербанк Оффер Рате) фази Лондон Интербанк тяряфиндян яманята верилян фази дяряжасидир (гойулушудур).

$$[(L - R) * D * A] / [(B * 100) + (L * D)] = [(11 - 10) * 92 * 100.000.000] / [(360 * 100) + (11 * 92)] = 248.568,03\$$$

## 5.9. SVOP

«Svop» ingilis kəliməsi olub, mübadilə anlamını daşıyır. Svop əməliyyatı, bir pul vahidinin və ya qiymətli kağızin, spot bazarlarda və forward bazarlarında eyni vaxtda fəaliyyət göstərməsini ifadə edir. Svop əməliyyatında, bir müddət başqa bir müddətlə dəyişdirilə bilər. Məsələn, bir xarici valyuta spot bazarda alınıb forward bazarda satılıb bilər. Ya da eyni valyuta fərqli müddətli iki başqa forward əməliyyatının predmeti ola bilər.

Svop əməliyyatının ilk dəfə tətbiqi 1923-ci ilə təsadüf edilir. Avstriyanın Milli Bankı tərəfindən cari bazarda İngilis Sterlinqi müqabilində milli pulunu gələcəkdəki müddətdə geri almaq öhdəciliyi ilə satması şəklində müşahidə olunmuşdur. Fəqət, müəyyən tarixə malik olan bu növ əməliyyat 1923-ci ildən sonra yalnız 1970-ci ildən təkrar tətbiq olunmağa başladı.

Svop əməliyyatlarının istifadə olunmasının əsas səbəbləri kimi, arbitraj, qiymətlərin qazanc nisbətlərini yüksəldmək, riski idarə etmək, borc vəsaitinə ödənən xərcləri azaltmaq, alqı-satqı yolu ilə qazanc əldə etmək faktorlarını sadalamaq mümkündür.

Ümumiyyətlə, təcrübəyə nəzər yetirsək görə bilərik ki, istifadə olunan svopların növləri öz müxtəlifliyi ilə fərqlənirlər. Lakin tətbiq olunan bütün növ svopların başlanğıc mənbəyini əsas iki növ svop əməliyyatı təşkil edir:

- Faiz svopları (interest rate swaps);
- Valyuta svopları (currency swaps).

Aşağıda bu növ svop əməliyyatları haqqında qısa məlumat verilmişdir.

## FAİZ SVOPU

Faiz svopunun; stabil faiz – qeyri-stabil faiz svopu, qeyri stabil faiz svopu – stabil faiz svopu, müddət bitmədən əvvəl icra hüququnu verən (callable, putable) svop, müddəti uzadıla bilən (extanble) svop, müddətli (forward) svop, faiz dərəcəsini müəyyən vaxt ötdükdən sonra təyin etmək hüququnu verən svop (delayed rate setting) və s. kimi növləri mövcuddur. Lakin adları çəkilən bu növlərin ən çox istifadə olunan faiz svopu növü kimi stabil faiz – qeyri-stabil faiz svopu qeyd oluna bilər. Bu növ svop, stabil faizi qeyri-stabil faizə, qeyri-stabil faizi isə stabil faizə dəyişdirərək borc ödənişlərinin strukturasını dəyişdirir. Bu svoplar adətən, borc ödəmə qabiliyyəti fərqli olan iki müəssisə arasında həyata keçirilir və borc ödəmə qabiliyyəti zəif olan tərəfin əks tərəfə müəyyən məbləğin ödənilməsi ilə başa çatdırılır. Bu şəkildə, borc ödəmə qabiliyyəti yüksək olan bir müəssisə alınan kreditlər üçün verilən faiz xərclərini azaltmaq imkanına, əks tərəf isə qeyri-stabil faizlə alınan kreditlər üçün stabil faiz ödəmək imkanına malik ola bilər. Stabil faiz – qeyri-stabil faiz svopunun gerçəkləşdirilməsi aşağıdakı şərtlərin yerinə yetirilməsini zəruri bilir:

- hər iki müəssisənin borc ödəmə qabiliyyətləri fərqli olmalıdır,
- həmin müəssisələr bir-birilərindən müstəqil olaraq kredit ala bilməlidir,
- müəssisələrdən biri stabil faizlə kredit almmalı, digəri isə qeyri-stabil faizlə kredit almmalıdır,
- adı çəkilən müəssisələrin borclarına dair ödənişlər qarşılıqlı olaraq dəyişdirilməlidir.

İlk dəfə faiz dərəcəsi üzrə aparılan svop əməliyyatları, iki müəssisə arasında müstəqil şəkildə həyata keçirilirdi. Lakin 1980-ci ildən bəri bir neçə beynəlxalq statuslu bankın

bu bazarda «arbitraj aparan» vəzifəsini icra etməsi müşahidə olunmağa başladı. Banklar svop əməliyyatı həyata keçirən tərəflər arasında təmasın qurulmasına köməklik göstərirlər. Bunula yanaşı, banklar öz aralarında da müəssisə və firmalar kimi svop əməliyyatlarını həyata keçirə bilərlər.

Aşağıda qeyri-stabil faiz – stabil faiz svopuna aid misal verilmişdir.

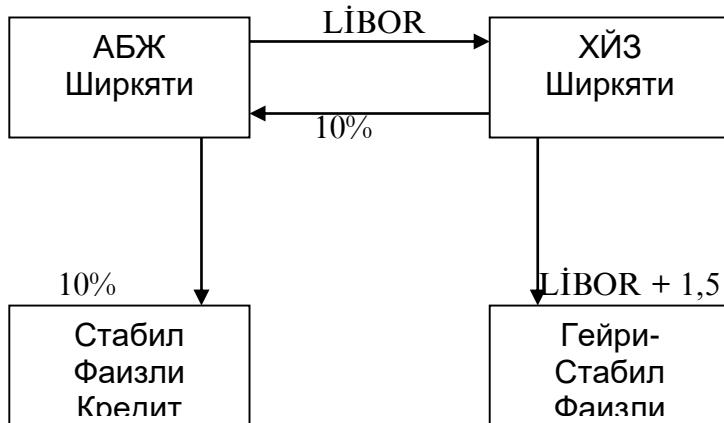
Məsələn, ABC şirkəti və XYZ şirkəti fərqli borc ödəmə qabiliyyətlərinə malikdirlər və hər iki şirkət də kredit almaq istəyirlər. AAA borc ödəmə qabiliyyətinə malik olan ABC şirkəti qeyri-stabil faizlə kredit almağı planlaşdırıldığı halda, BBB borc ödəmə qabiliyyətinə malik olan XYZ şirkəti isə stabil fond axımını təmin etmək məqsədi ilə stabil faizli kredit almağa səy göstərməkdədir. Hər iki şirkətin qeyri-stabil və stabil faizlə tədarük edəcəkləri kredit bazarında ödəyəcəkləri faizlər bunlardır:

	Qeyri-Stabil Dərəcələri	Faiz	Stabil Dərəcələri	Faiz
ABC	LİBOR + 0,5			10%
XYZ	LİBOR + 1,5			12%

Borc ödəmə qabiliyyəti yüksək olan ABC şirkəti, XYZ şirkəti ilə müqayisədə hər iki kredit bazarından daha aşağı qiymətlə kredit almaq imkanına sahibdir. Bu üstünlükdən faydalananaraq qeyri-stabil bazardan əldə olunacaq kreditin xərcini daha da azaltmağı planlaşdırır. Bu planın gerçəkləşdirilməsi üçün isə bir svop əməliyyatını həyata keçirməlidir. ABC şirkəti illik 10% ilə kredit almışdır, XYZ şirkəti isə LİBOR = 1,5 faizlə kredit almışdır. İki şirkət arasında bir svop müqaviləsi imzalanmış, bunun nəticəsində

ABC şirkəti XYZ şirkətinə LİBOR məbləğindəki bir ödənişi, XYZ şirkəti isə ABC şirkətinə 10% cıvarındaki stabil faiz ödənişini həyata keçirmək üçün razılığa gəlmişdir. Bu mübadilə aşağıdakı cədvəl 2.4-də əks olunmuşdur.

#### Cədvəl 2.4. Svp əməliyyatlarının fəaliyyəti



Svp əməliyyatı nəticəsində yaranan hər iki şirkətin qazancı isə aşağıdakı kimi olacaqdır:

#### ABC Şirkətinin Qazancı:

Ödənilən faizlər:

- Kredit təşkilatına 10%-lik stabil faiz
- XYZ şirkətinə ödənən LİBOR

Alınan faiz:

- + XYZ şirkətindən 10%

Xalis məsrəf = LİBOR

Məsrəfdən Edilən Qənaət =  $(\text{LİBOR}+0,5) - \text{LİBOR} = 0,5$

#### XYZ Şirkətinin Qazancı:

Ödənilən faizlər:

- Kredit təşkilatına LIBOR+1,5
- ABC şirkətinə 10%

Alınan faiz:

- + ABC şirkətindən alınan LIBOR

Xalis məsrəf = 11,5%

Məsrəfdən Edilən Qənaət = 12% - 11,5% = 0,5%

Gördüyüümüz kimi, hər iki şirkət də ABC şirkətinin məsrəfdən əldə olunan üstünlükdən faydalananaraq kredit xərclərini azaltmağa nail ola bildilər.

Yuxarıdakı misalda iki şirkətin müstəqil şəkildə svop əməliyyatını gerçəkləşdiriyini gördük. Ancaq təcrübədə şirkətlərin müstəqil şəkildə bunu həyata keçirməsi çox çətindir və bu növ əməliyyatı müəyyən bir bankın vasitəçiliyi ilə gerçəkləşdirildiyi müşahidə olunur.

## VALYUTA SVOPU

Valyuta svopu fərqli pul vahidlərindən ibarət olan eyni məbləğlərdəki iki başqa pul paketlərinin gələcəkdəki müddətdə, orijinal pul vahidləri üzərindən və qabaqcadan təyin olunmuş məzənnədən geri ödənilmək şərti ilə dəyişdirilməsi prosesini əhatə edir. Valyuta svopunun gerçəkləşdirilməsinin əsas məqsədi valyuta məzənnəsində cərəyan edəcək dəyişikliklərdən sığortalanmaqdır. Bununla yanaşı, daha ucuz qiymətlə vəsait əldə etmək, istifadə olunmayan valyuta rezervlərindən səmərə almaq üçün də valyuta svopları həyata keçirilir. Mübadılə predmeti olan kreditlərin faizlərinin stabil və qeyri-stabil olması əlamətinə görə valyuta svoplarının 3 növindən bəhs etmək olar. Bunlar; Stabil faiz - qeyri-stabil faiz svopu, stabil faiz – stabil faiz və qeyri-stabil – qeyri-stabil faiz svoplarıdır. Valyuta svopu iki

mərhələdən ibarətdir: Birinci mərhələyə əsas pul məbləğlərinin mübadiləsi daxil edilir. Bu əməliyyatın aparılmasında bazis məzənnə kimi spot bazarındakı məzənnə əsas alınır. İkinci mərhələdə əlaqədar pul məbləğlərinə aid faiz dərəcələri tarazlaşdırılır. Faiz dərəcəsi yüksək olan pulu alan şirkət əks tərəfə faiz fərqi qədər əlavə məbləğ ödəməli olacaqdır.

Aşağıda qeyri-stabil faiz – qeyri-stabil faiz valyuta svopuna aid misal verilmişdir.

Məsələn, A şirkəti funt sterlinqə ehtiyac duymasına baxmayaraq, ABŞ dolları ilə borc almışdır. Eyni şəkildə də B şirkəti ABŞ dollarına ehtiyac duymasına baxmayaraq, borcu funt sterlinqlə almışdır. Bu iki şirkət istədikləri pul vahidlərini əldə etmək üçün aldıqları borc məbləğlərini dəyişdirə bilərlər. A və B şirkətlərinin aldıqları borclara dair məlumatlar bunlardır:

	<b>A şirkəti</b>	<b>B şirkəti</b>
Borcun növü	İstiqraz ABŞ \$	İstiqraz Funt Sterlinq
Məbləğ	78 milyon ABŞ \$	60 milyon Funt Sterlinq
Faiz dərəcəsi	İllik 13%	İllik 11,75%

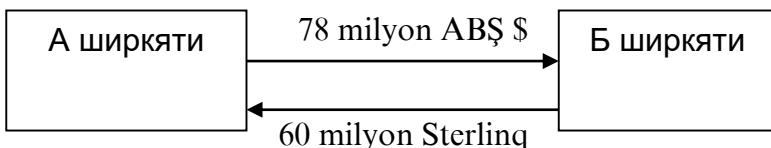
Bu şərtlərlə yanaşı:

- Hər iki tərəfin faiz öhdəçilikləri eyni vaxtda yerinə (Oktyabrın 1) yetiriləcəkdir.
- ABŞ \$ / Sterlinq valyuta məzənnəsi 1,30-dur.

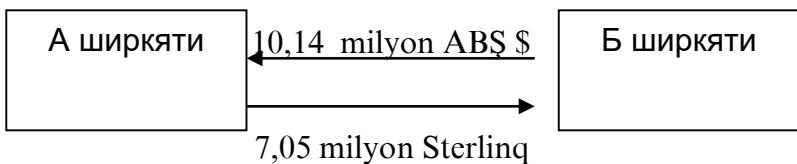
- Hər iki şirkət, A və B, 7 illik valyuta svopu əməliyyatını həyata keçirmək istəyirlər.

A şirkəti, təyin olunan müddət ərzində Sterlinq üzrə öhdəcilik daşıdığı halda, B şirkəti ABŞ dolları üzrə öhdəcilik daşıyıယaqdır. Bu misaldakı svop əməliyyatı 3 mərhələdən keçəcəkdir:

**1. Başlanğıc mərhələsi:** B şirkəti istiqraz buraxılışı nəticəsində əldə etdiyi 60 milyon Sterlinqi A şirkətinə göndərir, bunun müqabilində isə 1,30 valyuta məzənnəsindən 60 milyon Sterlinqə bərabər olan 78 milyon dolları alır. Bu əməliyyat aşağıdakı şəkil təsvir olunmuşdur:

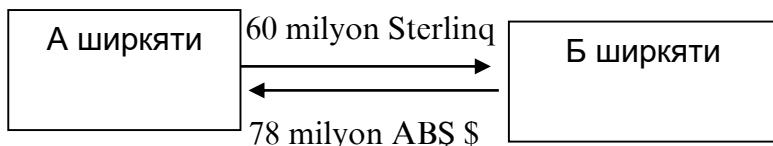


**2. Faiz mərhələsi:** B şirkəti ( $13\% * 78$  milyon ABŞ dolları) 10,14 milyon ABŞ dollarını A şirkətinə göndərir və A şirkəti də bu məbləği istiqrazların faiz ödənişlərində istifadə edir. Bunun müqabilində A şirkəti də ( $11,75\% * 60$  milyon Sterlinq) 7,05 milyon Sterlinqi B şirkətinə göndərir, B şirkəti isə buraxılan istiqrazların borclarını ödəyir.



**3. Bağlanma mərhələsi:** Valyuta svopunun müddəti və bağlanma mərhələsi üçün valyuta məzənnəsi əməliyyatın başlanğıcında təyin olunur. Bu valyuta svopunda müddət 7

il və valyuta məzənnəsi ABŞ \$ / Funt Sterlinq 1,30 olaraq təyin olunmuşdur. 7 il keçdikdən sonra A şirkəti 60 milyon Sterlinqi B şirkətinə, B şirkəti də 78 milyon dolları A şirkətinə transfer edər. Bu prosedura aşağıdakı şəkildə təsvir olunmuşdur.



Misaldan da göründüyü kimi, valyuta svopunun, arzu edilən valyuta cinsi ilə fond tədarük etmək və valyuta riskinə qarşı qorunmaq kimi iki vacib funksiyası vardır.

## **6-CI FƏSİL. KAPİTAL BAZARLARININ NÖVLƏRİ**

Kitabımızın bu fəslində dünyada mövcud olan kapital bazarı növləri kimi birinci, ikinci, üçüncü və dördüncü kateqoriyalı bazarlar haqqında məlumat veriləcəkdir. Bununla yanaşı, oxuyucuya adları sadalanan kapital bazarında qiymətli kağızların emissiya şərtləri, yolları, qiymətlilərin satışı və satışa vasitəçilik edən quruluşların rolü barədə də zəruri məlumat verilmişdir.

Kapital bazarlarının təsnifatı bildiyimiz kimi müxtəlif kriteriyalara görə aparıla bilər. Lakin geniş izahata keçmədən əvvəl təsnifata səbəb olan bu kriteriyaları bir daha gözdən keçirək:

- 1. Bazarda dövriyyə edən qiymətli kağızların bazara ilk dəfə təklif olunub olunmamasına görə:** Kapital bazarları birinci və

ikinci kateqoriyalı bazarlara bölünürlər. Bir çox ədəbiyyatda həmin bazarlar ilkin və təkrar kapital bazarı kimi tərif olunurlar. Birinci kateqoriyalı və ya ilkin kapital bazarları, ilk dəfə dövriyyəyə çıxarılan uzun müddətli qiymətli kağızların tədavül edildiyi bazar olaraq tərif edilir. Bu bazarlarda fond tələb edənlər, adətən maliyyə piramidinin zirvəsində yer tutan fond istifadəçiləridir. İkinci kateqoriyalı və ya təkrar kapital bazarları, təkrar dövriyyəyə buraxılan və hełə də dövriyyədə olan qiymətli kağızların tədavül edildiyi bazar ünvanıdır. Bu bazarlar kapital bazارına yeni qiymətli kağızın təklif edilməsi nəticəsində yox, mövcud qiymətlilərin davamlı dövriyyəsi nəticəsində var olurlar. Birinci və ikinci kateqoriyalı kapital bazarları ilə yanaşı, üçüncü və dördüncü kateqoriyalı kapital bazarlarının mövcudluğundan da bəhs etmək yerinə düşərdi. Üçüncü kateqoriyalı bazarlar birjada kotirovkaya alınmış qiymətli kağızların birja xaricində alınıb satılması nəticəsində formalaşır. Dördüncü kateqoriyalı bazar isə qiymətli kağızın vasitəciz alınıb satılması ilə formalaşan bazar kimi tərif olunur. Bu bazarda təşkilatlı investorlar və zəngin şəxslər, paket qiymətli kağızların alqı satqısında iştirak edirlər.

Bu kriteriyaya görə növlərə ayrılan kapital bazarları haqqında daha geniş məlumat irəlidəki başlıqlar altında verilmişdir.

**2. Kapital bazarlarının, fəaliyyət formaları və müəyyən bir bazar yerinin olub olmamasına görə:** İki cür kapital bazarı vardır: təşkilatlaşdırılmış kapital bazarı (qiymətli kağız birjaları) və sərbəst kapital bazarları.

Qiymətli kağız birjaları aksiya və istiqraz kimi qiymətlilərin alqı satqısı üçün bir bazar yerini təmin edirlər. Onların özünə məxsus qaydaları və fəaliyyət formaları vardır. Bu qaydalar ya hüquqi tənzimləmənin bir bəhrəsidir,

ya da birjanın təsis müqaviləsindəki şərtlərin əks etdirilməsidir.

Sərbəst kapital bazarı növündə isə müəyyən bir bazar yeri və ünvani yoxdur. Bazarın fəaliyyət şəkli və qaydalarının formalaşmasına heç bir xarici qurum və hüquqi tənzimləmələr təsir göstərmir.

**3. Bazarda alımb satılan qiymətli kağız növlərinə görə də kapital bazarları təsnif edilə bilərlər:** Yalnız səhmdar cəmiyyətlərin aksiyalarının tədavül edildiyi aksiya bazarları, şirkət istiqrazlarının tədavül edildiyi istiqraz bazarları və ya sadəcə olaraq dövlət istiqrazlarının tədavül edildiyi dövlət istiqrazi bazarları və s. bazarlar bu kriteriyaya görə adlandırılmış bazarlar hesab olunurlar. Ancaq hər növ qiymətlinin alınib satıldığı qarşıq bazarlar da mövcuddur.

## **6.1. BİRİNCİ KATEQORİYALI KAPİTAL BAZARI**

Ehtiyac duyduğu fondları birinci kateqoriyalı bazarda qiymətli kağız təklif edərək təmin etməyi planlaşdırın bir şəxs bu əməliyyatı ya birbaşa (direct placement), ya da vasitəçi ilə emissiya (indirect placement) olaraq adlandırılın bu yolla həyata keçirər. Birinci buraxılış variantında, istiqraz və ya aksiya buraxan şəxs kapital bazarda iştirak edən şəxslərlə birbaşa ünsiyyət quraraq, ikinci variantda müəyyən bir vasitəçinin xidmətindən istifadə edərək məqsədinə çatır.

### **BİRBAŞA EMİSSİYA**

Birbaşa emissiya, dövriyyəyə buraxılan qiymətlilərin geniş investor təbəqəsinə satmaq məqsədini güdə bildiyi kimi, bir və ya çox az sayda investorla təmas qurularaq sənədlərin hamısının bu investorlara təklif edilməsinə də xidmət edə bilər. Birbaşa emissiya növü vasitəçi ilə emissiya növündən fərqli olaraq, emissiya ərzində hər hansı bir vasitəçi qurumdan istifadə etməyi nəzərdə tutmadığı üçün vasitəciyə ödənəcək komisyon haqqına qənaət etmək kimi

üstün xüsusiyyətə malikdir. Lakin bu üstün cəhətin müqabilində həmin növ emissiya bəzi zəif cəhətlərə də malikdir. İlk olaraq, geniş investor təbəqəsinə satmaq məqsədi güdüldüyü zaman satışın müddəti uzana bilər və emitent şirkətin təcili fond təminini cəhdli boşça çıxa bilər. Ancaq özəl emissiya (private placement) kimi tanınan bir və ya çox az sayda investora satışın aparılmasını nəzərədə tutan yoluń seçilməsi ilə yuxarıda adı gedən problemlərin həll edilməsinə kömək edər. Yalnız kapital bazarında hər zaman yüksək imicə malik olan və səmərə ilə işləyən bir şirkətin emissiya etdiyi qiymətli kağızlar çox rahat və qısa müddətdə birbaşa emissiya yolu ilə satılaraq ehtiyac duyulan vəsait təmin edilə bilər. İkinci zəif cəhət isə çox geniş investor təbəqəsinə satışın aparılması məqsədinin özünü əksər vaxtlarda doğrultmamasıdır. Bir səhmdar cəmiyyətin kapital bazarında çox nadir hallarda mütəxəssis kimi fəaliyyət göstərən işçilərin olar. Belə olduqda kapital bazarında təcrübə qazanmış mütəxəssis bir vasitənin xidmətindən istifadə etmədən istiqraz və ya aksiyanın buraxılmasında qiymətqoyma, yerləşdirilməsi, qiymətli kağız növünün seçilməsi və emissiyanın müddəti kimi mövzularda səhvin edilməsi qiymətli kağız buraxılışını uğursuzluğa düşər edə bilər.

Özəl emissiya birbaşa emissiyanın daşıdığı riskləri qismən də olsa aradan qaldırır. Özəl emissiyada emitent şirkət bir və ya çox az sayda investorlarla emissiyanın bütün şərtlərini müzakirə etmək imkanına malik olduğu üçün buraxılışla əlaqədar həll olunmamış heç bir məsələ demək olar ki, qalmır. Lakin kapital bazarını yaxından tanıtmamaq özəl emissiyada da bəzi problemlərin yaranmasına səbəb ola bilər.

Özəl emissiyanın investor baxımından üstün cəhətləri bunlardır:

- Emissiya ilə əlaqədar bütün rəsmi işlər qısa müddətdə başa çatdırılaraq lazımı pul vəsaiti əldə oluna bilər;
- Emissiya ərzində reklam, qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və vasitəçi xərclərinə qənaət edilə bilər.

Emissiyadan sonra kapital bazارında və ümumiyyətlə, emitent şirkətin öz şərtlərində baş verə biləcək dəyişikliklər baxımından qiymətli kağızın buraxılışı və satışında qoyulan şərtlər dəyişdirilə bilər.

## **VASİTƏÇİ İLƏ EMİSSİYA**

Vasitəçi ilə emissiya, yuxarıda bəhs edildiyi kimi, istiqraz və ya aksiya buraxılışı yolu ilə kapital bazarından fond təmin etmək istəyən səhmdar cəmiyyətlər ilə dövlət təşkilatlarının, kapital bazarında peşəkar fəaliyyətlə məşğul olan vasitəçi qurumların xidmətindən istifadə etmələrini nəzərdə tutur. Vasitəçi qurumun xidmətindən faydalananma, buraxılışı planlaşdırılan qiymətli kağızların müəyyən bir komisyon haqqı əvəzində investorlara satılmasının tələb edilməsi şəklində və ya qiymətli kağızların satılmasına və yerləşdirilməsinə zəmanətin alınması şəklində baş verə bilər. Birinci seçimdə vasitəçi qurum satışa zəmanət verməyib, ancaq dövriyyəyə çıxarılaçaq qiymətli kağızların satışına müəyyən müddət ərzində köməklik göstərir. Müddət başa çatdıqdan sonra satılmayan sənədlər emitent şirkətə geri qaytarılır. İkinci seçimdə isə, qiymətli kağızları buraxan şəxsən təyin olunmuş qiymətlə həmin qiymətlilər vasitəçi tərəfindən satın alınub bazarda münasib qiymətlə satılır. Alqı qiyməti ilə satqı qiyməti arasındaki fərq vasitəçi qurumun qazancını və ya zərərini formalaşdırır.

Vasitəçi ilə aparılan emissiya səhmdar cəmiyyəti və ya dövlət təşkilatı baxımından bəzi üstün cəhətlərə malikdir. Emissiyaya vasitəçilik edən qurumun bazarda qazandığı

bilik və təcrübəsi, emitentin həyata keçirəcəyi qiymətli kağız buraxılışından maksimal səmərənin əldə edilməsində çox böyük rol oynayır. Bu bilik və təcrübənin səviyyəsi, tədavül ediləcək qiymətlilər növünün seçilməsində, qiymətləndirilməsində, əks etdirəcəkləri şərtlərin qoyulmasında fonda ehtiyac duyan şəxsin düzgün qərar verməsinə təsir göstərir. Bununla yanaşı, vasitəçi ilə emissiya, vasitəçinin yüksək imicə sahib olması səbəbindən investorlara müsbət təsir bağışlayaraq emissiyanın uğurla həyata keçirilməsinə köməklik göstərir. Əsasən də, əgər emissiyanın məqsədi geniş investor təbəqəsinə qiymətli kağızların satılmasını nəzərdə tutursa, vasitəçi qurumun xidmətindən faydalanaq zəruridir.

Yuxarıda sadalanan ümumi faydalara əlavə olaraq, vasitəciliq funksiyasının satın alma və satma zəmanəti verilərək icrasının (underwriting) səhmdar cəmiyyətləri və dövlət təşkilatları üçün özəl faydaları da vardır. Bu növ emissiyanın ən başlıca faydası, özəl emissiyada olduğu kimi emitentin ixtiyarına qısa bir zaman ərzində nağd vəsait keçməsidir. Belə ki, vasitəçi qurum emissiya ilə əlaqədar bütün rəsmi prosedurları başa çatdırıldıqdan sonra qiymətli kağızları satın alıb emitentə nağd pulu ödəyir. Adı gedən vasitəciliq funksiyası növünün başqa bir faydası da, bazarı «təlaşlandırmadan» qiymətli kağızların bazaarda yerləşdirilməsidir. Yeni emissiyalar bazaarda təklif artığı yaradaraq qiymətli kağızin bazar qiymətində tənəzzülün baş verməsinə səbəb ola bilər və bu qiymət azalması yeni emissiyadan əldə olunacağı proqnozlaşdırılan ümumi məbləği azalda bilər. Bununla yanaşı, təklif artığı qiymətli kağızların hamısının satılmasına da əngol yarada bilər. Buraxılışa zəmanət verilərək emissiya edilən aksiya və ya istiqrazın hamısını satın alan investisiya bankı, investisiya portfelinə daxil etdiyi bu qiymətliləri kapital bazarda, bazarda formalaşan qiymətə təsir göstərmədən və tədricən

satışa çıxararaq tələb-təklif tarazlığının pozulmasının qarşısını ala bilər. Beləliklə, qiymətli kağızı satmağa səy göstərən səhmdar cəmiyyəti və ya dövlət təşkilatı emissiyadan zərər çəkməmiş olacaqdır.

Emissiyaya zəmanətin verilməsi bir tərəfdən emitent üçün faydalı hesab edilib bəzi neqativ halların yaranmasına da səbəb ola bilər. Vasisəçi qurum emissiyaya zəmanət verərkən müəyyən risklə qarşı qarşıyadır. Bu risk, qiymətli kağızların bazarda zəmanət verilən qiymətdən yuxarı qiymətlə satılmaması təhlükəsini daşıyır. Təbii ki, riski azaltmaq üçün investisiya bankı emitentdən emissiya olunacaq qiymətli kağızları bazar qiymətindən aşağı bir qiymətlə satın almağa səy göstərəcəkdir. Bu isə qiymətli kağızları emissiya edən şəxsi lazımı fondların əldə olunması istiqamətində daha çox sayda qiymətli kağız emissiya etməyə vadar edəcək ki, bunun nəticəsində emissiya xərcləri artacaq, buraxılan sənəd başına düşən qazanc payı azalacaqdır.

## İNVESTİSİYA BANKLARI

Birinci kateqoriyalı və ya ilkin kapital bazarında emissiyaya vasitəçilik edən quruluşlara bir qayda olaraq investisiya bankları (Investment Banks) adı verilir. Bu quruluşlara verilən ad əslində yanlışdır. Cunkü bu quruluşlar nə investor, nə də bir bank hesab olunurlar. Bunların kapital bazarlarındakı əsas funksiyası, əmanət sahiblərinin qənaət etdikləri fondların, bu fondlara ehtiyac duyan şəxslərin ixtiyarına keçməsinə vasitəçilik etməkdir. Bu vasitəçilik daha öncə qeyd olunduğu kimi, heç risk etmədən komisyon haqqına əsaslanan satışa vasitəçilik və ya emissiya edilən qiymətlilərin satın alınması ilə təkrar satılması fəaliyyəti kimi xarakterizə olunur. Lakin deyilənlər investisiya banklarının yalnız emissiyaya vasitəçilik etməklə və başqa bir fəaliyyətlə məşğul olmadıqları anlamına gəlməz. Bir investisiya bankı özəl emissiyalarda da qiymətli kağız buraxılışı və alicılara

təklifi prosesində komisyon haqqı müqabilində vasitəçilik missiyasını həyata keçirə bilər. İkinci kateqoriyalı bazarlarda isə həmin quruluşlar komisyonçu (broker) və tacir (dealer) kimi fəaliyyət göstərə bilərlər. Əslində emissiyaya vasitəçilik edən, xüsusilə də bu vasitəçiliyi zəmanət verərək həyata keçirən bir investisiya bankı ikinci kateqoriyalı bazarda fəaliyyət göstərməyi özünə borc bilir. Investisiya bankçılığı ilə məşğul olan bir vasitəçinin fəaliyyətinin müsbət qiymətləndirilməsi onun emissiyasına vasitəçilik etdiyi qiymətli kağızların ikinci kateqoriyalı bazarda uğurla alınıb satılmasına bağlıdır. Belə olmadıqda, həmin investisiya bankının vasitəçilik fəaliyyətinə investorların marağı düşəcəkdir. Bu səbəbə, investisiya bankı «sonrakı bazarı» da işlək saxlamaq, müştərisi olan investorlara ikinci kateqoriyalı bazarda da xidmət göstərməyə davam etmək məcburiyyətindədir.

Bir investisiya bankının əsas vəzifəsi, qeyd olunduğu kimi ilkin bazarda təklif olunan qiymətli kağızların satılmasına vasitəçilik etməkdir. Bu vasitəçilik funksiyasının icrasına paralel olaraq investisiya bankı müştərisinə müşavirlik xidmətini də göstərə bilər. Bu xidmət nəticəsində emissiya ediləcək qiymətli kağızin bazarda uğurla satılmasına köməklik ediləcək və ya həm emitent şirkətə, həmcinin də alıcı investorlara bazarı işlək saxlaya bilmək üçün zəruri məlumatlar veriləcəkdir. Bəzi hallarda, investisiya bankı istiqraz və ya aksiya buraxan səhmdar cəmiyyətin idarəetmə şurasında təmsil olunmaqla investorların maraqlarını daha da yaxından izləmək və səhmdar cəmiyyətin fəaliyyətinə daxildən nəzarət etmək ilə onun fəaliyyətini istiqamətləndirmək arzusunu da bildirə bilər.

Bir investisiya bankının qiymətli kağız emissiyasına vasitəçilik etmə missiyasının icrası aşağıdakı mərhələlərdən ibarətdir:

**1. Emissiyanın planlaşdırılması və müddətinin müəyyən olunması:** Emissiyanın müvəffəqiyyətlə başa çatdırılması, yəni bazara çıxarılan qiymətli kağızların arzu edilən müddətdə, arzu edilən qiymətlə satıla bilməsi, dövriyyəyə buraxılan qiymətli kağız növünün (istiqrazmı yoxsa aksiyamı); istiqraz növünün seçilməsi halında onun sahibinə verəcəyi təminatların, faiz qiymətinin müddətinin, dəyişdirilmə xüsusiyyətinə malik olub olmayıağının, aksiyanın seçilməsi halında isə sənədin satış qiymətinin, adlı və ya adsız olacağının, nominal qiymətin düzgün müəyyən olunmasına və tədavülə buraxılış vaxtının doğru təyin olunmasına bağlıdır. Bu müddəaların təyin və müəyyən edilə bilməsi üçün investisiya bankını təmsil edən mütəxəssislərlə emitent şirkətin əlaqədar menecerləri birgə, uzun və yorucu bir işin görülməsinə əmək sərv etməlidirlər. Bu proses ərzində investisiya bankı, emitent şirkətin maraqları ilə fərdi investor maraqlarının uyğun gəlməsinə diqqət yetirməli, kapital bazarının bugünkü, emissiya tarixində və sonrakı tarixlərdəki vəziyyətini doğru proqnozlaşdırmağa səy göstərməlidir ki, bu da emissiyanın müvəffəqiyyətlə başa çatdırılmasına müsbət təsir göstərə bilər.

Qiymətli kağız emissiyasını planlaşdırıran şəxs ilə investisiya bankı arasında həmin ərəfədə həll olunası vacib məsələlərdən qiymətli kağızin növü, qiyməti və emissiya tarixi məsələləridir. Düzgün təyin olunmayan qiymət aksiyanın və ya istiqrazın satılmamasına, ya da emissiyanın hełə ilk günlərində qiymət enişləri nəticəsində maliyyə itkilərinə səbəb ola bilər. Qiymətli kağız növünün və emissiya tarixinin də doğru təyin olunmaması yuxarıda qeyd olunan nəticələri meydana gətirə bilər.

İnvestisiya bankının mütəxəssisləri, planlaşdırma müddəti ərzində emitent şirkətin maliyyə strukturunu, fəaliyyət şərtlərini, aid olduğu sənaye sektorunu analiz

edərək əldə etdikləri nəticələri və kapital bazarındakı mövcud şərtləri nəzərə almalıdır.

Planlaşdırma dövrü, çox vaxt aparan işləri əhatə etdiyi üçün, uzun bir müddətdən və ya bir neçə aydan sonra başa çatdırıla bilər. Aparılan bu planlaşdırma işləri nəticəsində emitent şirkət qiymətli kağız buraxılışından imtina edə bilər və ya emissiyaya vasitəciliyin əlverişli olmadığını hesab edən investisiya bankı vasitəcilik etməmək qərarını verə bilər.

**2. Rəsmiyətin yerinə yetirilməsi:** Səhmdar cəmiyyətləri tərəfindən istiqraz və ya aksiya emissiyası qanunlarla tənzimləndiyi üçün bəzi rəsmi proseduraların yerinə yetirilməsi vacibdir. Ümumiyyətlə, ölkəmizdə fəaliyyət göstərən şirkətlər açıq satışla, yəni emissiya prospektinin\* dərc edilməsi ilə qiymətli kağız buraxılışına qərar verdikləri zaman Azərbaycan Respublikası Qiymətli Kağızlar Haqqında qanunvericiliyin ümumi əsaslarına müvafiq olaraq aşağıdakı maddələrə riayət etməlidir:

- Emissiya prospektinin qeydə alınmasını tələb edən açıq (kütləvi) emissiya zamanı emitent emissiya prospektində olan məlumatı əldə etmək imkanını təmin etməyə və dövri mətbuatda məlumatın açıqlanması üçün bildiriş dərc etməyə borcludur.
- Emitent, həmçinin emissiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsini həyata keçirən kapital bazarının peşəkar iştirakçıları istənilən potensial sahiblərə qiymətli kağızları almaqdan öncə açıqlanan məlumatı almaq imkanı yaratmalıdır.

---

\* Емиссийа проспекти (Авенуе оф емиссион) – емитент ширкятын малийя вязийяты, емиссийа етдии каязылар вя с. кими там, дөрү вя дягиг мялуматлар, якс етдириян сяняддир.

- Emitent, emissiya prospektini qeydiyyatdan keçirdiyi halda, müvafiq icra hakimiyəti orqanının müəyyən etdiyi qaydada ildə bir dəfə ölkə səviyyəli mətbuat orqanında özünün maliyyə-təsərrüfat vəziyyəti və fəaliyyətinin nəticələri (emitentin balansı) haqqında əsas göstəriciləri dərc etdirməlidir.

**3. Qiymətli kağızların satışı:** Bu mərhələdə investisiya bankı qiymətli kağızları buraxan şəxsə sənədlərin satılmasında vasitəçilik edər. Bu vasitəçilik missiyası, qiymətli kağızların, emitentlə qabaqcadan razılaşılan şərtlərlə investorlara satılmasını və ya sonra investorlara satmaq üçün qiymətlilərin satışına zəmanət verərək alınmasını nəzərdə tutur. Üçüncü bir vasitəçilik variantı da mövcuddur ki, burada investisiya bankı tədavülə buraxılan qiymətli kağızların bir müddət satışına müəyyən komisyon haqqı qarşılığında vasitəçilik edər və müddət bitdikdən sonra satılmayan qiymətliləri qabaqcadan danışılmış qiymətdən satın alar.

Vasitəçilik prosesində satçı qiyməti planlaşdırma periodunun axırında təsbit edilir. Əgər emitent şirkətə məxsus qiymətli kağızlar dövriyyədə mövcuddursa, təkrar emissiyadakı sənədlərin dəqiq qiyməti buraxlışa bir-iki gün qalmış təyin olunur. Bunun səbəbi, qiymətin bazar qiymətindən çox fərqlənməsinə yol verməməklə emissiyanın uğurla başa çatdırılmasına nail olmaq və zəmanət verərək vasitəçilik funksiyasını icra edən investisiya bankının üzləşəcəyi riski azaltmaqdır.

Emissiyaya vasitəçilik edən bir investisiya bankı vasitəçilik missiyasını əvvəldən sonadək tək başına həyata keçirdiyi kimi, göstərilən xidmətin müəyyən mərhələlərində başqa investisiya banklarının xidmətindən də faydalana bilər. Bir investisiya bankının rəhbərliyi altında bir neçə

investisiya bankının vasitəçilik missiyasının həyata keçirməsinə «həmkarlıq» adı verilir.

Bir neçə investisiya bankının birləşərək (həmkarlıq) emissiyaya vasitəçilik etmələrinin səbəbləri bunlardır:

- Emissiyası planlaşdırılan qiymətli kağızın toplam dəyəri bir investisiya bankının satın alma gücündən çoxdur.
- Satışına zəmanət verilən qiymətli kağızın daşıdığı risk yüksəkdir.
- Vasitəçi qurumun satış strukturu emissiyanın vaxtında başa çatdırılmasına imkan vermir.
- Vasitəçi qurumun təşkilati strukturu qiymətli kağızların kütləvi şəkildə yerləşdirilməsinə (satılmasına) imkan vermir.

Emissiyaya həmkarlıq yolu ilə vasitəçilik edən investisiya bankları, qiymətli kağızın satışını ya özləri həyata keçirir, ya da bunun həyata keçirilməsi üçün digər investisiya banklarının və ya vasitəçilərin xidmətindən faydalayırlar. Vasitəçilərin bir araya gələrək satışa vasitəçilik etdikləri zaman satış qiyməti kimi, birləşmə ərəfəsində təyin olunan sövdələşmə qiyməti əsas alınmalıdır. Öks halda, yəni qabaqcadan təyin olmuş qiymətdən aşağı qiymətlə satış aparılsa, satışı aparan vasitəcidi qiyamət enişi səbəbindən yaranacaq zərərlərin qarşılığının satıcıya ödənilməsi tələb olunacaqdır. Bununla yanaşı, təkrar kapital bazarında investisiya bankı qiymətliləri uyğun hesab etdiyi qiymətlə sata bilər.

## 6.2. İKİNCİ KATEQORİYALI KAPİTAL BAZARI

İkinci kateqoriyalı və təkrar kapital bazarları əvvəlcə də qeyd olunduğu kimi, ilkin kapital bazarında tə davül edilmiş qiymətli kağızların təkrar alınıb satıldığılar bazarlardır. Bu

bazarlar qiymətli kağızlar birjaları ilə sərbəst kapital bazarlarından ibarətdir. Təkrar bazarda investorlara qiymətli kağızlar üzrə alqı-satqıda və əqdlərin bağlanmasında xidmət göstərən şəxs və qurumlar da, şəxsi mənafə və hesabları üçün çalışan tacirlər (dealer) və komisyon haqqı müqabilində çalışan komisyonçulardır (broker). Bazar qaydalarının, işləməsinin və təşkilati strukturunun hər ölkənin tarixi inkişafı və ehtiyacları baxımından fərqlənməsinə baxmayaraq, işləyiş forması və təşkilati strukturda oxşar cəhətlərə rast gəlmək olar.

## SƏRBƏST KAPİTAL BAZARI

Sərbəst kapital bazarı ifadəsi ilə, qiymətli kağızların alınıb satıldığı yer yox, həmin sənədlər üzrə alqı və satqının aparılması şəkli başa düşülür. Bu bazar qiymətli kağızin alınıb satıldığı hər yerdə mövcud ola bilər. Alqı-satqı müəyyən bir ərazini əhatə etdiyi kimi, bütün ölkəni və hətta ölkələri də əhatə edə bilməkdədir.

Sərbəst kapital bazarında alqı-satqıya vasitəcilik edən şəxslər, adətən vasitəçi qurumlar kimi tanınırlar. Bunlar, bazarda iki şəkildə fəaliyyət göstərirler. Birinci şəkildə komisyonçu və ya broker kimi alqı-satqıya vasitəcilik edirlər, ikinci şəkildə isə tacir və ya diler kimi öz mənafə və hesabları üçün qiymətli kağızin alqı-satqısı ilə məşğul olurlar.

Sərbəst kapital bazarında qiymətli kağızin qiymətləri təklif və tələbə görə formalasır. Bir qiymətli kağızi öz hesabına və ya komisyonçu kimi müştərisinin hesabına satın almaq istəyən bir firma həmin qiymətli kağız üçün bir qiymət təklif edər. Təklif olunan bu qiymət tələb qiyməti (bid price) adlandırılır. Satış üçün təklif olunan qiymət isə təklif qiyməti (askinq price və ya offering price) adlandırılır. Tələb qiyməti ilə təklif qiyməti arasındaki fərq (spread) tələb və təklif edən vasitəçi qurumlar arasında aparılan danışqlar nəticəsində

sıfırda endirilə bilsə alış-veriş əməliyyatı gerçəkləşdirilmiş olacaqdır.

İkinci kateqoriyalı sərbəst kapital bazarda öz mənafeləri üçün çalışan dilerlər çeşidli qiymətli kağız ehtiyatına sahib ikən, başqasının mənafeyi üçün komisyon haqqı əvəzində çalışan brokerlər isə bu cür ehtiyata ehtiyac duymazlar. Ancaq həm broker, həm də diler kimi fəaliyyət göstərən firmalara rast gəlmək mümkündür.

Sərbəst bazarda alqı və satqlar topdan və pərakəndə ola bilər. Bir firma digər dilerlərə ixtiyarında olan ehtiyatdan topdan qiymətli kağız satar və topdan alan digər dilerlər investorlara qiymətli kağızları pərakəndə olaraq satarlar. Satqı və alqı arasındaki fərq dilerlərin ümumi mənfəətini təşkil edərkən, komisyonçuların və ya brokerlərin ümumi mənfəətini alqı-satqı predmetləri üzrə aldıqları komisyon haqqı təşkil edər. Həm dilerlərin, həm də brokerlərin mənfəət payları müəyyən səbəblərdən arta və ya azala bilər. Məsələn, yüksək keyfiyyətli, yəni az riskli bir qiymətli kağızin satışından təmin olunan ümumi mənfəət payı, yüksək riskli qiymətli kağızin satışından təmin olunan ümumi mənfəət payından azdır. Bununla yanaşı, alınan və ya satılan qiymətli kağızların sayı və dəyəri vasitəcilərin qazanclarına artırıcı və ya azaldıcı təsir göstərən başqa bir amildir. Belə ki, böyük məbləğlərlə aparılan alqı-satqı əməliyyatlarında mənfəət payı az, kiçik məbləğlərdə isə həmin pay daha çox nəzərdə tutulur.

Sərbəst kapital bazarlarında adətən aparılan alqı-satqı əməliyyatları anonim şəkildə aparılır. Qiymətli kağıza investisiya qoymaq və ya portfelindəki qiymətli kağızları satışa çıxarmaq istəyən investorun şəxsiyyəti açıqlanmaz, prosesə vasitəcilik edən qurum isə pərdə arxasında qala bilər. Bu formada alqı-satqının aparılması məqsədilə diler və ya

brokerlər bazarda fəaliyyət göstərən başqa dilerlərə müraciət edərək onların köməkliyi ilə vasitəçilik edərlər.

Sərbəst kapital bazarlarının investor baxımından malik olduğu üstün cəhətlərlə yanaşı, mənfi cəhətlərə də malik olduğu qeyd oluna bilər. Sərbəst kapital bazarlarında adətən kiçik və riskli şirkətlərin və firmaların qiymətli kağızları tədavül edilir. Riskin böyük olması ilə yanaşı, bu növ qiymətlilərdən alınan gəlir çox yüksəkdir. Həmin qiymətli kağızların qiymətləri müəyyən müddət ərzində böyük artmalar nümayiş etdirə bilər. Bu səbəbə sərbəst kapital bazarları investorlar üçün sadəcə olaraq dividend qazancı əldə etməklə yanaşı, sərmayə qazancını əldə etmək imkanını verir. Qoyulan hüquqi qadağalar sərbəst kapital bazarlarındakı riski azalda bilər. Azalan bu risk müqabilində rabitə texnologiyasının inkişafına paralel olaraq sərbəst kapital bazarlarında investor və vasitəçilərə sürətli və lazımı məlumatlar verilə biləcəkdir.

Sərbəst kapital bazarında bir investorun istər alqı-satçı qiymətində, istərsə də vasitəciyə ödənilən komisyon haqqında kələk gəlməklə aldadılması riski böyükdür. Investorun qiymətli kağızlar birjasında isə bu şəkildə aldadılmasına nadir hallarda rast gəlmək olar. Sərbəst kapital bazarları investorlara əməliyyatların ćevik şəkildə və sürətlə həyata keçirilməsini təmin edə bilməz. Bu səbəbə, həmin bazardan qiymətli kağız satın alan şəxs aldığı sənədləri istədiyi anda nağd pula çevirmək imkanına malik deyildir. Lakin Qərb ölkələrinin sərbəst kapital bazarında bazarın malik olduğu neqativ cəhətlərin aradan qaldırılması istiqamətində müəyyən inkişaf müşahidə olunur ki, bu da investorların həmin bazarlara olan marağını artırır.

## **QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BİRJALARI**

Qiymətli kağızlar birjaları, kotirovkaya alınmış istiqraz və aksiyalar üzrə alqı-satçı əməliyyatlarının aparıldığı

yerlərdir. Tərifdən də anlaşıldığı kimi yalnız kotirovkaya alınmış qiymətli kağızlar birjada dövriyyə edə bilər. Lakin bəzi müstəsna hallarda birjada kotirovkaya alınmamış istiqraz və aksiyaların da birjada dövriyyə edildiyi müşahidə oluna bilər.

Qiymətli kağızlar birjalarının ümumən kapital bazarları, özəl olaraq da investorlar ilə bazardan fond tələb edən şəxslər baxımından müəyyən faydalara sahib olduğu qeyd olunur. Bu faydalaların başlıcası odur ki, birjalar qiymətli kağızlar üçün daimi bazar yerini təşkil edirlər. Daimi bazarın təşkil olunmasının məqsədi, qiymətlilərin nümayiş etdirdikləri cüzi qiymət dəyişiklikləri üzərindən rahatlıqla alınıb satılmalarının təmin edilməsidir. Müəyyən bir qiymətli kağız

- sıx-sıx tədavül edilə bilirsə,
- tələb və təklif qiymətləri arasındaki fərq cüzidirsə,
- alqı və satqı əməliyyatları sürətlə həyata keçirilsə,
- aparılan əməliyyatlar arasındaki qiymət fərqləri cüzidirsə,

həmin qiymətli kağız üçün daimi bazar yeri təmin oluna bilər. Belə bir qiymətli kağız üçün kapital bazarında sağlam bir təklif həcminin mövcudluğuna şübhə ola bilməz. Bu təklif həcmimin mövcudluğu və sürəkliliyi isə qiymətli kağızı sağlam bir investisiya predmetinə çevirir.

Qiymətli kağızlar birjalarının ikinci faydası birjada dövriyyə edən istiqraz və aksiyalara dair qiymətlərin doğru şəkildə təsbit edilməsinin təmin olunmasıdır. Qiymətin obyektiv və doğru şəkildə formallaşması birjanın aşağıdakı xüsusiyyət və funksiyonallığının bir nəticəsidir: Birjada

aparılan əməliyyatlar və bağlanılan əqdlər təklif və tələb qanunlarına uyğun olaraq gerçəkləşdirilir. Qiymətli kağızları birjada tədavül edilən səhmdar cəmiyyətlərin maliyyətəsərrüfat fəaliyyəti barədə ən yeni və doğru məlumatlar birja vasitəsi ilə içtimayyətin müzakirəsinə təklif olunur. Bu müzakirə imkanı, investora və ya qiymətin formallaşmasına təsir göstərən mütəxəssislərə qiymətli kağızin real qiymətini müəyyən etmədə yardımçı olur. Buna görə aparılan alqisatqı əməliyyatları, doğru qiymətlərlə həyata keçirilir. Birjada formallaşan qiymətlər ilə təklif və tələb qiymətləri qısa müddətdə birja xaricinə yayılma bilər. Birja xaricinə çıxan bu məlumatlandırma birjada təklif və tələbin kifayətsizliyi səbəbi ilə suni qiymət formalışmalarının qabağını alar. Birjada dövriyyə edən qiymətli kağızlar üçün çəkilən müxtəlif xərclər minimal səviyyədə tutulur. Əməliyyat xərclərinin minimal səviyyədə olması, investorların maraqlarını cəlb edərək aparılan əməliyyatların möbləğini və mürəkkəbliyini artırır. Bütün bu xüsusiyyətlər tamamilə rəqabət şərtlərinə əsaslanan bir bazarın formallaşmasına imkan verir. Bu səbəbə, birjada tədavül edilən istiqraz və aksiyalar üçün qısa müddətdə olmasa da, müəyyən bir müddət ərzində tədricən doğru qiymət formalışmaqdadır. Qiymətin doğru şəkildə formalışmasının investorlara, kapital bazarına təklif buyuran səhmdar cəmiyyətlərinə və ümumən ölkə iqtisadiyyatına müsbət təsir göstərəcəyi şübhəsizdir. Belə olduqda, investorlar kapital bazarlarına etibar edərək artıq fondlarını qiymətli kağızlara investisiya edəcək, bu fondlara ehtiyac duyan şəxslər isə həmin fondlardan rahatlıqla istifadə edəcəkdir. Nəticədə, ölkədə formallaşan əmanət və investisiyalar ölkə iqtisadiyyatının xeyrinə işləyəcəkdir.

Qiymətli kağızlar birjaları, fonda ehtiyacı olan səhmdar cəmiyyətlərin bu ehtiyaclarının asan və tezliklə ödənilməsi istiqamətində də faydalı olurlar. Birjada kotirovkaya alınmış

aksiya və istiqrazlar üçün əlverişli bazar sayılan qiymətli kağızlar birjaları, bu qiymətli kağızları emissiya etmiş şirkətlər üçün ilkin bazardan da fondun təmin edilməsini asanlaşdırır.

Qiymətli kağızlar birjalarının başqa bir faydası, bazarda tədavül edilən qiymətlilərin qiymətlərinə əsaslanaraq ölkə iqtisadiyyatının yaxın gələcəyini proqnozlaşdırmaqdə köməklik göstərməsidir. ABŞ-da aparılan araşdırımlar, birjadakı qiymətlərin düşməyə başlamasından dörd-beş ay sonra iqtisadiyyatda tənəzzülün baş verəcəyini göstərmişdir. Ancaq 1939-cu ilə qədər açıq şəkildə müşahidə olunan bu paralelliyyin o ildən bəri təsirliyiitməyə başladı, aksiya və istiqraz qiymətlərinin artmasına baxmayaraq, iqtisadiyyatın böhrana girdiyi və ya əksinin olduğu hallara rast gəlmək olardı.

Qiymətli kağızlar birjalarının, qiymətli kağızlar üçün daimi bazar yerini təşkil etməsi və qiymətlərin obyektiv şəkildə formallaşması üçün şərait yaratması, birjaların hər cəhətdən faydalı qurumlar olduğunu bir daha təsdiqləyir. Ancaq oxuyucuda yanlış təsəvvürün yaranmaması üçün onu da qeyd etmək lazımdır ki, birjalar spekulyativ əməliyyatların aparıldığı bazar yeri ola bilər və ya bəzi qiymətli kağızlar üçün daimi bazar yerini təşkil etməyə bilər.

Bir istiqraz və ya aksiyanın birjada kotirovkaya alınmasının investor və emitent şirkətə verdiyi faydalar aşağıdakı kimi xarakterizə edilə bilər:

- Birjada kotirovkaya alınma üsuluna uyğun olaraq qurulan səhmdar cəmiyyəti, həmin üsula uyğun olaraq da aksiya və ya istiqraz buraxacaqdır. Belə olduqda, investorun bu kimi mövzularda aldadılması mümkün olmaz.

- Qiymətli kağızları birjada kotirovkaya alınmış şirkətlər birjaya ən yeni maliyyə-təsərrüfat göstəricilərini təqdim etməyə borcludurlar. Buna görə qiymətli kağız almaq və ya satmaq istəyən investor şirkət haqqında gizli olmayan hər cür məlumatla vaxtında təmin edə bilər.
- Birjada kotirovkaya alınmış qiymətli kağızlar üçün daimi bazar yeri vardır. Investor portfelində yer tutan aksiya və ya istiqrazları çox qısa müddətlə nağd pula çevirə bilər.
- Birjalarda formalaşan qiymətlər haqqında məlumat hər gün investorlara çatdırıldığı üçün qiymətli kağızların sahibləri həm qiymətlərdə baş verən dəyişiklikləri izləyə bilmək, həm də yaranacaq riskdən özlərini vaxtında qoruya bilmək şansını qazanırlar.
- Birjada kotirovkaya alınmış qiymətli kağızlar, birjada alınıb satıldığı halda, investorlardan cüzi həcmində bir komisyon haqqı alınır. Investor alqı və satqı qiymətlərini rəsmən öyrənə bilər. Bu səbəbə cüzi xərcdə əməliyyat apara bilər və aldadılması ehtimalı ola bilməz.
- Birjada tə davül edilən qiymətli kağızların qiymətlərində spekulyativ dalgalanmaların olmadığı üçün kotirovkaya alınmış qiymətlilər investor baxımından etibarlı investisiya qoyuluşu xarakterini daşıyır.

Qiymətli kağızlarını birjada kotirovkaya verən bir şirkətin əldə edəcəyi faydalar isə bunlardır:

- Kotirovkaya alınmış aksiya və istiqrazlar sağlam bir bazar şəraitində tə davül edildiyi və qiymətlərində nəzərə çarpan dalgalanmaların

mövcud olmadığı üçün, qiymətli kağızları birjada dövriyyə edən bir şirkət sonrakı buraxılışlarda qiymətli kağızları uyğun bir bazarla təmin edə bilər.

- Şirkət müdiriyyəti tədavüldə olan aksiya və istiqrazlarına dair gündəlik məlumatlar barədə birja bülletenlərindən xəbərdar ola biləcək, qiymətlərdə yaranan neqativ dəyişmələrin şirkət müdiriyyətinin çıxardığı qərarlardan təsir alındığı aşkar olsa, lazımı ölçülər götürərək onun qarşısını vaxtında alacaqdır.
- Birja bülletenlərində, barəsində məlumat verilən şirkətlər cəmiyyətdə də tanınmaq imkanını əldə edəcəklər.

Birjalar haqqında daha geniş məlumat (onların dünyadakı mövcud növləri, onlarla aparılan əməliyyat və s. kimi) sonrakı fəsildə veriləcəkdir.

### **6.3. ÜÇÜNCÜ KATEQORİYALI KAPİTAL BAZARI**

Üçüncü kateqoriyalı kapital bazarı, öncə də qeyd olunduğu kimi birjada kotirovkaya alınmış qiymətli kağızların, birja xaricində alınıb satılması üçün təşkil olunmuş bir bazar növüdür. Bu bazarların strukturu, sərbəst kapital bazarlarının strukturuna oxşayır. Bazardakı vasitəçilər, mümkün olacaq hər yerdə bazar təşkil etməyə çalışırlar. Vasitəçilər, birjada tədavüldə olan qiymətli kağızlardan ibarət böyük qiymətli kağız ehtiyatlarına malikdirlər. Bu bazardakı vasitəçilər, birjada fəaliyyət göstərən brokerlərin əsas rəqibləri hesab olunurlar. Buna görə də brokerlərin qazandıqları komisyon gəlirlərinin azalmasına səbəb ola bilərlər.

### **BİRJADANKƏNAR KAPİTAL BAZARLARI**

Birjadankənar kapital bazarları, birjalarda kotirovkaya alına bilməyən şirkətlərin, kapital bazarda fond axtarmaları nəticəsində meydana gəlmişlər. Belə bazarlar əsasən ABŞ-da daha çox yayılmışdır. Bu bazzarda dövlət qiymətli kağızlarla yanaşı, digər qiymətlilərlə ticarət əqdləri, kompüterlər və ya telefon, teleks əlaqələri ilə həyata keçirilir. Ölkədə dövlət qiymətli kağızlarının böyük əksəriyyəti kitab yazıları formasında və ya federal ehtiyatlar sisteminin verilənlər bankında yadda saxlanılır.

Bir çox birjadankənar bazzarda qiymətli kağızların dövriyyəsi müasir kommunikasiya vasitələri və kompüter texnoloqiyası əsasında yerinə yetirildiyi üçün təşkilatlaşdırılmış birjalara nisbətən kapital bazarinın işləməsinə böyük köməklik göstərilər.

Birjadankənar bazzarda qiymətli kağızlar, birjada olduğu kimi, müəyyən üvnana sahib olan yerlərdə alınır satılmaz. Əqdin bağlanılması, vasitəcilərin bir-biriləri ilə əlaqə saxlamağa xidmət göstərən kommunikasiya vasitələri ilə yerinə yetirilir. Rəsmi birja bazarı kimi fəaliyyət göstərmədiyi üçün bazarda fəaliyyət göstərən vasitəcilərin birjaya üzv olmaları məcburi deyildir.

Vasitəcilər, birjalarda olduğu kimi, gördükleri iş üçün sifarişçilərdən komisyon haqqı alırlar. Bundan başqa, icra etdikləri alqı-satqlarda özlərinəməxsus qiymətli kağız portfelindən faydalanairlar.

Aksiyalarını belə formada alqı-satqıya buraxan şirkətlər üçün kotirovkaya düşmək məcburiyyəti yoxdur. Lakin bu qaydanın istisnasi kimi NASD firmasının NASDAQ (National Assotiation of Securities Dealers Avtomated Quotations)-investisiya dilerlərinin milli assosiasiyanın avtomatlaşdırılmış ticarət sistemidir. Bu sistemdə informasiyaya müraciət üç səviyyədə aparılır. Birinci səviyyə bütün istifadəçilər üçün nəzərdə tutulmuşdur

və onlar sistemə müraciət edərək, ticarətdə olan bütün qiymətli kağızların kotirovkaları haqqında məlumatları ala bilerlər. Bu məlumatlar kapital bazarda həyata keçirilmiş əqdlərə əsaslanaraq NASDAQ sistemində toplanır. Birinci səviyyədə sistem 120 min terminal vasitəsi ilə istifadəçilərə xidmət göstərir və gün ərzində 125 milyondan çox aksiya dövriyyəsi olan qiymətli kağız əqdləri haqqında məlumatları istifadəçilərə çatdırır.

İlk növbədə dilerlər üçün nəzərdə tutulmuş ikinci səviyyədə qiymətli kağızların alqı və satqısı haqqında təkliflər istifadəçilərə çatdırılır. Bu səviyyədə dilerlər özlərinəməxsus uyğun təklifləri də sistemə daxil edə bilərlər.

Üçüncü səviyyədə informasiyaya yalnız birja üzvləri müraciət edə bilərlər. Bu informasiya növbədə olan bütün təkliflər, həyata keçirilmiş bütün əqdlər, bütün qiymətli kağız növlərinin gün ərzində minimal və maksimal qiymətlərini eks etdirir.

Qiymətli kağızların alınması və satılması üzrə sifarişlər NASDAQ sisteminə müxtəlif üsullarla - kompüterin klaviaturasından, sensor ekranından, səs sintezatoru vasitəsi ilə və ya kağız daşıyıcıları ilə daxil edilir. Düzənləşlər və dəqiqləşdirmələrin aparılması üçün daxil edilmiş sifarişlərin dilerlərə çoxsaylı qaytarılması imkanı sistemdə olan informasiyanın etibarlılığını tamamilə təmin edir.

Qarşılıqlı təkliflərin aşkar edilməsi və sistemləşdirilməsi ikiqat auksion prinsipi ilə ilk növbədə sifarişlərin qiymətləri, qiymətlər eyni olduqda isə daxil olunma vaxtı üzrə nizamlama üsulu ilə yerinə yetirilir. Bir-birinə yaxın olan təkliflər üçün qiymətli kağız sifarişlərinin məzənnələri elə seçilir ki, bu məzənnə ilə realizə olunan qiymətli kağızların sayı maksimal olsun. Bundan sonra redaktə olunmuş təkliflər əqdlərin bağlanılmasının təsdiq edilməsi üçün brokerlərə qaytarılır. Əqdin bağlanması təsdiq olunduqda

hər iki iştirakçı bir-biri ilə klirinq-hesablaşma mərkəzində və uyğun ticarət sahəsinin depozitariyasında hesablaşırlar.

Birjadankənar ticarətin mütəşəkkil kompüter bazarlarının hal-hazırda NASDAQ-dan başqa aşağıdakı nümayəndələri fəaliyyət göstərir: COATC (Canadian Over-the-counter Automated)-Kanadanın birjadankənar avtomatlaşdırılmış ticarət sistemi; SESDAG (Singapore Stock Exchange Dealing and Automated Quotation System) – Sinqapur fond birjası nəzdində kotirovka və dilinq üzrə avtomatlaşdırılmış sistem.

Yuxarıda adları açıqlanan və açıqlanmayan bütün birjadankənar bazarların ən böyük mənfi cəhəti, nəzarətin zəifliyi üçbatından investorların maliyyə risklərinin artmasıdır. Bununla yanaşı, texnoloqiyadakı tərəqqinin təsiri altında birjadankənar bazarların beynəlxalq miqyasda populyarlaşması, aşağı xərclə əməliyyat apararaq yüksək qazanc əldə etmək imkanını verməsi həmin bazarların yaxın gələcəkdə daha da güclənəcəyini göstərir.

#### **6.4. DÖRDÜNCÜ KATEQORİYALI KAPİTAL BAZARI**

Dördüncü kateqoriyalı kapital bazarları, ən yeni yaranan bazarlardır. Bu bazzarda əsasən, zəngin qurum və şəxslərin iştirak etdiyini qeyd etmək olar. Adı gedən şəxslərin əsas məqsədləri, vasitəciyə komisyon haqqı ödəmədən qiymətli kağızlarla birbaşa alqı-satqı əməliyyatlarını aparmaqdır. Dördüncü kateqoriyalı kapital bazarları haqqında əldə olan məlumat çox məhduddur. Çünkü bu bazzarda həyata keçirilən əməliyyatlar və bağlanılan əqdlərin qeydiyyatı aparılmır. Bu bazzarda alıcı və satıcıları üz-üzə gətirən şəxslər mövcuddur. Dördüncü kateqoriyalı bazzarda böyük həcmərdə alış-verişlə məşğul olanlar bir-birilərlə daima əlaqə saxlayarlar. Digər bazzarda müşahidə olunan qiymətli kağız rezervləri, risk etmək, kredit tədarükü kimi fəaliyyətlər və vasitəcilər, bu

bazarlarda müşahidə olunmaz. Qeyd etdiyimiz kimi, bazarı formalaşdırın bir və ya bir neçə şəxs vardır. Bu şəxslər, «satın al» və «sat» şəklindəki istəklərini qarşı tərəflərə çatdırırlar. Bunun qarşılığında isə müəyyən komisyon haqqı alırlar. Ümumiyyətlə, böyük məbləğdəki bir alqı-satçı əməliyyatının xərci, başqa bazarlara görə daha ucuzdur. Dördüncü kateqoriyalı bazarda fəaliyyət göstərmənin əsas səbəbləri, sərfəli qiymət axtarışı, komisyon xərclərinə qənaət, əməliyyatın sürətlə yerinə yetirilməsi, şirkət adının gizli saxlanması və s. kimi səbəblər ola bilər.

İnkişaf etmiş kapital bazarlarına sahib olan ölkələrdə, fiziki şəxslər üçün dördüncü kateqoriyalı bazar əməliyyatlarını həyata keçirən təşkilatlar vardır. Bu təşkilatlar alıcı və satıcı arasındaki əlaqəni telefon və ya birbaşa görüşmə yolu ilə təmin edirlər.

## **7-Cİ FƏSİL. QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BİRJALARI**

Birja ticarətinin keçmişini eramızdan əvvəl 180-ci ildən Roma İmperatorluğununa qədər uzanan dövrə təsadüf etdiyi iddia olunur. Dünyada ilk birja 15-ci əsrə qurulmuşdur. Ticarətin təkmilləşdirməsi və satışların müddətli aparılması, tacirlərin satdıqları mal qarşılığında aldığıları ticarət sənədlərini nağd pula dəyişdirmək zəruriyyətini yaratmışdır. Həmin sənədlərin diskont etdirilməsi, qiymətli kağızların mübadiləsinə zəmin yaratmışdır. İlk qiymətli kağızlar birjası 1460-ci ildə Antvert şəhərində quruldu. Bu birja bugünkü tərzə uyğun olaraq borc xarakterli qiymətli kağızların buraxılışına və tə davülünə vasitəçilik etmişdir. 16 -ci əsrə təsis olunan Amsterdam birjası Antvert birjasını əvəz etmişdir. Həmin əsrə Avropanın müxtəlif ölkələrində birjalar quruldu. İlk dəfə aksiya qiymətli kağızı «Hollandiya Şərqi Hindistan» şirkəti tərəfindən emissiya edilmişdir. Bu aksiyalar Amsterdam Əmtəə Birjasının nəzdində fəaliyyət göstərməyə başladı. Beləcə investorlar faiz qazancı ilə yanaşı,

ilk dəfə mənfeətdən payı nəzərdə tutan qazancla tanış oldular.

Sənayedəki proseslə birlikdə sürətlə artan investisiya qoyuluşları, qiymətli kağızlar birjalarının inkişafına və yayılmasına təsir göstərmişdir.

Bu gün dünyanın qabaqcıl birjalarından olan Nyu-York Birjasının təsis tarixi 17 May 1792-ci ilə təsadüf edir. Bu tarixdən öncəki illərdə şirkətlərin aksiya və istiqrazlarını satan tacirlər Nyu-Yorkun Vol Strit kimi tanınan küçəsində qurulan bazara təklif buyuran şəxslərə sərbəst bazar şərtləri ilə satışı gerçəkləşdirmişdirlər. Lakin 1792-ci ilin mayın 17-də 24 tacir birləşərək Nyu-York Birjasının təsis olunması üçün bir müqavilə imzaladılar. Bu müqavilənin imzalanmasından bir müddət öncə aksiyalar üzrə aparılan alqı-satçı əməliyyatları Vol Strit küçəsindəki bir çinar ağacının altında həyata keçirildi. Müqavilənin imzalanmasından sonra birja ticarəti 1817-ci ilə qədər həmin yerə yaxın olan bir kafedə aparılırdı. Birja 1817-ci ilə qədər «New York Stock and Exchange Board» adı altında fəaliyyətini davam etdirmiş və birjanın adı 1863-cü ildə «New York Stock Exchange» adı ilə dəyişdirilmişdir.

ABŞ-da investorların qorunması istiqamətində aparılan işlərin, ümumiyyətlə, kapital bazarının inkişafında çox böyük rolü olmuşdur.

Qiymətli kağızlar birjaları 19-cu əsrдə əlverişli investisiya sahələrini axtaran kapital sahiblərinin əməyi sahəsində formalasdırılmışdır. O ərəfələrdə qiymətli kağızlara sahib olan və həmin qiymətlilərin tədavül edilməsini istəyən şəxslərin görüşəcəkləri müəyyən bir yer yox idi. Əməliyyatlar, əsasən küçələrdə həyata keçirildi. Daha sonra mübadilə aktlarının sayı artdıqca, kafelər, yeməkxanalar, qiymətli kağızların mübadilə edilməsi məqsədi ilə istifadə olunmağa başladı. Əməliyyatların

artması və rəsmiyyət qazanması işlərin idarə olunmasının müəyyən qaydalara uyğun olaraq aparılmasına gətirib çıxardı.

Bu gün bir çox ölkələrdə fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar birjaları mövcuddur və onların sayı 200-dən artıqdır. Adı gedən birjaların bəziləri yerli idarəetmə, bəziləri ölkə miqyasında idarəetmə, bəziləri isə beynəlxalq miqyasda idarəetmə əsasları ilə fəaliyyət göstərirlər. Ən nəhəng milli qiymətli kağızlar birjaları, ölkənin baş maliyyə mərkəzlərində yerləşən birjalar sayılır. Əməliyyatları ümummilli miqyasda olan şirkətlərin səhmləri bu birjalarda cəmləşir. Əyaləttə yerləşən birjalar isə öz mövqelərini itirir. Beləcə monosentrik (mərkəzləşmiş) birja sistemi formalaşır. Misal üçün, belə növ birja İngiltərədə mövcuddur. Buradakı London birjası beynəlxalq miqyaslı qiymətli kağızlar birjası adlanır, çünkü o, öz tərkibinə nəinki Britanyanın, həmçinin də İrlandiyanın birjalarını daxil etmişdir. Yaponiya və Fransada da monosentrik birja sistemi mövcuddur. Bu ölkələrdə əyalət birjaları vardır, lakin onların rolü o qədərdə əhəmiyyətli deyildir. Ümumiyyətlə beynəlxalq miqyasda fəaliyyət göstərən birjaların ən mühüm olanları Nyu York, London, Tokio, Toronto, Paris və Frankfurt qiymətli kağızlar birjalarıdır.

Bir sıra ölkələrdə polisentrik birja sistemi fəaliyyət göstərir. Bu sistemdə bir neçə fond ticarət mərkəzləri təxmini bərabər mövqeyə sahibdir. Misal üçün Kanadada, Montreal və Toronto birjaları, Avstraliyada isə Sidney və Melburn birjaları bu sahədə qabaqcıl sayılırlar.

ABŞ-in qiymətli kağızlar bazarı bu planda spesifikasi olaraq qalır. Buradakı bazar o qədər genişdir ki, Nyu-York və Amerika qiymətli kağızlar birjalarından əlavə, bir sıra iri əyalət birjalarının da fəaliyyət göstərməsini təmin edir. Ona

görə də ABŞ-in birja sistemi, qarşıq tipli sistemi özündə təcəssüm etdirir.

Əməliyyat həcmində görə dünyanın ən böyük birjaları Nyu York, Tokio və London birjaları hesab olunurlar.

## 7.1. PARİS BİRJASI

Paris birjasının keçmişçi çox qədim illərə təsadüf edir. Paris Qiymətli Kağızlar Birjasına göndərilən bütün əmrlər, vasitəçilər tərəfindən icra olunur. Adı gedən vasitəçilərdən birja komisyonçuları (brokerlər) ən mötəbər statusa malikdirlər. Həmin komisyonçular öz mənafeləri naminə heç bir əməliyyat apara bilməzlər. Əmrlərini icra etdikləri şəxslərin sırlarını başqalarına açıqlaya bilməzlər. Broker fəaliyyəti ilə məşğul olan müəssisələr yüksək qiymətlə başqalarına satılıa bilər və satılmaqdadır.

## 7.2. LONDON BİRJASI

İngiltərədə qiymətli kağızlarla aparılan alqı-satqı əməliyyatlarının tarixi 1688-ci illərə təsadüf edir. Əvvəllər qiymətli kağız alqı-satqısı ilə məşğul olanlara qiymətli kağız komisyoncusu (stockbrokers) adı verildi. Daha sonra isə «stockbrokers»-lər öz aralarında «stockbrokers» və «jobbers» olmaqla iki qrupa ayrıldılar. Cobberlər öz mənafeləri üçün fəaliyyət göstərən bugünkü diler adlandırılın şəxslərdir.

London qiymətli kağızlar birjası Paris birjasının əksinə özəl bir quruluşdur. Birjada fəaliyyət göstərmək istəyənlər mütləq onun üzvü olmalıdır. Üzvlərdən başqa heç kim birjada əməliyyat apara bilməz. Birjada fəaliyyət göstərən komisyonçular birjada qiymətli kağız almaq və ya satmaq istəyən şəxslərin əmrlərini yerinə yetirirlər. Birjanın fəaliyyət formasına uyğun olaraq əmr alan komisyonçu cobberlərə müraciət edir. Həmin komisyonçuların qazancı isə əldə olunan komisyon haqqları təşkil edir.

London birjasında komisyoncularla yanaşı, spekulyantlar kimi xarakterizə olunan vasitəçilər (stockers) də mövcuddur. Birjada qiymətli kağız üzrə aparılan bütün əməliyyatlar həmin şəxslərin inhisarındadır.

Birjanın digər bir üzvü isə «jobbers» və ya dilerlərdir. Cobberlər birjada dövriyyə olunan bəzi qiymətli kağız növləri üzrə ixtisaslaşmış şəxslərdir. Ümumiyyətlə, cobberlər hər kəsin satın aldığı anlarda satıcı, hər kəsin satdığı anlarda isə alıcıdır. Satın aldıqları qiymətli kağızları, qiymətlər artmağa başlayanda satarlar. Ortada yaranan müsbət fərq cobberlərin qazancını təşkil edir. Cobberlər, adətən qarşılıqsız alqı-satqı ilə məşğul olurlar. London birjası rəsmi tətil günlərindən başqa, hər gün saat 11.00-dən 16.00-dək işləyir.

### **7.3. FRANKFURT BİRJASI**

Almaniyada səkkiz rəsmi birja fəaliyyət göstərir. Bu birjalardan ən böyüyü Frankfurt Birjasıdır. Bu birjada, kotirovkaya alınmış aksiyaların yarıdan çoxu fəaliyyət göstərir. Bununla yanaşı, həmin birjada istiqraz və valyuta üzrə də əməliyyatlar aparılır.

Alman hökuməti qiymətli kağızlar birjalarına dəstək vermək məqsədilə 1997-ci ildən bəri faiz və indeks üzrindən hazırlanacaq yeni alətlərin təkmilləşdirməsi işlərinə başladı.

Dünya birjaları arasında geniş əhatəli konsolidasiya prosesi bu gün nəzərə çarpan əhəmiyyət kəsb etməyə başlayıb. Bu səbəbə 1 yanvar 1999-cu ildə tətbiq edilməsi barədə qərar çıxarılan Avropa Pul Birliyi və Avro pul vahidi, bazarlarda tətbiq olunmağa başladı. Buna görə bu tarixdən etibarən bütün dövlət istiqrazları və xəzinə bonlarının emissiyaları ilə, özəl sektorun istiqraz və aksiya emissiyaları Avro pul vahidi ilə həyata keçirilir.

### **7.4. «EURONEXT» BİRJASI**

Avropa qitəsinin böyük birjaları kimi qəbul olunan Amsterdam, Brüssel və Paris birjaları 2000-ci ilin mart ayında «Euronext» adı altında müstərək bir birjanın təşkil olunmasına qərar verdilər. Həmin üç birjanın birləşməsi ilə Avropanın ən böyük törəmə bazarının yaranması proqnozlaşdırılır. Bundan başqa, üç birjanın da birgə fəaliyyət göstərəcəkləri barədə bəyanat verildi. Birləşmə nəticəsində dövriyyəsi 2,3 trilyon avroya çatan nəhəng bir birja formalaşacaqdır. London birjasının dəyəri isə bugündək 2,8 trilyon dollar təşkil edir. Üç böyük birjanın birləşməsinin səbəbi isə birja əməliyyat xərclərinin azaldılması ilə izah olunur. Əsasən ABŞ-dakı birjalarda internet vasitəsi ilə aparılan əməliyyatlar (online trading) səbəbi ilə azalan əməliyyat xərclərinə qarşı rəqabət apara bilmək üçün Avropa birjalarında konsolidasiya prosesinin başladığını göstərir. Üç birjanın birləşməsi ilə birlikdə klirinq əməliyyatlarının gerçəkləşməsinin bir qurumun ixtiyarına verilməsi planlaşdırılmışdır. «Euronext» Birjasının fəaliyyətə başlaması onun Avropanın ən böyük şirkətlərinin iştirak edəcəyi bazar olacağı ümidi edilir. Həmin birjanın idarə olunması isə Paris Birjasının sədrinə 4 il müddətinə həvalə olunmuşdur.

## 7.5. NYU-YORK BİRJASI

Nyu-York Birjasını digər birjalarla müqayisə etdikdə uzaq keçmişə malik olmasa da, əvəzində dünyanın ən hərəkətli birjalarından biri olduğunu qeyd etmək olar. Nyu-York Qiymətli Kağızlar Birjasının quruluş tarixi 1792-ci ilədək uzanır. Bu birjada aparılan ilk əməliyyatlar, Vol Street-68 küçəsində bir çinar ağacının altında (buttonwood) qeydiyyata alınmışdır. ABŞ-da 1812-ci il müharibəsindən sonra dövlət borclarının artması, birjada aparılan əməliyyat həcminin artmasına təkan vermişdir.

Nyu-York Qiymətli Kağızlar Birjasında tədavüldə olan ilk aksiyalar Dəmir Yolu aksiyaları idi. Gənc bir ölkə olduğu üçün ABŞ-da dəmir yollarının salınmasına zəruriyyət yaranmışdır. Bu səbəbə 19-cu əsrin sonuna dək Nyu-York birjasında tədavül edilən qiymətli kağızların əksəriyyəti dəmir yolu şirkətlərinə məxsus idi.

Daha sonra geniş və işlənməmiş ölkənin investisiyaları üçün, vəsait çatışmamazlığı və daxili müharibələrə görə buraxılan istiqrazlar London Birjası vasitəsi ilə Avropa kapitalının Amerikadakı dəmir yolu və sənaye investisiyaları istiqamətində axımına səbəb olmuşdur. Amerikalılar 1914-ci il müharibəsindən sonra avropalıların ixtiyarında olan öz aksiyalarını geri satın aldılar. İkinci addım olaraq buraxılan dövlət istiqrazlarının ödənməsi ilə qaytarılması təmin olunmuşdur. Üçüncü addımda isə qoyulan investisiyalardan əldə olunan artıq kapital, ölkə xaricində yeni investisiya sahələrini aramağa başlamışdır.

## BİRJANIN TƏŞKİLATLANDIRILMASI

Nyu-York Birjası ABŞ-in ən qədim və əməliyyat həcmi baxımından dünyanın ən nəhəng birjası hesab olunur. Birjaya üzv olanlar cərgəsinə, şəxslər, adı şirkətlər və səhmdar cəmiyyətləri daxil edilirlər. Birja üzvlüyü, yeni üzvün təsdiqlənməsi şərti ilə alınır satılı bilər. Üzvün vəfat etməsi ilə bütün üzvülükdən haqqları onun varislərinə keçəcəkdir.

Birjanın üzvləri, investorların aksiya və istiqraz alması və satmasına vasitəçilik edən broker (komisyonçu) və ya diler (tacir) kimi bazarda xidmət göstərir. Nyu-York Birjası bir sədr və üç müdər tərəfindən idarə olunur. İdarə edənlər Birja İdarəetmə Şurası tərəfindən təyin olunurlar. Birjanın İdarəetmə Şurası isə birja üzvləri tərəfindən seçilən 29 üzvdən ibarətdir.

## KOTIROVKA

Nyu-York Birjasında, qiymətli kağızların alınıb satılması üçün onların kotirovkaya alınması məcburiyyəti vardır. Lakin bu o demək deyil ki, hər qiymətli kağız birjada kotirovkaya alına bilər. Birjada kotirovkaya alınan qiymətlilər müəyyən şərtləri yerinə yetirməlidir. Bu səbəbə, birjanın idarəetmə şurası, qiymətli kağızları kotirovkaya alınacaq şirkətlərin əsasən aşağıdakı mövzularda müsbət rəyə sahib olmalarına diqqət yetirir:

- Ölkə miqyasında nə dərəcədə tanınmışdır;
- Sənaye sektorundakı obyektiv və qərarlı mövqeyi;
- İnkışafda olan bir iş sahəsinə yetirdiyi diqqət.

## 7.6. AMERİKA BİRJASI

ABŞ-da ikinci dərəcəli birja- Amerika qiymətli kağızlar birjasıdır və Nyu-York birjası kimi Nyu-York şəhərində yerləşir. Formal olaraq bu birja müstəqildir, amma əslində isə Nyu-York qiymətli kağızlar birjası ilə six əlaqəlidir. XIX əsrin 50-ci illərindən Amerika qiymətli kağızlar birjası qeyri-rəsmi olaraq fəaliyyət göstərir, lakin 1908-ci ildən rəsmi olaraq qiymətli kağızlar birjası kimi fəaliyyətə başladı. Burada qəbul olunmuş birja sövdələşmə qaydaları, Nyu-York qiymətli kağızlar birjasında qəbul edilən qaydaları çox da fərqlənmir (oxşarlıq daha çoxdur). 1975-ci ilə qədər Nyu-Yorkda yerləşən birjaların hər ikisində eyni komisyon haqları qəbul edilmişdir. Belə şərait, bir maliyyə mərkəzində yerləşən iki iri birja arasındakı rəqabətə maniyə törədirdi. Eyni zamanda, bu iki iri birjaların rəqabət apara bilməməsinin əsas səbəblərindən biri kimi, birja bazارında nüfuzlu şirkətlərin yüksək dövriyyədə olan aksiyalarının hər iki birjada yerləşdirilməsini qeyd etmək olar. Məsələn General Motors şirkəti Amerika qiymətli kağızlar birjasının üzvü olmaqla, eyni zamanda Nyu-York qiymətli kağızlar birjasının da üzvüdür.

Amerika birjasında qiymətli kağızların qeydiyyatdan keçməsinə dair tələblər o qədər də sərt deyildir, nəinki Nyu-York birjasında. Praktiki olaraq həmin birja Nyu-York birjası üçün sınaq meydani rolunda çıxış edir. Perspektivli və qələcəkdə ümid bəsləyən şirkətlərin qiymətli kağızları, uzun müddət Amerika qiymətli kağızlar birjasında qiymətləndirilir və sonradan bu şirkətlərin fəaliyyəti qənaətbəxş olduqda onların qiymətli kağızları Nyu-York qiymətli kağızlar birjasına transfer edilir. Belə bir yolu öz vaxtında General Motors, Radio Corporation of Amerika və s. kimi şirkətlərin qiymətli kağızları keçmişdir. Amerika qiymətli kağızlar birjası, xarici qiymətli kağızların da ticarətində əhəmiyyətli yer tutur.

## **7.7. YAPONİYANIN QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BİRJALARI**

1899-cı ildə Yaponiyada qüvvəyə minən Ticarət kodeksində «Qiymətli Kağızlar» adlı xüsusi bölmə var idi. Bunun əsasında ilk qiymətli kağızlar birjası 1949-cı ildə Tokio şəhərində təsis olunmuşdur. 1950-ci ildə Yaponiya hökuməti tərəfindən «Xarici İnvəstitisiyalar Haqqında» qanunun təsdiqlənməsi ilə ölkə iqtisadiyyatında xarici kapitalın payı çoxalmışdır. Bunlar hamısı nəinki yapon aksiyalarına, həmçinin də qarışq tipli səhmdar şirkətlərin aksiyalarına böyük maraq doğurmuşdur. Hazırkı dövrdə ölkədə 9 qiymətli kağızlar birjası fəaliyyət göstərir.

Yapon birjalarının təşkili və fəaliyyəti digər kapitalist ölkələrinin qiymətli kağızlar birjalarından çox da fərqlənmir. Yaponiyanın qiymətli kağızlar birjaları - səhmdar cəmiyyətləri statusu ilə fəaliyyət göstərirler. Onlar yapon qanunvericiliyi çərçivəsində öz nizamnamələrinə müvafiq olaraq fəaliyyət göstərirler. Keçirilən əməliyyatların əsas dövriyyəsi Tokio qiymətli kağızlar birjasının payına düşür.

Birjaların fəaliyyəti, qiymətli kağızlar və birjalar haqqında Qanunla tənzimlənir. Bu prosesdə icraedici orqan rolunda Maliyyə Nazirliyinin qiymətli kağızlar üzrə İdarəsi çıxış edir. Ölkənin valyuta kassası - Yaponiya Bankıdır və valyuta nəzarətini bu bank həyata keçirir. Çoxsaylı valyuta bankları, bilavasitə xaricdə hesablaşmalar aparır. Onların əsas borcu mərkəzi bankın qarşısında hesabat verməkdir. Valyuta nəzarəti, Yaponiya birjalarında həyata keçirilən əməliyyatları məhdudlaşdırır.

Yaponianın Maliyyə Nazirliyi 1973-1974-ci illərdə Tokio qiymətli kağızlar birjasında, bir sıra xarici şirkətlərin iştirakına icazə vermişdi. Bu da xarici aksiyaların, Tokio qiymətli kağızlar birjasında tə davüldə buraxılması və xarici şirkətlərin qiymətli kağızlarla apardığı əməliyyatlara geniş şərait yaratmışdır.

Birja üzvləri olan broker firmalarına birja əməliyyatlarını həyata keçirmək səlahiyyəti Maliyyə Nazirliyi tərəfindən verilir. Birja üzvləri, birja əməliyyatlarını öz səlahiyyətli təmsilçiləri tərəfindən həyata keçirə bilərlər. Həmçinin qiymətli kağızların alqı-satqısını müştərilərin hesabına və öz hesabına keçirə bilərlər.

Xarici hüquqi şəxslər qiymətli kağızlar birjalarının üzvləri olmaq üçün bir sıra tələblərə riayət etməlidirlər: Hüquqi şəxsin aksiyaları, şəxsin yerləşdiyi ölkədə qeydiyyatdan keçməlidir; Onun kapitalı 66 milyon ABŞ dollarından aşağı olmamalıdır; Aksiyalar üzrə təfsilatlı maliyyə hesabatı təqdim edilməlidir.

Dövriyyədə olan qiymətli kağızlar toplusu üzrə Yaponianın kapital bazarı Amerikadan sonra ikinci yeri tutur.

## 7.8. İSTANBUL BİRJASI

Türkiyədəki kapital bazarı və birja ticarətinin keçmişini olduqça qədimdir. Osmanlı İmperatorluğu dövründə ilk qiymətli kağızlar birjası, Krim Müharibəsinin yaratdığı maliyyə çətinliklərinin həll olunması üçün buraxılan borç xarakterli sənədlər bazarının formallaşması və Qalata Bankırlarının bu işlə məşğul olmaları nəticəsində 1866-cı ildə «Dersaadet Tahvilat Borsası» adı altında qurulmuşdur. Vaxtaşırı mühüm spekulyativ xarakterli hadisələrə səhnə təşkil etməsinə müqabil o dövrün şərtləri daxilində xarici investorların da iştirakı ilə vacib tərəqqi göstərən İstanbul Birjası 1906-cı ildə çıxarılan nizamnamə ilə «Esham ve Tahvilat Borsası» ilə əvəz edilmişdir. Cümhuriyyət dövründə, 1929-cu ildə qəbul edilən 1447 Saylı Qiymətli Kağızlar və Valyuta Birjaları haqqında qanunla birja yenidən təşkilatlandırılmış və fəaliyyət göstərməyə başlamışdır. 1938-ci ildə birja paytaxt olan Ankaraya köçürüldü. Lakin qısa bir müddət sonra 1941-ci ildə təkrar İstanbula qaytarıldı. Buna baxmayaraq, birjadakı tənəzzül dövrün iqtisadi şərtlərindən dolayı davam etmiş və 1959-cu ildə birjanın valyuta alqı-satqısı ilə əlaqədar funksiyası ləğv edilmişdir.

Artan tənəzzül müqabilində 1960-ci illərdə buraxılan hürriyət istiqrazları və əmanət bonları maliyyə bazarına az da olsa, bir canlanma götirmiştir. Həmin illərdə kapital bazarına aid qanunun qəbul edilməsi sahəsində aparılan işlər də bir nəticə verməmişdir. 1970-ci illərdə bəzi böyük xoldinqlərin açıq satışlar yolu ilə vəsaitin cəlb edilməsinə üstünlük vermələri, Anadoluda yeni şirkətlərin qurulması, 1950-ci ildə qurulan Türkiyə Sənaye İnkışaf Bankının kapital bazarında canlanmanın təmini üçün sərf etdiyi əmək və s. faktorlar nəzərə alınaraq 1981-ci ildə 2499 Saylı Kapital Bazarı haqqında qanun qəbul edilmiş və kapital bazarının təşəkkülü prosesi başlamışdır.

Kapital bazarı haqqında qanunla yanaşı, 1983-cü ildə qəbul edilən Qiymətli Kağızlar Birjaları Haqqında Qanun hökmündə Qərarnamə birjada ciddi islahatların aparılmasına səbəb oldu. İstanbul Qiymətli Kağızlar Birjası 1985-ci ilin dekabrın 6-da yeni statusla fəaliyyətə başladı.

## BİRJANIN TƏŞKİLATI STRUKTURU VƏ İDARƏ OLUNMASI

Birjanın sədri, birjanın ümumi idarə və təmsil olunması vəzifəsini daşıyır. Sədr beş il müddətinə təyin olunur. O, həm idarəetmə, həm də idarəetmə şurasına sədrlik edir.

Ümumi Şura birja üzvlərindən ibarət heyətdə formalasdırılır. Birjanın əsas qərar qəbul edici orqanıdır.

İdarəetmə Şurası birja sədri və dörd üzvdən ibarətdir (bir üzv kommersiya banklarının, bir üzv investsiya və inkişaf banklarının, bir üzv vasitəçi qurumların, bir üzv də komisyon əsaslı fəaliyyət göstərən vasitəçi qurumların təklif etdikləri namizədlərdən seçilir).

Nəzarət Şurası Ümumi Şura tərəfindən, üzvlərdən və kənarda seçilən iki üzvdən ibarətdir. Şura vəzifə və səlahiyyətləri birjanın tabe olduğu daxili normativ aktlar çərçivəsində həyata keçirilir.

Birjanın təsis nizamnaməsində haqqında məlumat verilən və birja strukturunda yerləşən əsas üç komitə vardır. Bunlar:

1. Kotirovka Komitəsi;
2. İnzibati Komitə;
3. Mübahisəli məsələlər üzrə Komitə.

Birjada fəaliyyət göstərən vasitəçi qurum və təşkilatlar aşağıdakı üç kateqoriyaya ayrılır:

1. Investsiya və İnkişaf Bankları;

2. Kommersiya (Ticarət) Bankları;
3. Vasisəçi qurumlar.

## **QİYMƏTLİ KAĞIZLARIN ALINMASI VƏ KƏNARLAŞDIRILMASI**      **KOTIROVKAYA KOTIROVKADAN**

Qiymətli kağızların birjada tədavüldə olmaları üçün, birjada kotirovkaya alınmaları vacibdir.

Bir qiymətli kağızı birjada qeydiyyatdan keçirmək, həmin sənədin birjanın əməliyyat siyahısına daxil etdirmək deməkdir. Buna görə kotirovka, siyahıya daxil edilmə mənasını daşıyır. Kotirovkadan kənar əməliyyatlar isə, siyahıya alınmayan qiymətlilərlə aparılan əməliyyatları nəzərdə tutur.

Qiymətli kağızlar, Kotirovka Komitəsinin qərarı və tövsiyyələri nəzərə alınaraq, Birjanın İdarəetmə Şurasının qərarı ilə kotirovkaya alınır. Listinq (siyahıya daxil edilən) olunan qiymətli kağız bir kotirovka nömrəsi ilə təchiz edilir. Çıxarılan qərar, birja bülleteninin elanından etibarən 15 gündən sonra icra olunur. Birjada kotirovkaya alınma prosedurasi, əlaqədar şirkətin imicinə müsbət təsir göstərir.

Qiymətli kağızların kotirovkadan kənarlaşdırılması iki formada yerinə yetirilir. Birinci üsulda, əlaqədar təşkilatın öz arzusu ilə, ikinci üsulda isə, Birja İdarəetmə Şurasının qərarı ilə kotirovkadan kənarlaşdırma baş verir. İkinci üsulda, kotirovka üzrə komitənin rəyi alınaraq, qiymətli kağız daimi və ya müvəqqəti olaraq kotirovkadan çıxarılır. Bir şirkət üçün kotirovkadan kənarlaşdırılma qərarı çox ağır və imicinə zərbə yetirən bir qərardır. Buna görə müəyyən qiymətli kağız kotirovkadan kənarlaşdırılmadan önce əlaqədar şirkətə yaranan vəziyyəti düzəltmək üçün möhlət verilir.

## **7.9. BAKI FOND BİRJASI**

1991-ci ildə yaradılan «Bakı Qiymətli Kağızlar Birjası» Azərbaycan fond məkanında ilk birja sayılırdı. O zaman fond birjasının fəaliyyəti Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin «Qiymətli kağızlar bazarında, birja fəaliyyətinin lisenziyalasdırılması haqqında» qanunla tənzimlənirdi. Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin nəzdində yaranan Qiymətli kağızlar üzrə komissiya birja fəaliyyətini lisenziyalasdırır və birja işçilərini atestasiyadan keçirirdi. Lakin həmin ərafələrdə əhəmiyyətli büdcə kəsiri və ardi kəsilməyən pul-kredit emissiyası nəticəsində inflasiya dərəcəsi 50%-i keçmişdir. Belə problemlərin mövcudluğu, 1995-ci ilin əvvəlindən Respublikada masştablı şəkildə iqtisadi reformaların həyata keçirilməsinə səbəb olmuşdur. Keçirilən reformalar nəticəsində ölkənin fond məkanında cərəyan edən iqtisadi proseslərin tənzimlənməsi, 1999-cu ildə yaradılan Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinə tapşırılmışdır.

1999-cu ilin iyulun 26-da Azərbaycan Respublikası Prezidentinin «Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin fəaliyyətinin təmin edilməsi haqqında» Fərmanı ölkəmizdə sivil kapital bazarının formallaşmasının başlanğıcı olmuşdur. Bu mühüm sahədə müvafiq olaraq, kapital bazarının formalasdırılması, tənzimlənməsi, bu sahədə dövlət siyasetinin həyata keçirilməsi və nəzarət Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinə həvalə edilmiş, Komitənin Əsasnaməsi təsdiq edilmişdir.

Digər bir Fərman da dövlətin iqtisadi islahatların durmadan inkişafi haqqında, qayğıından xəbər verən rəhbəredici və taleyüklü sənəd olmuşdur. Bu 8 noyabr 1999-

cu il tarixli fərman ilə təsdiq edilmiş «Qiymətli kağızlarla fəaliyyət sahəsində bəzi fəaliyyət növlərinin lisenziyalasdırılması qaydaları» idi ki, ölkədə sivil kapital bazarı infrastrukturunun yaranması, 12 fəaliyyət növünün tənzimlənməsi, korporativ kağızlar bazarını genişləndirmək və investisiya axımını gücləndirmək məqsədilə onların dövlət tərəfindən nizamlanması yolunda yeni prioritətli addımlardan biri olmuşdur.

Həmin fərmana əsasən Komitədə görülmüş işlər nəticəsində dünya standartlarına uyğun hüquqi-normativ bazanın təməli qoymuş, respublikada qiymətli kağızlar üzrə qəbul olunmuş 60-a yaxın normativ hüquqi aktların böyük əksəriyyətinin layihələri hazırlanmış, 50-dən artıq normativ hüquqi sənədlər təsdiq edilmişdir.

Məhz bu Fərmandan sonra Komitənin təşəbbüsü və yardımı nəticəsində ölkəmizdə «Bakı Fond Birjası» adı altında qiymətli kağızlar birjası yaradıldı. Birjaya daxil olmuş səhmdarlar ölkəmizin iqtisadi inkişafına öz önemli paylarını qoymuş, bununla da mütərəqqi addım atmışlar.

Birjada çox şəffaf proseduralar nəzərdə tutulub. Buna görə də qiymətli kağızların həm sahibləri, həm də aliciları üçün bərabər imkanlar yaradılıb ki, onlar öz hüquqlarından istifadə edərək birja fəaliyyətini beynəlxalq normalara uyğun olaraq həyata keçirsinlər. Artıq xarici maliyyə institutları Bakı Fond Birjasının səhmdarları sırasına daxil olmuşlar. Bu da xarici ölkələrin Azərbaycanın iqtisadi inkişafına olan inamından irəli gəlir. Bakı Fond Birjasının təsis olunması, Azərbaycanda müasir və sivil kapital bazarının yaradılması yolunda atılmış zəruri addım idi. Azərbaycan özünün geopolitik yerləşməsi baxımından işguzar aktivliyinin vacib regional mərkəzi kimi çıxış edir. Bununla əlaqədar stabil və təşkil edilmiş kapital bazarının mövcudluğu nəinki Azərbaycan iqtisadiyyatına, ümumən bütün regionun

iqtisadiyyatına xarici investisiyaların cəlb edilməsi səmtində əhəmiyyətli rol oynayacaqdır.

Birja təsisçilərinin tərkibinə Azərbaycanın ən iri maliyyə və investisiya institutları, həmçinin də bir neçə iri xarici banklar və investisiya şirkətləri daxildirlər (19 səhmdar): TCFS Services Ltd, Kontinent Bank, Mbank, İlk Bank, Koçbank Azərbaycan, CI Bank, Yunayted Kredit Bank, MostBank Azərbaycan, Azəriqazbank, Mars Investment, Qlobal Sekyüritiz, Azərbaycan Beynəlxalq Bankı, Birləşmiş Universal Səhmdar Bankı, Rabitəbank, İstanbul Fond Birjası, Azəritürkbank, Bay Bank, Azəridəmiryolbank, Rotabank. Bakı Fond Birjasında hər səhmdarın payı 300.000.000 man-dır.

## **BİRJANIN TƏŞKİLATI STRUKTURU**

Bakı Fond Birjasının (BFB) ali idarəetmə orqanı – Səhmdarların Ümumi Yığıncağıdır. Səhmdarların Ümumi Yığıncağı Birja Şurası üzvlərini seçir. Birja Şurası aşağıdakı orqanlardan ibarətdir:

- Birjanın Müşahidə Şurası,
- Maliyyə Təftiş Komissiyası,
- Münsiflər Komissiyası,
- İdarə Heyəti.

Birja Şurasının tərkibinə səhmdarların təmsilçiləri daxil olur. Birja Şurasının sədri səhmdarların ümumi yığıncağında çıxarılan qərar əsasında təyin olunur. Səhmdarların Ümumi Yığıncağı Birja Şurasının çağırışı ilə və digər hallarda keçirilir. BFB-nin fəaliyyətinə nəzarəti, işin təşkil olunması və planlaşdırması vəzifələri Birja Şurasının üzərinə düşür.

Birja Şurasının səlahiyyətlər çərçivəsi:

- BFB-da üzvlüyə qəbul olunmasına dair qərarın verilməsi;
- BFB-da üzvlükdən xaric olunmasına dair qərarın verilməsi;
- Birja ticarətinə aid olan normativ aktların və BFB-na üzvlüyə qəbul olunmasına dair normativ aktların işlənilməsi və təsdiqi;
- BFB-da struktur bölmələrin yaradılması, ləğvi, yenidən təşkil olunması;
- BFB-da, fəaliyyətin əsas istiqamətlərinə dair məsələlərin hazırlanması;
- BFB idarəedici orqanına üzvlərin təyin olunması;
- Xüsusi fondların formalaşması və istifadə olunması;
- Müstəsna hallarda, birja əməliyyatlarının yekunlaşdırmasına dair qərarın verilməsi;
- BFB-nin fəaliyyətində digər məsələlər üzrə qərarların verilməsi.

Birja üzvü – qiymətli kağızlar bazارında peşəkar fəaliyyətlə məşğul və bu fəaliyyəti həyata keçirmək üçün Azərbaycan Respublikası Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən verilmiş xüsusi razılığa (lisenziyaya) malik olan hüquqi və fiziki şəxslər (banklar, investisiya fondları, broker şirkətlər və s.) ola bilər. BFB-da üzvlük haqqı 300.000.000 man. təşkil edir.

## **BİRJADA QİYMƏTLİ KAĞIZLARIN SİYAHİYA ALINMASI VƏ SİYAHIDAN XARİC EDİLMƏSİ QAYDALARI**

Bakı Fond Birjasında qiymətli kağızların siyahıya alınması (listinq) və siyahıdan xaric edilməsi (delistinq)

qaydaları Azərbaycan Respublikasının mövcud qanunvericiliyinə, Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin normativ aktlara, Bakı Fond Birjasının nizamnaməsindəki müddəalara əsasən aparılır.

Hal-hazırkı qaydalar birjada qiymətli kağızların listinqi və delistinqi prosedurasını, emitentlərin və aksiyaların nəzarət paketinə sahib olan şəxslərin riayət edəcəkləri müddəaları, qiymətli kağızların birjada delistinqi qaydalarını, emitentlər və aksiyaların nəzarət paketinə sahib olan şəxslər tərəfindən ödəniləcək müvafiq ödəmələri və yiğimləri təyin edir.

Birjada qiymətli kağızları listinq ediləcək emitentlər və aksiyaların nəzarət paketinə sahib olan şəxslər ilk növbədə birjanın listinq və delistinq departamentinə ərizə ilə müraciət etməlidirlər. Həmin şəxslərə məxsus qiymətli kağızların birjada siyahiya alınması (listinq) üçün aşağıdakı tələblər yerinə yetirilməlidir:

- Emitentin şəxsi kapitalının həcmi 1.000.000 ABŞ dollarından az olmamalıdır;
- Emitentin müəyyən sahədə göstərdiyi fəaliyyət müddəti 5 ildən az olmamalıdır;
- Son hesabat dövrü (1 il) və listinq olunma tarixindən sonrakı dövrlərə dair balans mənfəətinin həcmi 100.000 ABŞ dollarından az olmamalıdır;
- Son hesabat dövrü və listinq olunma tarixindən sonrakı dövrlərə dair maliyyə hesabatları auditor firması tərəfindən təsdiqlənməlidir;
- Borc kapitalının şəxsi kapitala nisbəti əmsali ortasahə göstəricisinə bərabər, ya da ondan çox olmalıdır;
- Emitent listinq edilən aksiyaların ən az 100.000 ədədinə sahib olmalıdır.

Qiymətli kağızların birjada siyahıdan xaric edilməsi (delisting) aşağıdakı səbəblərlə izah olunur:

- Emitent tərəfindən birjada siyahıya daxil edilmiş qiymətli kağızların tədavüldən xaric edilməsi barədə ərizənin təqdim edilməsi;
- Emitentin listinq qaydalarında müəyyən edilmiş tələblərə riayət etməməsi;
- Qabaqcadan yanlış və ya natamam məlumatların təqdim edilməsi;
- Emitentin maliyyə vəziyyətinin kəskin şəkildə ağırlaşmasına və ya digər səbəblərə görə listinq komissiyasının rəyinin əsasında Birja Müşahidə Şurasının qərarı ilə;
- İnvestorların mənasclərinin mühüm dərəcədə pozulması ilə nəticələnə biləcək digər səbəblərə görə.

Bir şeyi də qeyd etmək yerinə düşərdi ki, hal-hazırda Bakı Fond Birjasında tədavüldə olan qiymətli kağızların qiymətləri kotirovka üslubuna görə yox, sadə üsulla həyata keçirilir.

2001-ci ilin noyabr ayından Bakı Fond Birjası Avro-Asiya Fond Birjaları Federasiyasının (FEAS) rəsmi üzvüdür.

## **7.10. BİRJALARDA APARILAN BƏZİ ƏMƏLİYYATLAR**

Birjalarda qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatlar nəticəsində bağlanılan əqdlərin icra olunma müddəti əlamətinə görə kassa və müddətli kimi iki növünə təsadüf edilir. Kassa əqdləri halında bütün əməliyyatlar əqdlərin bağlanması zamanı və ya həmin gündən başlayaraq üç gün ərzində həyata keçirilir. Müddətli əqdlər halında isə, satıcı təyin olunmuş müddətdə qiymətli kağızları təqdim etmək,

alıcı isə onları qəbul edib, əqdin şərtləri əsasında onları ödəmək haqqında öhdəcilik qəbul edir. Müddətli əqdlər əsasında tərtib olunan və buraxılan opson, fyuçers kontraktları kimi qiymətli kağızlar və onlarla aparılan əməliyyatlar haqqında öncəki fəsildə ətraflı məlumat verilmişdir. Burada isə kassa əqdləri əsasında aparılan əməliyyatlar haqda məlumat veriləcəkdir.

## **«QISA ƏQD» ÜSULU İLƏ SATIŞ ƏMƏLİYYATI (SHORT SALES)**

«Qısa əqd», kassa əqdlərindən birincisi olub, qiymətli kağızların borc və ya müvəqqəti istifadə üçün götürülərək birja əqдинin bağlanılmasını nəzərdə tutur. Bu üsula görə bir şəxsin sahib olmadığı bir aksiyani, daha sonra ucuz qiymətlə satın alacağını düşünərək bu gün satmasına «qısa əqd» üsulu ilə aparılan satış əməliyyatı adı verilir. Bu əməliyyat, satıcıya baha qiymətə satıb bir müddət sonra, qiymətlər düşərsə ucuz qiymətə satın alaraq borcunun qaytarılmasına və qazanc əldə etməsinə imkan verir. Lakin mənfəətin əldə oluna bilməsi üçün, gələcəkdəki alış qiyməti, satış məsrəflərini qarşılıqlaşdırmağa və bu məsrəflər çıxıldığdan sonra satıcıya gəlir götürəcək qədər aşağı olmalıdır. Əməliyyatın nəticədə satıcıya ziyan götürəcəyi ehtimalı da mövcuddur. Çünkü qiymətlərdə azalmanın proqnozlaşdırılan satıcı- şəxsin proqnozu düzgün olmazsa və qiymətlər azalmaq yerinə artmağa başlarsa, satıcı təbii ki zərər çəkəcəkdir.

Kapital bazarında istiqraz və aksiya ilə aparılan alqı və satçı əməliyyatları satıcının müəyyən bir müddət içinde satılan qiymətli kağızları alıcıya verməsi ilə nəticələnir. Bu səbəbə, qısa əqd üsulu ilə satış əməliyyatını həyata keçirən şəxs də satılan qiymətli kağızları alıcıya vermək məcburiyyətindədir. Lakin satıcı həmin qiymətli sənədlərə, onlar üzrə satışın həyata keçirildiyi və alıcıya veriləcəyi anda sahib deyildir. Elə bunun üçün qısa əqdə əməliyyat aparan

şəxs satılacaq qiymətli kağızları bor və ya müvəqqəti istifadə üçün başqasından almaq istəyəcəkdir. Borc olaraq alınan sənədlər ya satışa vasitəçilik edən vasitəçi firmadan, ya da onun köməkliyi ilə başqa vasitəcidən alınaraq tədarük ediləcəkdir. Verilən borcun müəyyən bir müddəti vardır və bu müddət bitdikdən sonra qiymətlilər geri qaytarılmalıdır. Qiymətli kağızları borc verən firma, adətən borc verdiyi qiymətli kağızların cari bazar qiymətlərinə müqabil məbləğdə girovun qoyulmasını tələb edər. Bu girov, daha sonra satıcıının bazardan həmin qiymətli kağızları satın alaraq qaytardıqdan sonra özünə verilir. Borc alınan aksiyaya borcun verildiyi müddət ərzində dividend ödənilsə, həmin məbləğ borcu verən firmaya qaytarılır. Borc verilən qiymətli kağız əgər bazarda nadir tapılan bir qiymətlidirsə, onu borc alan şəxslən qoyulan girov məbləğindən başqa müəyyən bir mükafat və ya kirayə pulu tələb oluna bilər.

Mövzunu bir misalla açıqlayaq: Tutaq ki, A investoru bazarda 14.500 man. üzərindən tədavül edilən Y səhmdar cəmiyyətinə məxsus aksianın qiymətində yaxın gələcəkdə azalma olacağını proqnozlaşdırır. A investoru həmin qiymətliyə sahib deyildir. Belə bir halda o, vasitəçi quruma müraciət edərək müddəti 30 gün olan 500 ədəd aksianı borc alaraq ədədi 14.500 man. qiymətinə satar. 30 gün ərzində Y səhmdar cəmiyyətinin emissiya etdiyi aksianın qiyməti 12.500 man-a düşərsə, A investoru bazardan 500 ədəd aksianı satın alaraq borclu olduğu vasitəçi quruma qaytarar. Beləliklə, A investoru bir ədəd aksiya üçün 2.000 man. qazanc əldə etmiş olacaqdır. Ancaq, 30 gündən sonra Y səhmdar cəmiyyətinin aksiyalarının qiyməti 16.000 man-a qalxmış olsa idi, 500 ədəd aksianı bu qiymətə satın alaraq borcunu qaytaran A investoru hər aksiya üçün 1.500 man. zərər çəkmiş olardı.

«Qısa əqdlə» aparılan satış əməliyyatlarına ölkəmizin kapital bazارında hələlik rast gəlmək çox çətindir. Başqa

ölkələrdə həyata keçirilən bu növ əməliyyatlar müəyyən normativ hüquqi aktlarla tənzimlənir. Bu cür satış əməliyyatlarının hüquqi şərtlər çərçivəsinə alınmasının əsas səbəbi isə bazarda qiymət azalmaları tempini azaltmaqdır. Qiymətlərdə tənəzzülün baş verəcəyini proqnozlaşdırın çox sayda tacir «qısa əqdlə» satış apararaq və satış qiymətini cari bazar qiymətindən aşağı qiymətlə təyin edərək, bazarda təklif artımına səbəb olacaq, bu isə qiymətlərin sürətlə azalmasına təkan verəcəkdir.

ABŞ-da Qiymətli Kağızlar üzrə Mübadilə Komissiyası (Securities and Exchange Comission – qısa adı SEC) qısa əqdlə satış əməliyyatının həyata keçirilə bilməsi üçün, qiymətli kağızlar birjasında icra olunacaq əmrədə bunun qabaqcadan bildirilməsi şərtinin yerinə yetirilməsini tələb edir. Bundan başqa, qısa əqdlə satış qiyməti, satışın predmeti olan aksiya üzrə aparılan son əməliyyat qiymətindən artıq olmalıdır.

Qısa əqdlə satış əməliyyatı, birjada peşəkar fəaliyyət növü ilə məşğul olan mütəxəssislərin uğurla həyata keçirəcəkləri bir əməliyyat növü hesab olunur. Kapital bazarının strukturunda yaxın gələcəkdə baş verəcək dəyişiklikləri proqnozlaşdırmaq bu növ satışla məşğul olan şəxslər üçün böyük əhəmiyyət kəsb edir. Lakin bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, verilən proqnozların müvəffəqiyəti onları verən şəxslərin peşəkarlığından asılıdır. Bu səbəbə, qısa əqdlə satış əməliyyatını keçirənlər adətən professional bazar vasitəcilişləri və birja brokerləri olan şəxslərdir.

## MARJALI ƏMƏLİYYATLAR (TRANSACTION)

(MARJİN

Kapital bazarında həyata keçirilən alqı-satçı əməliyyatları adətən nağd pulla aparılır. Bu o deməkdir ki, aksiya və ya istiqraz satın alan investor bazarda mümkün hesab olunan müddət ərzində satın aldığı qiymətli kağızın

dəyərini satıcıya ödəməlidir. Lakin alınan qiymətli sənədin dəyərinin bir qismi nağd pulla, qalan qismi isə borc pulla ödənilə bilər. Bu formada əqdin bağlanması üsulu ilə qiymətli kağız alqısına marjali əqd üsulu ilə aparılan əməliyyat adı verilir. Marja ilə əqd üsulu kassa əqlərlərinin bir başqa növünü təşkil edir. Marja ilə əqdin bağlanması əməliyyatını həyata keçirən bir investor alış qiymətinin 70%-ni nağd, qalanını isə altı ay ərzində kreditlə ödəmək şərti ilə 100.000 man. dəyərində aksiya satın almış olsa, 70.000 man. nağd pul ödəyəcək, 30.000 man. məbləğindəki pul qalığını isə hər ay 5.000 man-lıq kredit ödəyərək qaytara biləcəkdir. Marjali əməliyyatın aparılmasında investora kreditin təmin olunmasında vasitəçi kimi prosesdə çıxış edən qurum və ya bir kredit təşkilatı köməklik göstərə bilər. Əməliyyat həyata keçirildikdə bağlanılan əqdin predmetinin dəyəri satıcıya nağd pul kimi ödənilir, alıcı isə 30.000 man. vasitəçi quruma və ya kredit təşkilatına borclu qalır. Fərqi yoxdur, kredit kimdən alınırsa alınsın, kredit alan şəxs borc verənə müəyyən faiz ödəməlidir. Təbii ki, ödəniləcək faiz qiyməti cari faiz qiyməti ilə eyni olacaqdır. Bu cür kredit əməliyyatları adətən kreditin ayrılmاسına səbəb olan qiymətli kağızların təminat olaraq göstərilməsini tələb edir.

Marjali əməliyyatları həyata keçirən şəxslər, birjadan satın aldıqları aksiyaların qiymətlərində artmaların olacağına ümid edərək onları satın alar və yaxın gələcəkdə baha qiymətə sataraq kapital qazancı əldə edər. Təbii ki, dəyərinin bir hissəsini borc vəsaiti hesabına ödəyərək qiymətli kağız satın alan şəxs, qiymətli kağızin dəyərinin hamısını öz hesabına ödəyərək həmin sənədləri satın alan digər şəxslə müqayisədə, qoyduğu kapitaldan daha çox səmərə görər. Məsələn, qiyməti 20.000 man-dan 10 ədəd aksiya satın alan və həmin aksiyaları 3 aydan sonra 22.000 man-a satan şəxs apardığı əməliyyatdan 20.000 man qazanc əldə edər. Qoyulan kapitalın müqabilində (200.000 man) əldə

olunan qazanc nəzərə alındıqda, kapitalın illik gəlirliliyi 40% təşkil edəcəkdir. Əgər həmin şəxs aksiyaları satın aldıqda illik 20%-lə 50.000 man. məbləğində borc pul alsa idi (75% marja), üçüncü ayın sonunda onun xalis qazancı 17.500 man. olardı, qoyulan kapitalın (150.000 man) illik gəlirliliyi isə 46,64% təşkil edərdi. Marja faizi daha da aşağı tutulsa kapital səmərəliliyi də həmin ölçüdə artacaqdır. Marja ilə əqd əsulunun malik olduğu üstünlük'lərlə yanaşı ən böyük mənfi cəhəti riskli əməliyyat olmasınadır. Çünkü marjali satın alınan qiymətli kağızların qiymətləri düşdükcə, investor marjanın həcmi nisbətində qarşılıqsız borc ödəməli olacaqdır.

Marjali əməliyyatlarda iki növ marja şərh oluna bilər. Birincisi, ilkin marja (initial margin), ikinci isə, saxlama marjasıdır (maintenance margin). İlkin marja, marja ilə aparılan algıda tanınan marjadır. Saxlama marjası isə, marja ilə alınmış aksiyanın bazar qiymətində azalma müşahidə olunduqda marjali əməliyyat aparan şəxs üçün kredit ayıran vasitəçi və ya kredit təşkilatı tərəfindən təyin olunan ən minimal marja səviyyəsidir. Aksiya qiymətinin azalması marjanın azalmasına yol açar. Qiymətdəki azalma davam edərək marjanın saxlama marjası səviyyəsinə düşməsinə səbəb olduqda, investor marjanı artırmaq istiqamətində ölçü götürməyə borcludur. Əgər müəyyən bir ölçü götürülməzsə, kredit verən şəxs və ya təşkilat marjali əməliyyatın dayandırılmasını tələb edər, yəni verilmiş kreditin ödənilməsini tələb edər və ya təminat kimi verilən aksiyaları sataraq verdiyi krediti müvazinətləşdirməyə çalışar. Qeyd olunanları bir misalla açıqlayaq: Tutaq ki, bir investor 70%-lik marja ilə 100.000 man. dəyərində olan aksiyani satın almışdır. Saxlama marjası 25%-dir. Bu o deməkdir ki, satın alma anında investor 70.000 man. öz vəsaiti hesabına 30.000 man. isə borc vəsaiti hesabına ödəyəcəkdir. Kredit verənin əməliyyatın dayandırılaraq borcun qaytarılmasını tələb

etməsi üçün, saxlama marjasının 25% olduğuna görə aksiyanın bazar qiyməti 40.000 man. səviyyəsinə düşməlidir. Belə olduqda investorun qoyulan kapitalın bazar dəyərindəki payı 25%-ə düşəcəkdir. Marjali əməliyyatın aparılmasına vasitəçilik edən qurum isə borc verdiyi 30.000 man-ı aksiyaları sataraq geri qaytaracaqdır. Lakin risk olduqça yüksək idi.

## **7.11. BİRJA ƏMR NÖVLƏRİ**

Bir investorun birjadan və ümumiyyətlə, ikinci kateqoriyalı bazardan qiymətli kağız satın almaq və ya satmaq istədiyində, çox nadir hallarda başqa bir investorla birbaşa əlaqə saxlayır. Adətən bu proses vasitəçi qurumların iştirakı ilə həyata keçirilir. Buna görə qiymətli kağız almaq və ya satmaq istəyən investor mütləq vasitəçi quruma alınma-satılma barədə tapşırıq (əmr) verər və bu tapşırığın yerinə yetirilməsini tələb edər. Əmrin icrası bir qiymətli kağızlar birjasında olduğu kimi, sərbəst bazarda da baş verə bilər. Əgər vasitəçi, əmrin icrasını birjada edərsə, broker (komisyonçu) kimi xidmət göstərər. İnvestor, birjadankənar bazarda da qiymətli kağız satın ala və ya sata bilər. Bunun üçün o, vasitəçi quruma müraciət edərək satmaq və ya almaq istədiyi qiymətli kağız üzrə vasitəçiliyin həyata keçirilməsini istəməlidir. İnvestor satın alma əmri verdikdə, vasitəçi qurum özünə məxsus qiymətli kağız ehtiyatında mövcud qiymətli kağızı investora sata və ya başqa şəxsin satınma haqqında əmri yerinə yetirə bilər. Birinci halda vasitəçi qurum diler kimi, ikinci halda isə, broker kimi vasitəçilik missiyasını həyata keçirəcəkdir.

Iqtisadi inkişaf etmiş ölkələrin birjalarında və ümumiyyətlə, kapital bazarlarında müxtəlif növ əmrlər mövcuddur. Bu növlərdən ən mühüm olanları aşağıdakılardır.

**1. Bazar əmri (Market Order):** Bazar əmri satılma və ya satın alınma üzrə verilən əmrdir. Bir investorun brokerə bu əmri verdikdə, broker vaxt itirmədən əmri yerinə yetirməli və həmin anda bazarda aşkar edəcəyi ən optimal qiymətlə satılma və ya satın alma əməliyyatını yerinə yetirməlidir. Əmri verən investor, brokerinə satmaq və ya satın almaq istədiyi qiymətli kağızin növünü, şirkətin ünvanını və satın alınacaq və ya satılacaq sənədlərin sayını bildirməlidir (heç bir qiymət təyin etməz). Bu əmr növü əsasən birjada yüksək dövriyyə qabiliyyətinə malik olan qiymətli kağızların alqısatqısında və investorun təcili olaraq pula ehtiyac duyduğu hallarda istifadə olunur. Lakin bazarın zəif olduğu ərefələrdə investor əmrin icrasını tələb etməsi ilə ziyan düşə bilər.

**2. Məhdud əmr (Limit Order):** Məhdud əmr növü təyin olunmuş müəyyən bir qiymətlə satılma və ya alınma haqqında verilən tapşırığı nəzərdə tutur. Bu əmri verən investor, məsələn, investisiya portfelində olan Z səhmdar cəmiyyətinin emissiya etdiyi 100 ədəd aksiyani 1.500.000 man-a satmaq istəyirsə brokerinə bu istiqamətdə əmr verər. Broker təyin olunmuş qiymətlə satılma üzrə əmrin yerinə yetirilməsi üçün səy göstərməklə yanaşı, aşkar etdiyi uyğun qiymətlə satış əməliyyatını həyata keçirər. Məhdud əmrin bir mənfi cəhəti əmrde göstərilən qiymətin bazar qiymətinə yaxın olsa da öz müştərisini tapa bilməməsi ehtimalıdır. Ancaq, belə bir vəziyyətin yaranacağını görən broker investora məlumat verərək əmrədəki qiymətin dəyişdirilməsinin mümkün olub olmadığını öyrənə bilər. Belə bir halda investor məhdud əmri bazar əmri ilə əvəz edərək vəziyyətdən çıxa bilər. Yox, əgər investor ancaq təyin olunmuş qiymətlə əmrin yerinə yetirilməsi üçün inad göstərərsə, broker birjada fəaliyyət göstərirse, əmrin icrası üçün səy göstərməyə davam edəcəkdir.

**3. Zərərin azaldılması əmri (Stop Order və ya Stop – Loss – Order):** Bu əmr növü bazar əmri ilə məhdud əmr

növlərinin qarışığından əmələ gəlir. Bu növ əmr də investor və ya spekulyant zərərini azaltmaq və ya qazancını qorumağa çalışır. Əmr, investorun mülkiyyətində olan qiymətli kağız qiymətinin təyin olunmuş qiymətdən aşağı düşdükdə ən optimal qiymətlə satışı, ya da artan qiymətlər qarşısında müəyyən qiymətli kağızın qiyməti təyin olunmuş qiymət həddinə çatdıqda ən optimal qiymətlə satın almanın nəzərdə tutur. Əmrin bu formada tətbiq olunması məhdud və bazar əmlərinin birlikdə nəzərə alınmasının zəruri bilir.

Zərərin azaldılması əmrini bir misalla açıqlayaq: Tutaq ki, bir investorun portfelində 11.500 man. qiymətinə satın alınmış Y səhmdar cəmiyyətinə məxsus 100 ədəd aksiya vardır. Aksiyaların cari bazar qiyməti 14.500 man-dır və nəzəri cəhətdən investorun hər bir aksiya üçün qazancı 3.000 man. təşkil edir. Investor, qiymətlərin yaxın gələcəkdə düşəcəyini proqnozlaşdırığı üçün, brokerinə Y səhmdar cəmiyyətinin buraxdığı aksiyaları, qiymətlər 13.500 man-a düşəcəyi halda həmin qiymətdən satılmasını əmr edir. Beləcə, qiymətlərin düşməsi qarşısında investor qazancını qorumağa nail olmuşdur, demək olar. Qiymətin azalaraq təkrar artması müşahidə olunarsa, investor eyni şirkətin aksiyalarını təkrar satın alaraq qazanc əldə etmiş olacaqdır.

**4. Müddətli əmr (Time Limit Order) :** Müddətli əmrin icrası əmr də göstərilən müddət ərzində mümkündür. Məsələn, gündəlik əmr verilmiş olsa, əmrin yerinə yetirilməsi həmin gün ərzində baş verməlidir. Əmr həmin gün icra olunmazsa sonrakı gün öz etibarlılığını itirər. Bu növ əmlər investorlar tərəfindən nadir hallarda verilən əmr kimi səciyyələnir.

**5. Açıq əmr (Open və ya Good Until Canceled):** Bu əmr növü, investorun brokerə verdiyi icra və ya ləğv olunma anınadək qüvvədə olan tapşırığı nəzərdə tutur. Bu əmrin nəzərə çarpan xüsusiyyəti ondan ibarətdir ki, əmrin icrası

üçün müddət məhdudiyyəti qoyulmur. Əmrin ləgv olunanadək qüvvədə olması, əmrin təkrar-təkrar yenilənməsinə ehtiyac olmadan bir neçə ay ərzində etibarlılığını qorumağa imkan verir. Açıq əmrlər, birjalarda ən çox istifadə olunan və investorların six-six brokerlərinə verdiyi əmrlər sırasına daxil edilirlər.

## 7.12. BİRJA İNDEKSLƏRİ

Kapital bazarında tədavüldə olan hər növ qiymətli kağız üçün, bu qiymətli kağızların qiymətlərindəki dəyişiklikləri aşkar edərək təhlil olunması baxımından indeks hazırlanıa bilər. Ancaq qiymət indeksləri adətən qiymətli kağızlar birjasında tədavüldə olan aksiyalar üçün hazırlanır və birja indeksləri adlandırılır. Bu gün dünyada hazırlanan iki növ indeks vardır. Birinci növ indekslərə qiymətlərin orta kəmiyyətləri aid edilir. Bu növ indekslər indeksə daxil edilən qiymətli kağızların hər hansı bir tarixdəki qiymətlərinin hesabı orta kəmiyyətlərini eks etdirir. Əgər indeksdə yerləşən ( $n$ ) sayda qiymətli kağızin hər hansı bir tarixdəki qiymətləri ( $x_1, x_2, \dots, x_n$ ) isə indeks dəyəri ( $E$ ) sadə hesabı orta kəmiyyət düsturuna görə aşağıdakı şəkildə hesablanacaqdır:

$$E = \frac{x_1 + x_2 + \dots + x_n}{n}$$

Əslində hesablanan bu orta kəmiyyət bir indeks dəyərini eks etdirməyib, orta bir qiymətdir. Bu qiymət əvvəlki qiymətlə müqayisə olunaraq bazardakı orta qiymət dəyişikliyinin istiqaməti müəyyən edilir.

İkinci növ indekslər, sözün əsl mənasında indekslərdir. Bu indekslərin hazırlanmasında keçmişdəki bir zamam perioduna və ya günə aid dəyər, bazis kimi qəbul olunur, daha sonrakı tarixlərə aid dəyərlərin bu bazis kimi qəbul olunan dəyərə görə nisbi dəyişmələri aşkar edilir. İndeksin

hesablanması, bugünkü dəyərin bazis kimi qəbul olunan tarixdəki dəyərə bölünərək 100-ə vurulması şəklində aparılır. Məsələn, hesabı orta kəmiyyət üsulu ilə hesablanan aksiya qiymətləri üçün indeks hazırlanması tələb olunur. Bazis qiymət, 1990-cı ilə aid orta dəyər 12.400 man-dır. Belə olduqda indeks 1991-dən başlayaraq həmin ilin gündəlik, həftəlik və başqa zaman periodları üçün hesabı orta kəmiyyət üsulu ilə hesablanan orta qiymətlərin bazis qiymətinə bölünməsi ilə hazırlanacaqdır. 1991-ci ilin ilkin orta qiyməti 38.400 man. isə ilk indeks dəyəri ( $x$ ) aşağıdakı şəkildə hesablanacaqdır:

$$x = \frac{38.400}{12.400} * 100 = 310$$

Bu indeksdə 1990-ci il 100 olaraq qəbul olunmuşdur. 1991-ci ildə formalasən ilk qiymətin indeks dəyəri 310-dur. Yəni 1990-ci ilə nisbətən qiymət 3,1 dəfə artmışdır. Əgər sabahkı gün qiymət 36.600 man-a düşərsə indeks dəyəri:

$$x_1 = \frac{36.600}{12.400} * 100 = 295 \text{ олажагдь}$$

Kapital bazarında istifadə olunan indeksin bazardakı vəziyyəti düzgün şəkildə eks etdirməsi tələb olunur. Hesabi orta kəmiyyət üsulu ilə qiymətlər üçün hazırlanan indekslərin bazarın vəziyyətini tam şəkildə eks etdirdikləri şübhə yaradır. Çunkü bu orta qiymətlər və indekslər istifadə olunan qiymətli kağızlar üçün eyni çəki ilə hesablanması aparılmasını nəzərdə tutur. Lakin həmin qiymətli kağızların bazar içindəki payları fərqlidir. Bu fərqlənmənin indeksdə nəzərə alınmaması indeks üçün mənfi cəhətdir. Bu neqativ hali aradan qaldırmanın tək bir yolu, indeks hazırlananda

istər bazis ilində, istərsə də daha sonrakı tarixlərdəki qiymətli kağızların qiymətləri yerinə onların toplam bazar dəyərləri nəzərə alınaraq indeksin hazırlanmasıdır. Qiymətli kağızın toplam bazar dəyəri isə, bazara çıxarılmış qiymətli kağız ədədinin bazar qiymətinə vurulması nəticəsində alınan kəmiyyətdir. İndeks dəyəri, indeksdə yerləşən qiymətli kağızların indeksin hesablandığı tarixdə hər birinin bazar dəyərləri cəminin bazis ilindəki bazar dəyərlərinin cəminə bölünməsi şəklində hesablanır. Tutaq ki, aksiya üçün hazırlanacaq indeksdə ( $n$ ) ədəd aksiyadan istifadə olunacaq. Aksiyaların qiymətləri indeksin hazırlanıldığı tarixdə  $x'_1, x'_2, \dots, x'_n$  və bazis ilindəki qiymətləri də  $x_1, x_2, \dots, x_n$  - dir, indeks tarixində indeksdə yerləşən aksiyaların sayı ardıcılıqla  $P'_1, P'_2, \dots, P'_n$  və bazis ilindəki sayı  $P_1, P_2, \dots, P_n$  - dir. Bazis ilindəki qiymətlər 100 olaraq qəbul edilərsə, indeks aşağıdakı düstur vasitəsi ilə hazırlanara bilər.

$$\text{İNDEKS} = \frac{x'_1 P'_1 + x'_2 P'_2 + \dots + x'_n P'_n}{x_1 P_1 + x_2 P_2 + \dots + x_n P_n} * 100$$

Kapital bazarda istifadə olunan indekslər bazarda tə davül edilən hər növ qiymətli kağız üçün hazırlanara bilər. Bu indekslər, birjada tə davüldə olan qiymətli kağızlar üçün ya birja təşkilatı, ya da kapital bazarına aidiyyəti olan başqa bir maliyyə təşkilatı tərəfindən hazırlanara bilər. Hal-hazırda dünyada ən çox istifadə olunan indekslər Dow Jones Industrial Averages (DJIA), Standart & Poor's 500 (S & P 500), New York Stock Exchange Composite İndex (NYSE Composite İndex), FT-Se 100 Shares İndex, Value Line Composite İndex-dir. Dow Jones və Standart Poor's yuxarıda sadalanan indekslərlə yanaşı, sənaye, nəqliyyat, qaz, enerji şirkətləri üçün sektor indekslərini də hazırlayır.

Standart & Poor's indeksləri, abunəçilərinə müəyyən məbləğ müqabilində verildiyi halda, Dow Jones indeksləri, bu fırmanın nəşr etdiyi Wall Street Journal vasitəsi ilə yayılmışdır.

## DOW JONES İNDUSTRIAL AVERAGE (DJIA)

Dow Jones Industrial Average, Nyu York qiymətli kağızlar birjasında tədavüldə olan sənaye sektoruna aid 30 aksiya əsasında hazırlanır. Bu aksiyalar, yüksək tədavül qabiliyyətinə və yüksək toplam bazar dəyərlərinə sahib olan və bu xüsusiyyətlərə malik olduqlarından dolayı bazarı təmsil edən aksiyalardır.

İndeks hər gün hazırlanır. İndeksə daxil edilən aksiyaların bir gün ərzindəki qiymətləri toplanıb aksiya sayına (30 ədəd) bölünərək orta indeks qiyməti müəyyən edilir.

DJIA ilk dəfə 1900-cü illərin başlanğıcında, çox az sayıda aksiyadan istifadə olunaraq hazırlanmışdır. 1928-ci ildə istifadə olunan aksiya sayı 30 ədəd olaraq təsbit edilmişdir. Orta qiymət hesablaşdırıldıqda, qiymətlərin cəmi 30-a bölündürdürsə, bu gün bölən sayı artıq 30 deyildir. Bunun səbəbi, aksiyalara dividendlərin ödənilməsi və / və ya aksiyaların təkrar buraxılması nəticəsində, aksiya sayındakı artmaların aksiya qiymətinin düşməsinə təsir göstərdiyi üçün 30-a bölünərək hesablanan orta qiymətin bir əvvəlki qiymətlə müqayisəsində yarana biləcək yanlışlıqdır. Bunu bir misalla açıqlayaq. Məsələn, yanvarın 3-də bazarda formalaşan aksiya qiymətlərinin toplamı 2.400 dollarıdır. Bu toplam 30-a bölünərək müəyyən ediləcək orta qiymət 80 dollar olacaqdır. İndeksə daxil edilən Z firması yanvarın 4-də 1-ə 2 aksiya sayını çıxaltmış və nəticədə yanvarın 3-də qiyməti 70 dollar olan aksianın yanvarın 4-də qiyməti 35 dollara düşmüşdür. Digər 29 aksiya qiymətlərinin eyni

qaldığı fərz edilsə, aksiyaların toplam qiymətləri yanvarın 4-də 2.365 dollar olacaq, orta indeks isə 78,8 dollar kimi hesablanacaqdır. İki günün orta qiymətləri müqayisə edildikdə, qiymətlərdə bir tənəzzülün baş verdiyi zənn ediləcəkdir. Halbuki aksiyaların qiymətlərində hər hansı bir dəyişmə baş verməmişdir. Orta qiymətin düşməsinə Z firmasının aksiyasının yanvarın 4-də hesablamaya yarı qiymətlə daxil edilməsi və qiymətlərin 30-a bölünməsi səbəb olmuşdur. Bu yanlışlığı düzəltmək üçün bölgənin sayı 30 yox,  $29\frac{1}{2}$  olması vacibdir. Beləcə orta indeks qiyməti 80 dollar hesablanacaqdır.

DJIA, indeksdə aksiya sayının çoxaldılması nəticəsində yuxarıda açıqlanan neqativ halın yaranmaması məqsədilə hər aksiya sayının çoxaldılması baş verəndə bölgənin sayı rəqəmində düzəliş aparır.

İndeksin 30 aksiyadan ibarət olması ilə bərabər, aksiyalardan bəziləri çeşidli səbəblərdən siyahıdan çıxarıllaraq yerlərinə eyni əlamətlərə malik olan başqa aksiyalar istifadə oluna bilər. İndeksdən xaric edilmənin səbəbləri kimi firmaların birləşməsi, firmanın başqa bir firma tərəfindən satın alınması və ya iflas etməsi nəticəsində birjada kotirovkadan kənarlaşdırılaraq keyfiyyətinin azalması faktları ola bilər.

Hal-hazırda Dow Jones indeksinə qarşı çıxanlar, öz davranışlarını iki vacib faktla əsaslandırırlar. Birinci fakt ondan ibarətdir ki, Dow Jones indeksi hazırlananda aksiyaların yalnız qiymətləri nəzərə alınır, onların bazardakı çəkləri isə arxa planda qalır. İkinci fakt isə hesablamada yalnız yüksək keyfiyyətli aksiyaların nəzərə alınması ilə digər aksiyalara əhəmiyyət verilməməsidir. Məsələn, DJIA indeksi Nyu-York qiymətli kağızlar birjasında tə davül edilən aksiyaların cəminin 2% nəzərə alınaraq hazırlanır.

Bu neqativ halların olmasına baxmayaraq, Dow Jones indeksləri çox geniş şəkildə istifadə olunur və onların doğruluğuna etibar edilir.

Dow Jones firması, DJIA indekslərindən başqa qeyd etdiyimiz kimi, nəqliyyat, qaz və enerji sahələri üçün indekslər hazırlayır. Bu indekslər ardıcılıqla DJTA və DJUA kimi tanınırlar. İndekslərin əsasında hazırlanan qiymət qrafikləri də vaxtaşırı istəyənlərin istifadəsinə verilir.

## STANDART & POOR'S İNDEKSLƏRİ

Standart & Poor's firmasının öz müştərilərinə təklif etdiyi indekslər hesabı orta kəmiyyət üsulu yox, bazis dəyər üsuluna görə hazırlanır. İndeksdə istifadə olunan aksiyaların, bazarı tam şəkildə əks etdirmələrini təmin etmək məqsədilə variantların sayı geniş tutulur və variantların bazar çəkiləri nəzərə alınır. Çəkilərin nəzərə alınması, indeksdə yerləşən aksiyaların bazar qiymətləri onların sayına vurulması ilə gerçəkləşir.

İndeks dəyəri, indeksin hazırlandığı tarixdəki toplam şirkət dəyərlərinin bazis tarixdəki toplam şirkət dəyərlərinə bölünməsi ilə əldə olunur. Məsələn, S&P 500 indeksi aşağıdakı düsturla hesablanır.

$$S\&P\ 500 = \frac{\sum_{i=1}^{500} P_{i,t} N_{i,t}}{\sum_{i=1}^{500} P_{i,b} N_{i,b}} * 10$$

Düsturun məxrəcində indeksə daxil edilən 500 firmanın indeksin hazırlandığı tarixdəki toplam dəyərləri, surətində isə 500 firmanın bazis ilindəki toplam dəyərləri yer alır. ( $P_{i,t}$ )

(t) tarixində (i)-ci aksiyanın bazar qiymətini, ( $N_{i,t}$ ) isə həmin aksiyanın (t) tarixində tədavüldə olan sayını göstərir. Düsturun surətində yerləşən ( $P_{i,b}$ ), (i)-nci aksiyanın bazis ilindəki qiymətini və ( $N_{i,b}$ ) bazis ilində həmin aksiyanın tədavüldə olan sayını əks etdirir.

Standart & Poor's firması S&P 500 indeksi ilə yanaşı, sənaye indeksini göstərən S&P 400, nəqliyyat sektoruna aid S&P 20, enerji sektoruna aid S&P 40 indekslərini hazırlayır.

S&P 500 indeksi Nyu-York Qiymətli Kağızlar Birjasında (NYSE), Amerika Qiymətli Kağızlar Birjasında (AMEX) və birjadankənar bazarda (OTC) tədavüldə olan aksiyaların içərisindən 500 aksiya seçilərək hazırlanır.

İndeksdə bazis ili və ya zaman periodu kimi 1941-43 dövrü alınmış və bazis ilin indeks dəyəri 10 olaraq təsbit edilmişdir.

İndeksdə istifadə olunan 500 aksiyanın bazarı tam şəkildə əks etdirdiklərinə inanılır.

Standart & Poor's indekslərinin hazırlanmasında istifadə olunan aksiyalardan vaxtaşırı firmaların birləşməsi, bir firmanın digər firma tərəfindən satın alınması, firmanın iflas etməsi səbəblərindən, bəziləri tədavüldən çıxarılır. Belə olduqda, bazarı tərk edən aksiyalar indeksdən çıxarıllaraq yerlərinə eyni xüsusiyyətlərə malik aksiyalar qoyulur.

Dow Jones ilə Standart & Poor's indeksləri istifadə edilərək hazırlanan qrafiklərdə bəzi məqamlar xaric paralellik müşahidə olunur. Amma bu paralelliyə gündəlik hazırlanan indekslərdə hər zaman rast gəlmək olmaz.

Dow Jones indekslərinin populyar olmalarına baxmayaraq, ekspert və mütəxəssislər daha çox S&P indekslərinə etibar edirlər. Bununla yanaşı, indeks

hazırlayan birja kimi digər kapital bazarı təşkilatları əksər hallarda, indeksin hesabi orta kəmiyyət üsulu yerinə şirkət aksiyalarının bazardakı toplam dəyərlərini nəzərə alan üsulla hazırlanmasına üstünlük verirlər.

## İNDEKSLƏRİN İSTİFADƏ OLUNDUQLARI DİĞƏR SAHƏLƏR

Birja indeksinin, vaxt aşırı birjada cərəyan edən qiymət tərəddüdlərini izləməyə imkan verməsi ilə yanaşı, investorlar və investisiya üzrə mütəxəssislər tərəfindən başqa məqsədlərlə də istifadə olunduğu nəzərə çarpir. Bu istifadə formalarının başlıcasını birjanın səmərəliliyini ölçmək təşkil edir. Bir hesabat dövründə birjanın orta hesabla nümayiş etdirdiyi səmərə göstəricisi aşağıdakı düsturla hesablana bilər:

$$p_m = \frac{BE_t - BE_o}{BE_o} * 100$$

Yuxarıdakı düstur yalnız indeks göstəricilərini nəzərə alaraq hesablamanın aparılmasına imkan verdiyindən, hesabat dövrünə aid dividend payları nəzərə alınmir. İndeksdə yer tutan aksiyalar üçün hesabat dövrü içində ödənilən dividendləri nəzərə alaraq təyin olunacaq indeksin səmərə göstəricisi ( $r'_m$ ) aşağıdakı düsturla hesablanmalıdır:

$$r'_m = \frac{(BE_t - BE_o) + D_t}{BE_o} * 100$$

Hər iki düsturdakı işarələr aşağıdakı mənaları daşıyır:

$r_m$  – Birjanın orta səmərə göstəricisi;

$r'_m$  – İndeksin səmərə göstəricisi;

$BE_o$  – Hesabat dövrünün başlanğıcındakı indeks dəyəri;

$BE_t$  – Hesabat dövrünün sonundakı indeks dəyəri;

$D_t$  – Hesabat dövrü ərzində indeksdə yer tutan aksiyalara ödənilən dividendlər.

Kapital bazarında birja indeksləri əsasında yeni investisiya alətləri təkmilləşdirilmişdir. Bu alətlər, indeks əsaslı yazılın opsiyon və fyuçers kontraktları ilə investisiya fondlarıdır.

İndeks Əsaslı Opcion kontraktının predmeti hər hansı bir aksiya sənədi deyildir. Onun əvəzində indeksin özü sazişin predmetinə çevrilməkdədir. Belə ki, opsiyon kontraktının imzalandığı gündə indeks dəyəri 2.350 və opsiyon alıcı bir opsiondursa (call option), opsiunu satın alan investor gələcəkdəki bir tarixdə, məsələn, 100 ədəd bazardakı aksiyani 2.350 indeks dəyəri ilə satın almaq imkanına malikdir. İndeks dəyəri təyin olunan müddət ərzində və ya sonunda 2.350 olsa, opsiunu yazan şəxsdən müəyyən məbləğin ödənilməsi tələb olunmayıacaq, dəyər 2.350-dən də aşağı düşmüş olsa opsiyon tətbiq olunmayacaqdır. Burada nağd vəsaitin axımını təmin etmək məqsədilə indeksin pul vahidi ilə ifadə edilməsi zəruriyyəti yaranacaqdır. Adətən indeksin nağd dəyəri indeks dəyərinin 100 misli kimi təyin olunur. Belə olduqda, kontraktın imzalandığı gün üçün indeksin 2.350 olduğundan, onun nağd dəyəri  $2.350 * 100 = 235.000$  man/ədəd olacaqdır. Əgər investor yuxarıda qeyd olunduğu kimi, 100 ədədi nəzərdə tutan kontrakta sahibdirse, o zaman kontraktın nağd dəyəri 23 milyon 500 min man. olacaqdır.

İndeksli opsiyon, investoru, opsiyon sənədini satın alıqda hansı aksiyanın seçilməsi daha uyğundur deyə araşdırma aparmaq əziyyətindən azad edir. Bu səbəbə Qərbədə bazara ilk dəfə çıxışı 1982-ci ilə təsadüf etməsinə baxmayaraq, həmin opsiyonlar investorlar tərəfindən çox bəyənilir. Bu gün ABŞ-da bəzi öndər indekslər üçün opsiyon kontraktları tərtib olunmaqdadır və bu sənədin ikinci kateqoriyalı bazarda özünəməxsus yeri vardır. Bəzi birjalarda indeksli opsiyonlar üçün hətta birja seansları da təşkil edilir.

İndeksli fyuçers kontraktları da opsiyon kimi, hər hansı aksiyanı nəzərə almaq yerinə indeksləri əsas alaraq hazırlanır. Bu formada hazırlanan fyuçers kontraktının fəaliyyəti, aksiya üçün hazırlanan fyuçers kontraktlarının fəaliyyətindən fərqlənmir. Aradakı fərq, kontraktın predmetidir.

İndeksli investisiya fondlarına gəldikdə isə burada fond kapitalının (yiğilan vəsaiti) çeşidli investisiya variantlarına (qiymətli kağızlara) yönəldilməsi yerinə, hər hansı bir indeksdə yer alan aksiyaların indeks dəyərlərinə yönəldilməsi məqsədi güdüllür. Məsələn, indeksli fond müdürüyyətinin, formalasdırılan investisiya portfelinə yalnız S&P500 indeksinin hazırlanmasında nəzərə alınan aksiyaları indeksdəki çəkilərinə görə daxil etməsi kimi. Bu cür fondlar, portfel idarəetməsini sadələşdirməklə, idarə xərclərini minimum səviyyəyə endirir. Bundan başqa, investisiya portfelinin daşıdığı riski də bazarın daşıdığı risk səviyyəsinə qədər azaltmaq mümkün olur. Bazardakı qiymət dəyişmələrinin təsadüfi xarakter daşıdığını hesab edənlərin, aktiv bir fond idarəetməsi yerinə passiv fond idarəetməsinin daha rasional olacağına dair irəli sürdükləri fikirləri, indeksli fondun əsasında yatan məntiqi eks etdirməkdədir.

## **8-Cİ FƏSİL. İNVESTİSİYA FONDLARI**

Artıq fondlara sahib olan şəxslər, adətən, həmin fondları kapital bazarına yönəldərək qiymətli kağız alqısatqısını həyata keçirmək üçün lazımı biliyə, bacarığa və təcrübəyə malik olmayan şəxslərdir. Bunlara əlavə olaraq onu da qeyd etmək lazımdır ki, əmanətlərin həcmi də, diversifikasiya olunmuş qiymətli kağızlar portfelinin formalasdırılmasına hər zaman imkan vermir. Buna görə, kapital bazarlarında fərdi şəkildə fond təklifi yerinə kollektiv şəkildə fond təklifinin həyata keçirilməsi, əmanətçi

baxımından əmanətlərin daha sərfəli, daha səmərəli və daha risksiz şəkildə qiymətli kağızlara investisiyanın qoyulması deməkdir.

Fərdi investorların birlikdə hərəkət edərək kapital bazارında fond təklifini həyata keçirmək istəyi, investisiya fondlarının yaranmasına zəmin təşkil etmişdir. Birlikdə hərəkət etmə nəticəsində böyük bir həcmidə investisiya fondu yaradıla bilər ki, bu da əmanətlərin ayrı ayrılıqda müxtəlif dərəcəli qiymətli kağızların alqı-satqısı əməliyyatlarının həyata keçirilməsinə, aparılan bazar tədqiqatlarına xərclənən vəsaitdən qənaət edilməsinə, investisiyanın toplam riskinin azaldılmasına imkan verir. Bununla yanaşı, kollektiv investisiya qoyuluşu əsasında formalasdırılan portfelin təcrübəli və peşəkar şəxslər tərəfindən idarəedilməsində portfel idarə olunması daha səmərəli şəkildə icra olunur.

İlk investisiya fondu 1868-ci ildə London şəhərində qurulmuşdur. ABŞ-da isə bu növ fondların təşkil edilməsi 1920-ci illərə təsadüf edir.

## **8.1. İNVESTİSİYA FONDLARININ NÖVLƏRİ**

İnvestisiya fondlarını müxtəlif kriteriyalar əsasında təsnifatlaşdırmaq mümkündür. Lakin dünya təcrübəsinə nəzər yetirsək investisiya fondlarının əsasən 4 növünə rast gəlmək olar: ixtisaslaşdırılmış çek investisiya fondları, pay investisiya fondları, açıq və qapalı investisiya fondları. Bu investisiya fondlarını iki əsas kriteriya əsasında aşağıdakı şəkildə cəmləşdirmək fikrimizcə daha uyğun olar:

**1) Hüquqi status baxımından investisiya fondları iki növə ayrılır:**

- a) Hüquqi statusa malik olan fondlar;
- b) Hüquqi statusa malik olmayan fondlar.

a) Hüquqi statusa malik olan investisiya fondları məhdud məsuliyyətli və ya səhmdar cəmiyyətləri statusuna malik olan fondlardır. Azərbaycanda yalnız səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılan investisiya fondları fəaliyyət göstərə bilər. Hüquqi statusa malik olduqları üçün həmin fondlar aksiya və bəzi hallarda istiqraz buraxaraq kapital bazarlarında fond tələbçisi kimi çıxış edə bilərlər. Ölkəmizdə isə həmin investisiya fondları yalnız aksiya buraxa bilərlər. Emissiya nəticəsində kapital bazarından əldə olunan vəsait hesabına bu növ investisiya fondları öz qiymətli kağızlar portfellörini formalasdırırlar. Bu cür investisiya fondlarının buraxdıqları aksiyaları satın alan investorlar dərhal həmin investisiya fondunun səhmdarlarına çevrilirlər. Investisiya fondunu üzvləri səhmdarlar tərəfindən seçilərək formalasdırılan idarəetmə (direktorlar) şurası idarə edir. Şirkətin əsas gəlirini, investisiya portfelinin idarə olunmasından əldə olunan dividend, faiz və kapital qazancı təşkil edir və ilin sonunda səhmdarlara dividendlər ödənilir.

b) Hüquqi statusa malik olmayan investisiya fondları, müəyyən şəxslər və ya investorlar arasında imzalanan qarşılıqlı müqavilə yolu ilə yaradılan investisiya fondlarıdır. Yəni həmin investisiya fondları heç bir növ şirkət statusuna malik ola bilməz. Təcrübədə, bu növ investisiya fondları özəlləşdirmə çeklərinin alınması ilə həmin çeklər müqabilində özəlləşdirilən müəssisələri satın alan ixtisaslaşdırılmış çek investisiya fondlarından əmələ gələn pay investisiya fondlarıdır. Bu növ investisiya fondunun qurucusu kimi çıxış edənlər, adətən komersiya bankları və ya sigorta şirkətləridir. Fondun qurucusu fondu idarə edər. Lakin fondun investisiya etdiyi qiymətli kağızların saxlanılması və emissiya etdiyi investisiya paylarının fondun iştirakçlarına paylayan şəxs, fondu idarə edəndən fərqlidir. Belə olduqda, bu formada yaradılan investisiya fondunda üç tərəfli əlaqənin mövcudluğunu qeyd etmək olar: fondu idarə

edən, fondun əmlakını mühafizə edən şəxs (trustee) və fondun iştirakçıları (səhmdarları). Fondu idarə edən, qiymətli kağızların alqı-satqısı ilə elaqədar bazar tədqiqatlarının aparılmasını ya fondun nəzdində çalışan mütəxəssislərə ya da kapital bazارında peşəkar fəaliyyət növü ilə məşğul olan şəxslərə həvalə edə bilər. Məsələn, fondun qiymətli kağızlar portfelinin formalışdırılmasında və portfel analizlərinin aparılmasında investisiya qoyuluşu üzrə məsləhətçi firma, qiymətli kağızlar üzrə alqı-satqı əməliyyatlarının həyata keçirilməsində isə bir broker (komissiyonçu), fondun menecerinə köməklik göstərə bilər.

**2) Səhmdarlarla qarşılıqlı münasibətlərdən asılı olaraq investisiya fondları iki növə ayrılır:**

- a) Qapalı investisiya fondları;
- b) Açıq investisiya fondları.

a) Qapalı investisiya fondları müəyyən kapitalın və ya fondun təsis edilməsi ilə yaradılır və qanun çərçivəsi içərisində sabit kapitalla və ya fondla fəaliyyət göstərilər. Bununla yanaşı, həmin investisiya fondları səhmdarlarından aksiyalarını və ya investisiya paylarını geri satın almaq öhdəliyi olmayan fondlar hesab olunurlar. Bu növ investisiya fondlarının aksiya və ya investisiya paylarını satın alan investor, həmin sənədləri satmaq istəsə ikinci kateqoriyalı, yəni təkrar bazara müraciət etməli olacaqdır.

Hüquqi statusa malik olan qapalı investisiya fondları əgər, təsis fondlarını artırmaq istəsələr, nizamnamə kapitallarını artırmalıdır. Hüquqi statusa malik olmayan investisiya fondlarında həmin əməliyyatın keçirilməsi üçün yeni fondun yaradılması vacibdir.

Qapalı və hüquqi statusa malik olan investisiya fondları bəzi ölkələrdə borcalma yolu ilə də fond təmin edə bilərlər.

Belə ki, ABŞ-da bu cür investisiya fondları istiqraz buraxaraq, qısa müddətli kredit alır və hətta imtiyazlı aksiya buraxaraq lazımı fond vəsaitini əldə etmək hüququna malik olur. Lakin alınan borca, əlbəttə, bir limit qoyulur. Bu investisiya fondlarının səhmdarları, şirkətin əlavə borc vəsaitdən faydalana bildiyi üçün yüksək dividend payları alırlar.

Qapalı və hüquqi statusa malik olan investisiya fondları, təsis kapitallarının sabit qaldığından məhdud artım imkanına malikdirlər. Bundan başqa, şirkət müdiriyyətinin səhmdarlarından öz aksiyalarını geri satın ala bilməməsindən, getdikcə bu növ investisiya fondlarının açıq investisiya fondları qarşısında öz əhəmiyyətlərini itirməsinə gətirib çıxarır.

b) Açıq investisiya fondları hüquqi statusa malik olan və olmayan investisiya fondlarına ayrılırlar. Əgər açıq investisiya fondu səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılmışsa, aksiya, pay investisiya fondu formasında yaradılmışsa, investisiya paylarını mütəmadi olaraq investorlara satar və ya onlardan geri alar. Yəni bu növ investisiya fondları buraxdıqları aksiyaları və ya investisiya paylarını fondun səhmdarlarından geri satın almağa öhdəliyi olan investisiya fondlarıdır.

Açıq investisiya fondları aksiyalarının və ya investisiya paylarının ikinci kateqoriyalı bazarı mövcud deyildir. Həmin sənədlər kapital bazarda alınıb satıla bilməz. Bu sənədlər birbaşa fondun müdiriyyəti tərəfindən satılır və geri alınır. Sənədlərin alış və satış qiymətləri bazardakı təklif və tələbə görə yox, qurumun ö gündü xalis aktivlərin dəyərinə görə təyin edilir. Xalis aktiv dəyərində baş verən gündəlik dəyişmələr, qurumun investisiya portfelinə daxil olan qiymətli kağızların ö gündü bazar qiymətlərində baş verən dəyişmələr səbəbindən irəli gəlir. Qurumun aksiya və

investisiya payının gündəlik qiyməti, qurum tərəfindən müəyyən edilərək açıqlanır və alqı-satqı əməliyyatları həmin gün açıqlanan qiymətə görə aparılır. Qiymətin hesablanması, qurumun aktivlərinin bazar dəyərindən borcları çıxıldıqdan sonra əldə olunan rəqəmin aksiya və ya investisiya sayına bölünməsi ilə baş verir.

Deyilənlərə əlavə olaraq bir şeyi də qeyd etmək yerinə düşərdi ki, açıq investisiya fondlarının istiqraz buraxması və digər yollarla əlavə vəsaitin borc kimi əldə etmələri mümkün deyildir.

## **8.2. İNVESTİSİYA FONDLARININ İNVESTİSİYA SİYASƏTLƏRİ**

İnvestisiya fondlarının əsas məqsədi qiymətli kağızlara investisiya qoymaq, yəni investisiya portfelini formalaşdırmaqdır. Bu məqsədin reallaşması naminə investisiya portfelinə hər növ qiymətli kağız və onlardan bəziləri üzrə ixtisaslaşaraq müəyyən növlər daxil edilə bilər. Portfel formalaşdırma siyasətləri, portfelin tərkibində olacaq qiymətli kağızların riskindən asılı olaraq həyata keçirilir. İnvestisiya fondu böyük risk müqabilində böyük həcmidə kapital qazancı əldə etmək siyasətini həyata keçirdiyi halda, o, adətən yüksək gəlir və ya kapital qazancı gətirəcək riskli şirkətlərin qiymətli kağızlarını satın alar. Gündülən bu və digər siyasətlər fonunda investisiya fondlarını aşağıdakı növlərə ayırməq olar.

**a) Adi aksiya sənədlərindən ibarət fondlar:** investorların vəsaitlərinin uzun müddət ərzində artımını təmin etmək məqsədilə, fondlar adi aksiyalar və bunun kimi aksiyalara çevrilə bilən istiqraz və dəyişdirilə bilən imtiyazlı aksiyaların alınmasına yönəldilir. İnvestisiya portfeli formalaşdırılanda diqqət ediləcək məsələ investisiyadan dərhal tarazlaşdırılmış və daimi qazanc əldə edilməsi yerinə portfelin uzun müddət

ərzində dəyər qazanacaq və yüksək səmərə gətirəcək hala gəlməsidir. İnvestisiya portfeli adətən böyüməyə fikir verən, buna görə də illik mənfəətlərini səhmdarlarına dividend ödəmək əvəzinə yeni və sərfəli investisiya layihələrinə yönəldən, nisbətən kiçik və orta həcmli şirkətlərin aksiyalarından ibarət edilir. Bu cür portfel siyasətini güdən investisiya fondları aksiyalarının və investisiya paylarının dəyərləri, portfəldə olan aksiyalara illər ərzində dəyişən nisbətlərdə dividendlərin ödənilməsi və risklərin tərəddüdlər göstərməsi səbəbindən adətən dəyişkən olur.

**b) Stabil fondlar:** buradakı investisiya qoyuluşlarının əsas məqsədi, klassik idarəetmə prinsiplərinə uyğun şəkildə riski minimal edəcək və daimi qazanc gətirəcək qiymətli kağızların alınmasıdır. Bu cür investisiya siyasətini həyata keçirən bir investisiya fondu yüksək keyfiyyətli (riski az olan) özəl sektor istiqrazlarına, imtiyazlı aksiyalara və adi aksiyalara, investisiya riskini azaldacaq və illik investisiya gölirlərini tənzimləyəcək nisbətlərdə investisiya qoyar. Təbiidir ki, iqtisadiyyatda baş verəcək dəyişmələrə paralel olaraq portfelin tərkibində olan qiymətli kağızların miqdarları dəyişdirilərək fondun stabilliyi qorunub saxlanacaqdır. Portfelə daxil edilən qiymətli kağızların yüksək keyfiyyətli (risk az olan) olmaları, bu sənədlərdən alınan səmərənin az olmasına yol açar, investorların qazancları isə daimi, fəqət aşağı səviyyədə olar.

**c) Özəl məqsədli fondlar:** bu fondların təsisində güdüllən əsas məqsədlər, iqtisadiyyatın müəyyən bir sahəsinə və ya əlaqədar sahələrinə aid qiymətli kağızlara investisiya qoymaq, investisiya portfelinin vergisiz dövlət istiqrazlarından ibarət təşkil etmək, beynəlxalq kapital bazarlarından satın alınacaq qiymətli kağızları idarəetmək və s. kimi işlərin aparılmasıdır.

Yuxarıda barəsində məlumat verdiyimiz investisiya siyasətləri, şübhəsiz müxtəlifliyi ilə nəzərə çarpan daha bir neçə siyaset növlərini özlərində təcəssüm etdirirlər. Bu siyaset müxtəlifliyinin ortaya çıxması, kapital bazarına fond təklif edən investorların düşüncə və ümüdlərinə müsbət təsir bağışlamaq üçün göstərilən səylərlə izah edilə bilər. Bu səbəbə, zaman ötdükçə bəzi siyasətlərin, investorların seçim və istəklərindəki dəyişmələrə bağlı olaraq əhəmiyyət qazanacaqları, bəzilərinin isə öz əhəmiyyətlərini itirəcəkləri şübhəsizdir. Belə ki, 1960-ci ildən sonra ABŞ-da bir ara inflasiyanın sürətlə artması və bunun nəticəsində bank faizlərinin yüksəlməsi «Likvid Aktiv Fondlar» (Liquid Asset Funds) adını daşıyan yeni bir investisiya fondu növünün yaranmasına səbəb olmuşdur. Bu fondlar pul bazارının yüksək faiz qazancı gətirən, az riskli və qısa müddətli qiymətli kağızlarına investisiya qoymaq məqsədini güdürdülər. Həmin qiymətli kağızlar kimi qısa müddətli xəzinə bonları, maliyyə bonları və s. pul bazarı alətlərini misal çəkmək olar.

## **9-CU FƏSİL. QİYMƏTLİ KAĞIZLARIN QİYMƏTİ VƏ REAL DƏYƏRİ**

Qiymətli kağızların kapital bazarda qiymətlərinin formalaşması, şübhəsiz, bazarın o günkü vəziyyəti ilə yaxından əlaqədardır. Müxtəlif səbəblərdən hər hansı bir qiymətli kağız növünün kapital bazarına təklif olunan miqdarı tələb olunandan çox olarsa, bu qiymətli kağız növünün bazar qiymətində azalmalar qeydə alınacaqdır. Bazara təklif olunan miqdar tələb olunandan az olarsa, qiymətlər artmağa başlayacaqdır. Ancaq azalan qiymətlər qarşısında bir qrup investor həmin qiymətlərlə qiymətli kağızları satmadıqları, artan qiymətlər qarşısında isə digər qrup investor həmin qiymətlərlə qiymətli kağızları almadiqları üçün bazardakı tələb və təklif miqdalarını azalacaqdır. Bunun nəticəsi olaraq qiymətli kağızin qiymətindəki artma və ya azalmalar müəyyən bir nöqtədə sabit qalacaqdır.

Kapital bazarda ən vacib məsələ, bazarda formalaşan qiymətin nə dərəcədə real qiymət olduğunun müəyyən edilməsidir. Maraqlıdır, bazardaki təklif və tələbə görə formalaşan qiymət qiymətli kağızin real dəyərini eks etdirimi? Yoxsa, bazar qiyməti real qiymətdən çox və ya az olmuşdur? Bu cür sualların cavabı qiymətli kağızların real dəyərinin mövcudluğunda özünü eks etdirir.

Şübhəsiz, hər növ qiymətli kağızin öz real dəyəri vardır. Bazar qiyməti bu real dəyərə görə formalaşır və real dəyər

ətrafında dalğalanmaya məruz qalır. Real dəyərin müəyyən edilməsi prosesi qiymətli kağızin növünə görə fərqli şəkildə həyata keçirilməlidir. Ancaq, bütün qiymətli kağız növlərinin bugünkü real dəyərləri, bu qiymətli kağızlardan əldə olunacaq illik gəlirlərin diskont etdirilmiş dəyərlərinin cəmidir. Beləliklə, hər hansı bir qiymətinin real dəyərinin hesablanması üçün aşağıdakı məlumat növlərinin toplanması tövsiyə edilir:

- 1) Qiymətli kağızin gəlir gətirmə müddəti;
- 2) Gəlirin aylıq və ya illik miqdari;
- 3) Gəlirlərin diskont etdiriləcəyi diskont faizi.

Yuxarıda qeyd olunan üç növ məlumatdan ən asan əldə olunacaq məlumat növü birincisidir. Aksiya xaric, digər bütün növ qiymətli kağızların müddəti mövcuddur və bu müddət asanlıqla hesablana bilər. Aksiya isə nəzəriyyəyə görə sonsuzadək gəlir gətirəcəkdir. Digər iki növ məlumatlardan gəlirin miqdarına aid olanı, stabil gəlir gətirən qiymətli kağızlardan (istiqraz və stabil dividendli imtiyazlı aksiya) başqa, geri qalan bütün növ qiymətlilərdə dəqiq bilinməməkdədir. Real dəyərin hesablanması istifadə olunan diskont faizi haqda məlumatın da hər zaman obyektiv olması mümkün deyildir. Bunun üçün qiymətli kağızin real dəyərini hesablamaq istəyən investor bəzi normaları müəyyən etməlidir. Bu normaların isə reallığa yaxın olmasını təmin edəcək müxtəlif növ məlumatlar mövcuddur. Məsələn, maliyyə hesabatları, iqtisadi məlumatlar, şirkətlə əlaqədar mütəxəssislərin verdiyi rəylər, cari faizlər (bank faizləri), kapital bazارında tə davüldə olan qiymətli kağızların gəlirləri investorun ixtiyarında olan müxtəlif məlumat növlərinə aid edilir.

Yuxarıda adı çəkilən məlumat növlərinin analizi və təhlili ilə diskont faizinin müəyyən edilməsi ən mürəkkəb

proses və mütəxəssis işi sayılmaqla yanaşı, yüksək peşəkarlıq tələb edir. Bunun üçün də kapital bazarında qiymətli kağızların real dəyərinin hesablanması işinin aparılması üçün investisiya qoyuluşu üzrə mütəxəssislərə müraciət edilir. Bu mütəxəssislər investorlara və vasitəçi qurumlara məsləhət xidmətini təklif edirlər. Bəzən isə bazarda apardıqları tədqiqatlardan alınan nəticələrdən faydalananaraq özləri qiymətli kağızların alqı-satqısı ilə məşğul olurlar.

İnvestisiya üzrə mütəxəssislər növündən asılı olmayaraq qiymətli kağızların real dəyərini müəyyən edərkən daha çox subyektiv faktlara əsaslanırlar. Burada yanılma ehtimalı da mövcuddur. Buna baxmayaraq təcrübəli və peşəkar mütəxəssislər tərəfindən təyin olunan real dəyərlər adətən həqiqətə yaxın olur.

Bir qiymətli kağızin bazar qiyməti onun real dəyərindən aşağıdırsa, investor qiymətin real qiymət istiqamətində artacağını gördükdə, kapital qazancı əldə etmək məqsədilə həmin qiymətlini dərhal satın alacaqdır. Bazar qiymətinin real qiymətdən çox olduğu halda isə investor qiymətin düşərək real qiymətə yaxınlaşacağından əlindəki sənədi zərər çəkməmək üçün dərhal satar. Amma bazar qiymətinin real qiymətlə eyni olduğu periodlarda investor nə alqı, nə də satqı əməliyyatını həyata keçirməz.

Kapital bazarında qiymətli kağızların zamanla müxtəlisf qiymətlərə malik olmaları bir tərəfdən investisiya üzrə mütəxəssisin bazar və qiymətli kağız haqqında yeni məlumatların əldə etməsinə və bu məlumatlara istinadən müxtəlif real dəyərlərin təyin etməsinə, digər tərəfdən isə investorların satın alma və satma meyllərinin intensivliyinə bağlıdır. Investorların, firmanın mənfəət əldə etmə qabiliyyətindəki dəyişikliklərdən, toplam riskinə müsbət və ya mənfi təsir göstərəcək hadisələrdən xəbərdar olması ilə, proqnozlaşdırılan illik gəlir miqdarında, yaxud diskont

qoyuluşunda (faizində) düzəliş edərək yeni bir real dəyər hesablaması təbiidir. Real dəyər göstəricisində aparılan bu düzəliş bazarda yaranmış qiymət ilə real dəyər tarazlığını pozaraq investorlar satın almaq və ya satmaq istiqamətində hərəkətə keçirər. Satma və ya satın alma meylini nümaiş etdirən investorların satıcı və ya alıcı kimi bazarda çıxış etmələri isə qiymətli kağızların təklif və tələb balansını pozaraq qiymətlərin müsbət və ya mənfi yönədə dəyişməsinə yol açır.

Bildiyimiz kimi, investorların qiymətli kağızlara qoyulan investisiyadan gözlədikləri iki növ qazanc vardır. Birinci növ qazanc faiz gəlirini və ya mənfəətdən alınan payı (dividend), ikinci növ isə qiymətli kağızın müəyyən vaxt periodu başlanğıcında alınması üçün verilən qiymət ilə həmin vaxt periodu sonunda satılması üçün qəbul olunan qiymət arasındaki müsbət və ya mənfi fərqi, yəni kapital qazancını və ya zərərini nəzərdə tutur. Bazar qiymətlərində qeydə alınan dəyişikliklər, proqnozlaşdırılan kapital qazancına təsir edər. Bunun müqabilində kapital qazancında gözənlənilən müsbət və ya mənfi irəlləyişə əsasən investor yeni bir real dəyər göstəricisini müəyyən edə bilər. Buna görə real dəyər axtarışlarının daimi və dinamik proses xarakterini daşıdığı söylənə bilər.

Real dəyər göstəricisində baş verən dəyişmə, dəyişmə dərəcəsi alqı-satçı xərclərini ödəməyə qadir olmasa, investorlar həmin dəyişməyə fikir verməzlər. Bunun nəticəsində isə bazar qiyməti dəyişməyərək eyni qalar.

Bir qiymətli kağızın bazar qiymətinin, bazar qiyməti ilə real qiymətin daima qarşılıqlı müqayisəsi baxımından bazar qiymətində əmələ gələn düzəlişlər nəticəsində məhdud və təsadüfi tərəddüdlər nümaiş etdirdiyi qeyd olunur. P.Kotnerin irəli sürdüyü hipotezəyə görə, kapital bazarda iki qrup investor vardır. Birinci qrup investorlara «naşı

investorlar – neive investors» adı verilən şəxslər aid edilirlər. Bu investorlar, yalnız qəzet və jurnallardan məlumat toplayırlar. Həmin şəxslər qiymətli kağızların fundamental təhlilini peşəkarcasına aparmayıb, adətən investisiya variantlarını sanki zər ataraq müəyyən edirlər. Real dəyərdə əmələ gələn kənarlaşmalardan çox az xəbərdar olarlar. Spekulyativ investisiya qoyuluşlarına daha çox meyl göstərirlər və investisiya haqqında qərarları əldə etdikləri xəbərlərə və maliyyə imkanlarına əsaslanaraq verirlər. Bu investorlar zahirən düzgün hesab ediləcək investisiya variantlarını, yəni qiymətli kağızları satın almağa səy göstərirlər. İnvestisiya etdikləri qiymətli kağızların bazar qiymətləri onların real dəyərlərindən yüksək ola bilər. Belə olduqda davam edən satın almalar qarşısında qiymətlər düşmək yerinə qalxmağa başlayacaqdır. Əksinə, bazarda qiymətlər düşməyə başladıqda «naşı» investorlar təşvişə düşərək qiymətli kağızları satın almaq yerinə onları satarlar və qiymətlərin daha da düşməsinə təkan verərlər.

İkinci qrupa daxil edilən investorlar «professional investorlar» adlanırlar. Bu investorlar «naşı» investorlardan əvvəl məlumatı əldə edirlər, hətta onların əli çatmayan məlumatlara da malikdirlər. Real dəyərin hesablanması üçün lazımi bilik və bacarıq səviyyəsinə malik olan şəxslərdir. Bir qiymətli kağızin bazar qiyməti onun real dəyərini üstələsə, qiymətin real dəyərə görə lazım olanlardan artıq olduğu və azalacağı fikri ilə portföldəki qiymətliləri satışa çıxararlar. Bazar qiymətinin real dəyərdən aşağı olduğu hallarda isə, onlar sənədi satın almağa səy göstərəcəklər. Professional investorlar bazar qiyməti artmağa və ya azalmağa başladıqda, əvvəlcə heç bir davranış nümaış etdirməzlər. Lakin qiymət azalaraq və ya artaraq müəyyən həddə çatdıqda, investisiya portfellərini, qiymətli kağızları sataraq boşaldar və ya yenidən qiymətli kağız satın alırlar. Beləcə,

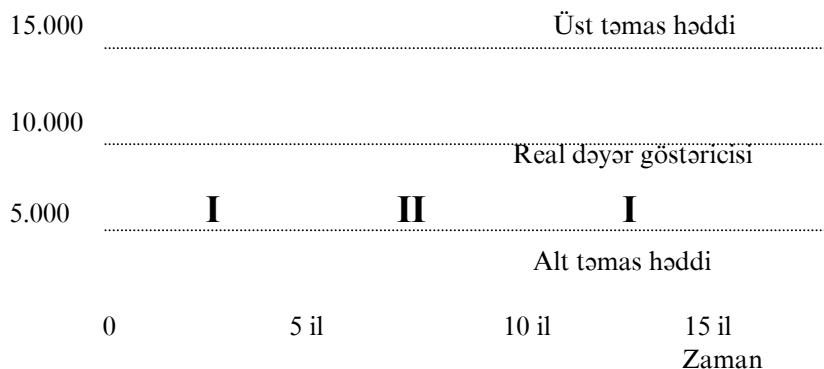
qiymətli kağızın qiymətini real dəyərə bağlı olaraq artmağa və ya azalmağa sövq etmiş olarlar.

Professional investorun bu davranışını bir qrafiklə göstərməyə çalışsaq, qrafik 2.2-dəki şəkli əldə edərik. Kotnerin fikrincə, professional investorun təyin etdiyi real dəyər göstəricisi dəyişmədikcə, o, qrafikdəki absis oxuna paralel olaraq düz xətt formasında uzanacaq, real dəyər göstəricisi dəyişdikdə isə, qrafikdəki ən yüksək nöqtədən başlayaraq ən kiçik nöqtəyə qədər formasını dəyişdirməyə davam edəcəkdir. İnvəstisiya mütəxəssislərinin hesablaşdıqları bu real dəyər, bəzi normalara əsaslandığı və müəyyən yanılma ehtimalını da ehtiva etdiyi şübhəsizdir. Bunun üçün, real dəyər göstəricisini əks etdirən düz xəttin altında və üstündə yanılma ehtimalını nəzərə alaraq müəyyən olunan qiymətlər üçün də üsfüqi oxa paralel iki düz xətt çəkilə bilər. Real dəyər xəttinin üstündə çəkilən absis oxuna paralel bir xətt «üst təmas həddi – upper reflecting barrier», real dəyərin altında çəkilən düz xətt isə «alt təmas həddi - lower reflecting barrier» adlanır. Professional investor qiymətin bu təmas hədləri daxilində tərəddüd göstərməsini normal qəbul edər. Qiymətin üst təmas həddini aşması halında satış, alt təmas həddini aşması halında isə alış əməliyyatını həyata keçirər.

### **Qrafik 2.2. Təsadüfi qiymətli kağızın qiymət dəyişməsi**

Qiymət (man)





«Naşı» investorlar, qrafikdə ( I ) ilə göstərilən sahə daxilində alıcı kimi, ( II ) ilə sahə daxilində isə satıcı kimi bazarda çıxış edərlər. Professional investorların təsirli olduqları bir bazarda naşı investorların apardıqları əməliyyatlar nəticəsində qiymətlər artaraq üst təmas həddini aşmağa cəhd göstərdikdə, professional investorlar satış əməliyyatlarını həyata keçirərək qiymətlərin normal qəbul edilən həddi aşmasına imkan verməzlər. Qiymətlərin azalması ilə «naşı» investorlarının dərhal satış əməliyyatlarını həyata keçirməsi qiymətin daha da azalmasına səbəb olacaqdır. Lakin professional investorlar, qiymət azalmalarının alt təmas həddini keçməsini gördükdə dərhal alış əməliyyatlarını həyata keçirərək qiymətlərin normal qəbul edilən həddə çatdırarlar. «Naşı» investorlarının çoxluq təşkil etdiyi bir bazarda isə qiymətlərə nəzarət edəcək professional investorlar gücsüz qalacaq ki, bu da qiymətli kağızların qiymətlərində böyük həcmliRDə dəyişmələrin baş verməsinə zəmin yaradacaqdır.

Real dəyərin hesablanmasında, hesablanmanın predmeti olan aksiya ilə bağlı məlumatlar istifadə olunur. Bu məlumatların gəlişi müntəzəm qaydada olmaz və gələn

məlumatların aksiya qiymətinə nə şəkildə təsir göstərəcəyi ancaq analiz aparan şəxsin əlinə keçdikdən sonra bəlli olar. Bu səbəbə, aksiyaların bazar qiymətləri real dəyər göstəricisində, əldə olunan əlaqəli məlumatların daxil olmasından asılı olaraq aparılan düzəlişlərə görə müəyyən olacaq və bazar qiymətlərində baş verən dəyişmələr təsadüfi dəyişmələr kimi qarşımıza çıxacaqdır. Lakin tamamilə effektiv bir bazarda formalanmış qiymət də effektiv qiymət olacaq, aksiyanın real dəyərinə çox yaxın olaraq formalanacaq və real dəyərdə müəyyən bir dəyişiklik olmadiqca bazarda həmin tarazlıq qorunub saxlanacaqdır.

Paul Samuelson, hər növ məlumatın əldə olunduğu bir şəraitdə formalanmış bazar qiymətini tamamilə effektiv qiymət (perfectly efficient price) olduğunu qeyd etmişdir. Onun fikrincə, tamamilə effektiv bir qiymət, qiymətli kağızın bazar qiyməti ilə onun real dəyəri arasında formalanmış tarazlığı eks etdirən qiymətdir. Real dəyərdə müəyyən bir dəyişiklik olmadan, bazar qiymətində qeydə alınan bir dəyişiklik, çox qısa bir müddət üçün tarazlığı pozar, lakin aparılan alqı-satqı əməliyyatları nəticəsində təkrar əvvəlki tarazlığı təmin edəcək qiymət səmtində dəyişməyə başlar. Bununla yanaşı, tarazlığı təmin edən qiymətin dəyişməsinə və tarazlığın pozulmasına, qiymətli kağızın real dəyərində əldə olunan yeni məlumatlar fonunda aparılan düzəlişlər səbəb ola bilər. Bazar qiyməti real dəyərə bağlı olaraq dəyişərək bazarda «daimi tarazlıq» təkrar təmin olunacaq. Tamamilə effektiv bir qiymətin formalanması effektiv bir bazarın varlığına bağlıdır. Tamamilə effektiv bir bazar nədir? Bazarla əlaqədar məlumatlar ətraflı şəkildə və çox ucuz məsrəflər müqabilində investorların ixtiyarına verilirsə və həmin məlumatlar, bazarda formalanmış qiymətli kağızların qiymətində öz əksini tapırsa, həmin kapital bazarı tamamilə effektiv bir bazar hesab olunacaqdır. Belə bir bazarda maksimum qazanc əldə etmək istəyən şəxslərin sayı çoxdur

və onların aksiya ilə əlaqədar məlumatları müstəqil şəkildə təhlil edərək real dəyərləri hesablaşdırırları qəbul olunur. Bu bazara aid ikinci standarta görə, aksiyalara dair bazara daxil olan məlumatların dəqiqliyi vaxtı bilinməz ( yəni təsadüfi – random ) və hər aksiyaya dair məlumatın daxil olduğu tarixlər fərqli olar və adətən birbaşa investorlara çatdırılar. Nəhayət, investorlar qiymətli kağızların real qiymətlərində əldə olunan məlumatlar işığında six-six düzənləşlər aparırlar.

Qiymət effektivliyi, real dəyərin hesablanmasından istifadə olunan məlumatların bazarın qiymətlərdə öz əksini tapdığı halda mümkündür. Bu o deməkdir ki, investorlar qiymətləndirmə prosesində istifadə olunacaq bütün məlumatlardan, real dəyərin hesablanmasından tam şəkildə istifadə edirlər. Qiymət effektivliyinin bərqərar olduğu bir bazaarda, birja indeksi risk və əməliyyat xərcələrini nəzərə alan yüksək səmərəni təmin edə bilməz. Yüksək səmərənin mövcudluğunu aşkar etmək üçün, bir aksiyanın bazarla formalasın qiymətinə görə hesablanmış gəlirlilik ilə proqnozlaşdırılan qiymətə görə hesablanmış gəlirliliyi müqayisə etmək lazımdır. Bazarla formalasın gəlirliliyi ( $r_b$ ) və proqnozlaşdırılan gəlirliliyi ( $r_p$ ) simvolları ilə göstərsək,  $r_b > r_p$  halında həmin aksiyanın yüksək səmərəli olduğu söylənə bilər. Yox, əgər yaranan vəziyyət  $r_b < r_p$  göstərirse, o zaman aksiya aşağı səmərəlidir. Anormal səmərədən bəhs edilməsinin iki səbəbi vardır. Birinci səbəb ondan ibarətdir ki, proqnozlaşdırılan gəlirliliyin hesablanmasından risk amili düzgün təxmin edilməmişdir. İkinci səbəb isə, proqnozlaşdırılan qiymətin müəyyən olunmasında zəruri olan bütün «əlaqədar məlumatlar» əldə edilməmiş və ya hesablamada onlardan istifadə olunmamışdır.

Fama, «əlaqədar məlumatları» diqqətə alaraq üç tip qiymət effektivliyinin olduğunu qeyd etmişdir.

- 1) Zəif tip qiymət effektivliyi.

- 2) Orta tip qiymət effektivliyi.
  - 3) Qüvvətli tip qiymət effektivliyi.
- 1) Zəif tip qiymət effektivliyi:** Belə bir halda bazarda formalaşan qiymətlər keçmişdəki qiymətlərin formalaşmasına təsir göstərən məlumatları özlərində əks etdirirlər. Yəni investorların aldıqları qərarlar keçmişdə cərəyan edən qiymətlər əsasında həyata keçirilir.
- Bazarda aparılan müşahidələr kapital bazarının zəif tip qiymət effektivliyinə malik olduğunu bir daha sübut edir. Bu müşahidələr keçmişdəki göstəricilər əsasında verilən alqısatçı qərarlarının investorun bazardakı mövqeyinə də mənfi təsir bağışladılığını göstərir.
- 2) Orta tip qiymət effektivliyi:** Bu tip qiymət effektivliyində qiymətlər yalnız keçmişdəki göstəriciləri yox, həmçinin də yayımlanmış məlumatları da əks etdirir. Aparılan müşahidələr aksiya ilə əlaqədar açıqlanmış dividend məbləği, şirkətə aid gəlir proqnozları, şirkətin mühasibat uçotunda baş verən dəyişikliklər və şirkətin maliyyə hesabatlarına dair məlumatların cari qiymətdə öz əksini tapdığını təsdiqləyir. Şübhəsiz, investor bu məlumatlardan istifadə edərkən bəzi təhlillər edər.
- 3) Qüvvətli tip qiymət effektivliyi:** Qiymətlər, özündə yalnız nəşr olunmuş məlumatları yox, eyni zamanda şirkət və iqtisadi vəziyyət haqqında hər növ məlumatı təcəssüm etdirir. Yığılan bu məlumatlar maliyyə analizi üsullarından faydalanaraq analiz edilir, təhlil edilir və real dəyərin hesablanmasında istifadə olunur. Bu işi ancaq professional investorlar və bazarda fəaliyyət göstərən peşəkarlar görər.

Effektiv bir kapital bazarında aksiyanın real dəyəri ilə əlaqədar araştırma və hesablamaları gerçəkləşdirən çox sayıda investor mövcuddur. Şübhəsiz, investorların müstəqil

olaraq apardıqları tədqiqatların nəticələri fərqli olacaqdır. Bu səbəbə, hər hansı bir qiymətli kağızin real dəyəri seçilmiş bir dəyər olaraq meydana gələr. Əgər investorların real dəyər mövzusundakı təxminləri bir-birinə yaxın olsa, qiymətli kağızin bazar qiyməti tamamilə effektiv qiymət olaraq formalaşacaq, bazar qiyməti bu göstərici ətrafında cüzi tərəddüdlər göstərəcəkdir.

Hər hansı bir tarixdə investorların, hər hansı bir qiymətli kağıza qarşı meylsiz olmaları müşahidə olunarsa, həmin qiymətli kağızin bazar qiyməti ilə onun real dəyəri arasında tarazlıq yaranmaz. Qiymətdə görülən tərəddüdlər isə həddindən artıq şiddetli olar.

Kapital bazarda qiymətli kağızların qiymətlərində baş verən tərəddüdlər, bu tərəddüdlərin müəyyən qaydalara görə meydana gəlib-gəlmədiyi sualının cavablandırılmasını tələb edər. Əgər dəyişmələrin sistematik səbəbləri varsa, keçmiş qiymətləri araşdıraraq gələcəkdə onların nə şəkildə cərəyan edəcəklərini təxmin etmək olar. Bu fikir mövzu ilə bağlı çox elm adamını və təcrübəli şəxsləri, keçmiş qiymət enib-qalxmalarını analiz etməyə və bu enib-qalxmaldan səbəb-nəticə əsasında tədqiqatlar aparmağa vadər etmişdir. Professor M.Q. Kendalin 1950-ci illərdə apardığı elmi-tədqiqat işləri, qiymət dəyişmələrinin qeyri-sistematik dəyişmələr (təsadüfi-random walk) olduğu nəticəsini vermişdir. Famanın fikrincə, bir-birinin ardınca gələn qiymət dəyişmələri, bir-birindən asılı deyildir. Yəni ki, qiymət dəyişmələri arasında korrelyasiya yoxdur və bunun üçün sonrakı mərhələdə qiymətin nə olacağını əvvəlki mərhələləri analiz edərək təxmin etmək qeyri-mümkündür.

«Təsadüfi addım nəzəriyyəsi-random walk theory» kimi tanınan bu nəzəriyyə Kotnerin nəzəriyyəsinə oxşayır, lakin Kotnerin qoyduğu standartlar bu nəzəriyyədə yoxdur. Nəzəriyyəyə görə investorlar, dəyişən real dəyər

göstəricilərinə bağlı olaraq bazar qiymətlərini daima enib-qalxmağa vadar edərlər. Enib-qalxmaların qeyri-sistematik xarakter daşımıası, real dəyərin hesablanması gerçəkləşdirən investorlara əlaqədar yeni məlumatların hər gün qeyri sistematik şəkildə gəlməsi ilə izah olunur. Bu nizamsızlıq yeni real dəyər təxminlərinin və buna bağlı olaraq da pozulan bazar qiyməti-real dəyər tarazlığının düzəldilməsinə təsir edən «satın al»-«sat» əmrlərinin verilmə müddətlərini nizamsız edər ki, bunun nəticəsində bazarda sistemli şəkildə qiymət hərəkətləri müşahidə olunmaz.

Bu düşüncə, bazarda qiymətlərin hansı səmtdə dəyişəcəyini keçmiş qiymətlər əsasında proqnozlaşdırmanın mümkünüyünü rədd edir. Bu mövqei qəbul edənlər kimi tanınan «texniki analitiklər» keçmiş göstəriciləri analiz edərək gələcəkdəki qiymət dəyişmələrinin təxmin edilməsinin mümkün olmadığını qeyd edirlər.

Kapital bazarının effektivliyi bazarda tə davüldə olan aksiya qiymətlərinin effektiv olmasını təmin etməyə bilər. Belə ki, yuxarıda qeyd olunduğu kimi, qüvvətli tip qiymət effektivliyinin mövcud olmasının əsas şərti, çoxlu sayda professional investorun firma daxili və firma xarici məlumatları toplayıb analiz edərək real dəyər hesablamalarını aparmalı və bu hesablama nəticələrinin bazarda eks olunması vacibdir. Əks təqdirdə qiymət effektivliyi orta və ya zəif qiymət effektivliyi kimi özünü biruzə verər.

Real dəyər hesablamaları, fundamental analiz üsulu adlanqdırılan üsuldan istifadə edilərək nə qədər six-six və bu hesablamaları apara biləcək təcrübə və biliyə malik şəxslər tərəfindən həyata keçirilərsə, bazardakı qiymət, açıqlanmayan səbəblərdən dolayı yaranan enib-qalxmalardan o qədər uzaq qala bilər və dəyişmənin tempi də o qədər aşağı olar.

Fundamental analiz, şirkət aksiyasının bugünkü real dəyərinin hesablanmasında istifadə olunacaq illik gəlir miqdaları ilə aksiyanın daşıdığı riskin təxmin edilməsini nəzərdə tutur. Belə ki, aksiyanın real dəyəri bu iki amil olan illik gəlir miqdaları və bu gəlirlərin diskont ediləcəyi diskont faizi tərəfindən müəyyən olunur. Belə olduqda, kapital bazarı mövzusunda biliyə sahib olmaq istəyən şəxslərin diskont faizinin təyin olunmasında böyük əhəmiyyət kəsb edən faiz və risk anlayışları barədə xəbərdar olmaları zəruridir.

Kitabımızın bundan sonrakı iki fəslində faiz və risk haqqında məlumat veriləcəkdir.

## **10-CU FƏSİL. FAİZ VƏ BUGÜNKÜ DƏYƏR**

Nəinki kapital bazarları, ümumiyyətlə, maliyyə bazarları haqqında bəhs edildiyində, barəsində məlumatın verilməsi vacib olan iki anlayışı qeyd etməyə borcluyuq. Bunlardan biri faiz, digəri isə riskdir. Bu iki anlayış, əsasən kapital bazarında qiymətli kağız (istiqraz və aksiya) qiymətlərinin nə şəkildə formalaşlığı mövzusu araşdırıldıqda analitikin qarşısına çıxar. Bu səbəbə, kitabımızın bu fəslində faiz və bundan sonrakı fəslində isə risk mövzularına toxunacaqıq.

### **10.1. FAİZ**

Faiz, maliyyə bazarında fond təklifi ilə fond tələbini eyniləşdirən bir qiymət kimi tərif oluna bilər. Yəni bir ölkədə, müəyyən zamanda əllərinə fondları başqalarına borc vermək istəyən şəxs və qurumlar və bu fondları borc almaq istəyən şəxs və qurumlar vardır. Şübhəsiz, istər fondlarını borc vermək istəyən şəxs və qurumlar, verilən borcun müqabilində qazanc əldə etmək istəyirlər, istərsə də borc alan şəxslər olsun, alınan borcun müqabilində müəyyən bir məbləğ ödəmək istəyirlər. Faiz, borc pul istəyən şəxsin ödəməyə razı olduğu məbləği ifadə edir. Təbii ki, maliyyə bazarlarında təklif olunan fondların həcmi müxtəlif faiz qoyuluşlarında fərqli olduğu kimi müxtəlif faiz qoyuluşlarında fond tələbatlarının həcmi də müxtəlifdir.

Fond təklisinin həcmini, fond tələbinin həcmində bərabər edən faiz qoyuluşu bazar faizini təşkil edir.

## **FAİZ QOYULUŞUNUN TƏRKİB ELEMENTLƏRİ**

Faiz qoyuluşu və ya dərəcəsi iki elementdən ibarətdir. Bu elementlərdən biri əsas faiz qoyuluşunu, digəri isə risk mükafatını təmsil edir. Müəyyənsizliyin və buna bağlı olaraq da riskin olmadığı və pul vahidinin satın alma qabiliyyətində müəyyən müddət ərzində dəyişikliyin proqnozlaşdırılmışlığı bir iqtisadi mühitdə formalanın faiz dərəcəsi əsas faiz qoyuluşu kimi qəbul olunur. Bu göstərici, müəyyənsizliyin olmadığı bir mühitdə fond təklifi ilə fond tələbini eyniləşdirən bir amil kimi qarşımıza çıxar. Lakin müəyyənsizliyin və inflasiyanın hökm sürdüyü real iqtisadi mühitdə fond təklif edən şəxslərin təklif etdikləri fondlar müqabilində tələb edəcəkləri faiz qoyuluşu müəyyənsizlik və inflasiya səbəbindən pulun satın-alma qabiliyyətindəki azalmanın da qarşılıyacaq «risk mükafatını» ehtiva edir. Əsas faiz qoyuluşu ( $m$ ) və risk mükafatı ( $rp$ ) simvolları ilə göstərilərsə, cari faiz qoyuluşu ( $i$ ) aşağıdakı düsturla ifadə oluna bilər.

$$i = m + rp$$

Düsturu təşkil edən elementlərdən biri olan əsas faiz dərəcəsi iqtisadi quruluş ilə, risk mükafatı isə bazarın və fond tələbçisi kimi bazara gələn şəxsin və şəxsin aid edildiyi iqtisadi sahənin riski ilə əlaqədardır. İqtisadi quruluşda baş verən və fond təklif -tələbinə müsbət və ya mənfi yönədə təsir göstərən bir dəyişmə əsas faiz qoyuluşunu dəyişdirər. Çünkü

həmin faiz qoyuluşu bazarda mövcud olan fond tələb həcmərini eyniləşdirən amildir. Bazarda təklif olunan fond həcmində baş verən bir artım, eyni böyüklükdəki bir tələb həcminin artmasına yol açmazsa, əsas faiz qoyuluşunda azalma qeydə alınar. Əks bir halda əsas faiz qoyuluşu artar. Bu göstərici əsasən qısa müddətli dövlət borcları üçün təyin olunmuş faiz qoyuluşunu əks etdirir. Çünkü dövlətin borc almاسında nəzəri baxımdan heç bir risk yoxdur.

Faiz qoyuluşunun ikinci elementi olan risk mükafatı borcun verilməsi ilə əlaqədar bütün riskləri əhatə edir. Kitabımızın sonrakı fəslində ətraflı şəkildə barəsində məlumat veriləcək toplam risk amili, həm fiziki, həmçinin də hüquqi bir şəxsin qaçınmağı mümkün olmayan sistematik risklər və qaçınmağı mümkün olan qeyri-sistematik risklərdən ibarətdir.

Sistematik risklər fond tələbçisi kimi çıxış edən şəxsən asılı olmayıaraq yaranır. Bu növ risklər bazarın və bu bazara təsir göstərən iqtisadi, siyasi və sosial quruluşun bir bəhrəsidir. Buna görə bu kimi risklərdən qaçınmaq qeyri-mümkündür.

Sistematik risklərdən biri də inflayasiya riskidir. Bu risk, fond tələb edənin borc aldığı fondu istifadə etdiyi müddət ərzində inflayasiya səbəbindən borc alınan fondun satın alma qabiliyyətinin zəifləməsi nəticəsində meydana gəlir. Tutaq ki, fond tələb edən şəxs illik faizi 12% olan əsas faiz ilə üç ay müddətinə 100 man. məbləğində borc almışdır. İnflyasiyanın və digər risklərin sıfır olduğu zənn edilsə, fond təklif edən borc alandan 103 man. geri alacaqdır. Geri alınan 103 man-n 100 man. əsas pulu, üç manatı isə üç aylıq faizi göstərir. İnflyasiyanın sıfır olduğu üçün fondu təklif edən şəxs real olaraq üç manat qazanc əldə edəcəkdir. Üç ayın sonunda inflayasiya səbəbindən 100 man-n satın alma qabiliyyəti 97 man-a düşsə, fondu təklif edən şəxsin qazancı təyin olunmuş

müddətdən sonra sıfır olacaqdır. Belə bir vəziyyətin yaranmaması üçün, fondu təklif edən şəxs infliyasiyanın üç aylıq dərəcəsi 3% olduğundan 100 man. üç ay müddətinə 3%-lə yox, 6%-lə borc vermək istəyəcəkdir.

Risk mükafatının bir elementi sayılan infliyasiya dərəcəsi faiz düsturuna proqnozlaşdırılan [ $E (\Delta P / P_0)$ ] infliyasiya kimi daxil ediləcəkdir. ( $\Delta P$ ) müəyyən dövrün sonundakı qiymət indeksi ( $P_1$ ) ilə həmin dövrün başlanğıcindəki qiymət indeksi ( $P_0$ ) arasındakı fərqi göstərir. Yəni həmin dövrə aid qiymətlərin ümumi səviyyəsindəki artımı göstərir. Bu infliyasiya dərəcəsi şəxslərin infliyasiya barədə proqnozlarını əks etdirir. Gələcəkdə infliyasiya səviyyəsinin düşəcəyinə dair müsbət proqnozlar verilmiş olsa, bazar faizinin azalacağını gözləmək olar.

Sistematik risklər cüzi bir fərqlənmə ilə də olsa, hər sahədə mövcuddur. Müəyyən sənaye sahəsinin daşıdığı risk digərinin daşıdığı riskdən çox ola bilər və yüksək riskli sahələrdə təklif olunan fondların faiz qoyuluşları da yüksək ola bilər. Qeyri-sistematik risklər isə yalnız fond tələb edən şəxsə şamil olunur və riskin böyüklüyü şəxsdən şəxsə dəyişir.

Bazar faiz dərəcəsi bir tərəfdən bazarda təklif olunan və tələb olunan fondların həcmi, digər tərəfdən isə ümumi və özəl risklərin həcmi əsasında formalaşır. Qeyri-sistematik risklərin şəxslərin iqtisadi quruluş içindəki fəaliyyətləri nəticəsində meydana gəlməsinə baxmayaraq, istər sistematik, istərsə də qeyri-sistematik risklərin formalaşmasına iqtisadi vəziyyətin təsir etdiyi unudulmamalıdır. İqtisadiyyatda bir tənəzzülün və az da olsa gözə çarpan böhranın mövcudluğu müşahidə olunarsa, bu, investorların bazarda təklif etdikləri fondlar müqabilində daha böyük qazanc əldə etmək meylini nümaiş etdirmələrinə yol açar. Bu cür davranış və meylin nümaiş etdirilməsi fondları tələb edən şəxslərə aid risklərin artması

ilə izah olunur. Risklərin artmasında isə, (a) işsizliyin artması, şəxslərin bəd niyyətli olmaları və riskdən qaçınma meyllərinin artması və s. səbəblər ilə, (b) böhran nəticəsində müəssisələrin satış həcmələrində azalmaların baş verməsi, mənfəətlərinin azalması və s. səbəblər vacib rol oynayır.

## **FAİZ QOYULUŞUNUN BİR TƏRKİB HİSSƏSİ KİMİ ZAMAN AMİLİ**

Bazar faizində qeydə alınan fərqlənmənin əsas səbəbi kimi təkcə risk amilini göstərmək yanlışdır. Bazarda tələb olunan fondların və bu fondları təmsil edən qiymətli kağızların, məsələn, istiqrazların, müddətləri bir-birindən fərqlidir. Müddətləri çox uzun olan istiqrazlarla yanaşı, kapital bazarına qısa müddətli istiqrazlar da çıxarla bilər. Adətən müddət artdıqca faizin də artdığı müşahidə olunur. Bu səbəbə, cari bazar faizini formalaşdırın elementlərin siyahısına başqa bir elementin də əlavə edilməsi yerinə düşər. Bu element  $f(n)$  simvolu ilə göstərilən zaman amiliidir.

$$i = m + rp + f(n_i)$$

Düsturda yer tutan  $f(n_i)$ , ( $i$ ) -ci istiqraz buraxılışının ( $n$ ) ilə göstərilən müddətinin faiz qoyuluşuna təsirin edən bir funksiyaya sahib olduğunu ifadə edir. Qısa müddətli kreditlərdə müddət amilinin faiz qoyuluşuna təsiri az olduğu halda, uzun müddətli kreditlərdə bu təsir daha çoxdur. Səbəb isə, müddət uzandıqca «zaman amilinin» faiz qoyuluşuna olan təsirinin artmasıdır.

### **10.2. FAİZ NÖVLƏRİ**

Faiz, kirələnən fondun müqabilində ödənilən kire puludur. Fond kirələyən şəxs, kirələdiyi məbləği müddət sonunda kire pulu ilə birlikdə ödəyər. Bundan başqa, borcu

verən şəxs borcun qaytarılma müddəti bir ildən çox olduqda borc verdiyi fond üçün gerçəkləşəcək faiz ödənişlərinin müddət bitəndən sonra əsas pulla birlikdə ödənilməsini istəyə bilər. Bu baxımdan faiz: Bəsit faiz, Nağd faiz və Birləşmiş faiz olmaq şərti ilə üç növə ayrıla bilər.

**1) Bəsit Faiz:** Borc olaraq verilən əsas pul məbləğinin tətbiq edilən və müddət bitdikdən sonra borcu verən şəxsə ödənilən faiz bəsit faizdir. Bəsit faiz qoyuluşu, faiz məbləğinin hesablanması üçün təyin olunan göstəricidir. Kapital bazarında sabit gəlir gətirən qiymətli kağızlara tətbiq olunan bu faiz qoyuluşu nominal faiz kimi tanınır.

Borcun verilmə müddəti, bəsit faiz qoyuluşunun tətbiq ediləcəyi müddətdən qıсадırsa, o zaman tətbiq olunacaq faktiki faiz qoyuluşu bəsit faiz qoyuluşundan fərqli olacaqdır. Məsələn, üç ay müddətinə illik 24% ilə alınan 10.000 man-q borc üçün ödəniləcək faiz məbləği (FM),

$$\Phi M = \frac{10.000 * 0,24}{4} = 600 \text{ ман}$$

olacaqdır.

Faiz məbləğinin əsas pula faiz nisbəti 6-dır. Yəni üç aylıq borcun faiz qoyuluşu 6%-dir. Bir ildə 4 ədəd üç ay olduğuna görə illik faiz qoyuluşunun 24% olduğu aşkar edilə bilər. Halbuki pulun zaman dəyəri nəzərə alınsa, illik faiz qoyuluşu 24%-dən çox olacaq. Faktiki faiz qoyuluşu kimi tanınan bu əmsal aşağıdakı düstur vasitəsi ilə hesablana bilər:

$$M = \left(1 + \frac{i}{M}\right)^M - 1$$

Düsturda yer tutan simvollar aşağıdakı şəkildə şərh olunur:

$I_f$  – Faktiki faiz qoyuluşu

$I_n$  – Normal faiz qoyuluşu (bəsit faiz qoyuluşu)

$m$  – borcun verilmə müddətinin 1 il içindəki sayı.

Yuxarıdakı misalın göstəricilərini bu düsturda yerləşdirsək, aşağıdakı nəticəni əldə edərik:

$$I_f = \left(1 + \frac{0,24}{4}\right)^4 - 1 \approx 26,25\%$$

Əldə etdiyimiz bu faiz qoyuluşu (26,25%) onu göstərir ki, üç aylıq verilən borcun il ərzində borcu verənə gətirdiyi qazanc 24%-dən çoxdur. Bunun səbəbi isə borc verənin bir ildən az müddətlərə borc verərək əldə etdiyi faiz qazancını da təkrar borc olaraq verməsidir.

**2) Nağd Faiz:** Bu faiz növünün ən vacib fərqli cəhəti, borc alınan məbləğə tətbiq olunan faiz qoyuluşu nəticəsində yaranan faiz qazancının (məbləğinin) borc verənə qabağcadan ödənilməsidir. Belə olduqda, borc alan şəxs əslində müddətin bitdiyində geri qaytaracağı fondun hamisini almayıb, bu fond məbləği üzərindən faiz ödəməkdədir. Bu halda faktiki faiz dərəcəsi nominal faiz dərəcəsindən artıq olacaqdır. Faktiki faiz dərəcəsi aşağıdakı düsturla hesablanır:

$$I_f = \frac{I_n}{1 - I_n}$$

Düsturda yer tutan simvollar aşağıdakı kimi şərh olunur:

$I_f$  – Faktiki faiz dərəcəsi;

## $\dot{I}_n$ – Nağd faiz dərəcəsi (nominal faiz)

Tutaq ki, bir firma illik nominal faizi 26% və nağd faizin ödənilməsi şərti ilə bir bankdan 1 il müddətinə 100.000.000 man. məbləğində borc almaq istəyir. Bu alınan borcun faiz dərəcəsi aşağıdakı şəkildə hesablana bilər:

$$i_1 = \frac{0,26}{1 - 0,26} \approx 0,351$$

Yəni, firma bankdan 100.000.000 man. borc alacaq, ancaq əslində onun kassasına yalnız 74.000.000 man. pul daxil olacaq. Səbəb isə alınan 74.000.000 man. üçün 100.000.000 man üzərindən 26%-lik nağd faiz məbləğinin qabaqcadan ödənilməsidir. Belə olduqda firma 74.000.000 man. üçün 26.000.000 man. nağd pul ödəyəcəkdir. Bunun nəticəsində yaranan faktiki faiz dərəcəsi:

$$i_1 = \frac{26.000.000}{74.000.000} * 100 \approx 35,1\% \text{ олажагдь}$$

Nağd faiz ödənişi ilə bir ildən az müddətə borc alındıqda da yaranacaq faktiki faiz dərəcəsi nominal faiz dərəcəsindən fərqli olacaqdır. İllik faktiki faiz dərəcəsi bu şərtləri nəzərə alaraq aşağıdakı formada hesablana bilər:

$$i_f = \left(1 + \frac{i_m}{1 - i_m}\right)^m - 1$$

Düsturdakı simvollar bu mənaları daşıyır:

$i_f$  – İllik faktiki nağd faiz dərəcəsi;

$i_{nm}$  – Borc müddəti üçün nəzərdə tutulan nağd nominal faiz dərəcəsi;

$m$  – Borc müddətinin 1 il içindəki sayı.

Məsələn, bir firma illik 26% nağd faizlə bir bankdan üç ay müddətinə 100 milyon man. borc almaq istəyir. Bank başlanğıcda firmaya 93,5 milyon man. pul ödəyəcəkdir. Belə olduqda, alınan borcun firma üçün üç aylıq məsrəfi 6,5 milyon / 93,5 milyon = 0,695 olacaqdır. Illik faktiki nağd faiz dərəcəsi isə aşağıdakı kimi müəyyən olunacaqdır:

$$M = \left(1 + \frac{0,065}{1 - 0,065}\right)^4 - 1 = 0,308$$

**3) Birləşmiş Faiz:** Bu növ faiz qoyuluşunun tətbiqinə, borcun müddəti 1 ildən çox olduğu və borc verənin, verilən məbləğdən əldə olunacaq faiz qazanclarının əsas pula əlavə edilməsini istəməsi halında rast gəlmək mümkündür. Birləşmiş faiz növü «faizə-faiz» kimi də adlandırılır və borc bu qaydada verildikdə faizlər artan yekunla hesablanır və borcun müddəti bitdikdən sonra əsas pulla birlikdə ödənilir. ( $P_0$ ) simvolu ilə göstərdiyimiz əsas pul məbləği ( $i_c$ ) birləşmiş faizlə ( $n$ ) müddətinə banka qoyulmuş olsa, müddətin sonunda toplam faiz gəlirləri ilə birlikdə ödəniləcək əsas pulun məbləği ( $P_n$ ) aşağıdakı düstur vasitəsi ilə təsbit olunur:

$$P_n = P_0 \left(1 + M\right)^n$$

Məsələn, bir investor bir bankda 8% birləşmiş faizlə iki il müddətinə 1.000 dollarlıq əmanət hesabı açırsa, aşağıdakı məbləğdə pul əldə edəcəkdir:

$$P_n = 1000 * (1 + 0,08)^2 = 1166,4 \$$$

(n) müddəti ərzində formalaşacaq faiz məbləği (qazancı), ( $P_n$ ) simvolu ilə göstərildikdə, aşağıdakı düsturun köməkliyi ilə hesablana bilər:

$$\Phi_h = P_0 (1 + \mu)^h - P_0$$

Həmin düsturu yuxarıdakı misala tətbiq etdikdə bu nəticəni əldə edərik:

$$\Phi_h = 1000 * (1 + 0,08)^2 - 1000 = 166,4 \$$$

Birləşmiş faiz və ya «faizə-faiz» qiymətli kağızların qiymətləndirilməsində böyük əhəmiyyət kəsb edir. Çünkü hər hansı qiymətli kağıza investisiya qoymaq istəyən bir investor investisiyadan əldə edəcəyi proqnozlaşdırılan gəlirlər baxımından investisiya qoyuluşunun gələcək cari dəyərini müəyyən etmək istəyər. Bunun üçün birləşmiş faiz düsturundan istifadə olunur.

$$P_0 = \frac{P_h}{(1 + \mu)^h}$$

Yəni, investor (n) müddətindən sonra ( $I_c$ ) birləşmiş faizlə hansı həcmində ( $P_0$ ) pul məbləğini ayırmalıdır ki, ( $P_n$ ) pul məbləğini əldə etsin. Düsturdakı ( $P_0$ ), (n) müddətindən sonra əldə ediləcək ( $P_n$ )-nin bugünkü dəyərini ifadə edir. Bu dəyər ( $P_n$ )-nin ( $I_c$ ) diskont qoyuluşu ilə (n) müddəti üçün diskont edilərək təyin olunur.

### **10.3. BUGÜNKÜ DƏYƏR**

Pulun bir zaman dəyəri vardır. Bu zaman dəyərinin meydana gəlməsi, bu gün hazır olan pulun müəyyən bir faizlə borc verildikdə gələcəkdəki bir tarixdə dəyərinin artacağı fikirinə əsaslanır. Belə ki, 10.000 man-in 15%-lə bir banka verilməsi, bir ildən sonra onun sahibinə 11.500 man. pul götürürcəkdir. Əgər investor 15% illik qazançla qane olursa, bir ildən sonra əldə edəcəyi 11.500 man-in bugünkü dəyərinin 10.000 man. olacağını fərz edək. Yəni investor qoyduğu investisiyadan heç bir qazanc əldə etməmiş olacaqdır. Əgər investor investisiya qoyuluşundan 15% yox, illik 20%-lik gəlirlilik əldə etmək istəyirsə, bu gün ayırdığı 10.000 man-lıq puldan bir ildən sonra 12.000 man. qazanmaq istəyəcəkdir. Belə olduqda, 10.000 man., 11.500 man-in yox, 12.000 man-in bugünkü dəyəri sayılacaqdır. Əgər investora bir ildən sonra 11.500 man. təklif olunursa, investor bu təklif üçün 10.000 man. yox, 9.583 man. ayırmalı istəyəcəkdir. Çünkü 20%-lik diskont qoyuluşu ilə 11.500 man-in bugünkü dəyəri:

$$\Pi_0 = \frac{11500}{1+0,20} = 9583 \text{ man-dır.}$$

Bugünkü dəyərin aşağı məbləğdə təyin olunmasının iki səbəbi vardır. Birinci səbəb, bugünkü dəyər ilə gələcəkdəki dəyər arasındakı müddət fərqiinin böyüklüyüdür. Yəni, müddət artdıqca gələcəkdəki dəyərin bugünkü dəyər göstəricisi azalacaqdır. Məsələn, 5 ildən sonra əldə ediləcək 10.000 man-in bugünkü dəyəri 3 ildən sonra əldə ediləcək 10.000 man-in bugünkü dəyərindən azdır. İl sayı artıqca bugünkü dəyərlər azalar. Bu faktı aşağıdakı cədvəldə müşahidə etmək mümkündür.

<u>N</u>	<u>P<sub>0</sub></u>
----------	----------------------

1	9.091
2	8.264
3	7.513
4	6.830
5	6.209

Cədvəl 10.000 man-ın 10% diskont qoyuluşu ilə 5 il müddətinə hesablanmış bugünkü dəyərlər göstəricilərini əks etdirir. Cədvəlin göstəriciləri onu göstərir ki, müddət artdıqca bugünkü dəyər göstəricisi azalır.

İkinci səbəb isə istifadə olunan diskont qoyuluşudur. Diskont qoyuluşu artdıqca, həmin ilə aid bugünkü dəyər düşər. Bu həqiqəti aşağıdakı cədvəldə görmək mümkündür. Cədvəl 15%-lik diskont qoyuluşuna görə tərtib olunmuşdur.

<u>N</u>	<u>P<sub>o</sub></u>
1	8.696
2	7.561
3	6.575
4	5.718
5	4.972

Yuxarıda verilən düsturla müəyyən bir zaman periodunun sonunda, məsələn, 3 ildən sonra əldə olunacaq nağd vəsaitin müəyyən diskont qoyuluşuna görə bugünkü dəyəri hesablanmışdır. Əgər əldə olunacaq gəlir bir illə

məhdud qalmayıb bir neçə ili nəzərdə tutursa, o zaman bugünkü dəyər göstəricisi, əldə olunacaq gəlirlərin hər birini diskont etdirilərək hesablanan bugünkü dəyərlərin toplamını ifadə edəcəkdir:

$$P_0 = \frac{J}{(1+p)} + \frac{J}{(1+p)^2} + \dots + \frac{J}{(1+p)^n}$$

Düsturda yer tutan simvollardan ( $C$ ) simvolu əldə olunan gəlirləri, ( $r$ ) diskont qoyuluşunu və ( $n$ ) dövr sayını ( $il$ ,  $ay$  və s.) ifadə edir. ( $P_0$ ) isə əldə olunan gəlirlərin bugünkü dəyər göstəricilərinin toplamını təmsil edir.

## 11-Cİ FƏSİL. MÜƏYYƏNSİZLİK VƏ RİSK

Gələcəkdə baş verəcək hadisələrin bu gün dəqiqliklə olaraq bilinməməsi, həmin hadisələrə dair verilən qərarların istənilən nəticəni göstərməməsi təhlükəsini yaradır. Bu təhlükə bir qiymətli kağız haqqında investorun qəbul edəcəyi qərara da şamil edilir. Investor özünü bu və ya digər şəkildə həmin təhlükədən qorumağa səy göstərir. Özünü qoruma, investisiya alternativləri arasından ən təhlükəsiz olanının seçilməsi şəklində ola bilər. Və ya investor bu təhlükənin miqyasına görə investisiya qoyuluşundan daha yüksək səmərənin əldə edilməsini istəyə bilər. İstər az, istərsə də çox təhlükəli investisiya qoyuluşu seçilsin, hər iki variantdan da yüksək səmərənin əldə oluna bilməsi məqsədilə təhlükənin böyüklüğünü ölçmək zəruridir. Bu fəsildə risk kimi tanınan təhlükənin ölçülməsi metodlarından və riskin növlərindən bəhs ediləcəkdir.

## **11.1. RİSK VƏ RİSKİN ÖLÇÜLMƏSİ**

Risk kəlməsi, ümumən «arzu edilməyən bir hadisə və ya təsirin meydana gəlməsi ehtimalını» nəzərdə tutur. Məsələn, bir borcun daşıdığı risk, borc nəticəsində formalasacaq faiz ödənişləri ilə əsas pulun vaxtında ödənilməməsi ehtimalını nəzərdə tutur.

Adətən risk və müəyyənsizlik eyni mənalara sahib olan məshumlar hesab olunurlar. Lakin iki anlayış arasında gözdən qaçırılması mümkün olmayan bir fərq mövcuddur. Hər iki anlayış da gələcəkdəki nəticələrin dəqiq olaraq bilinməməsi fikirinə əsaslanır. Ancaq risk anlayışı ilə xarakterizə olunan hallarda gələcəkdəki hadisələrlə bağlı nəticələrin alternativlərinə dair ehtimal etmənin mümkün olduğunda, müəyyənsizliklə xarakterizə olunan hallarda hər hansı ehtimalın irəli sürülməsi demək olar ki, mümkün deyildir. Risk məshumu hadisənin mümkün nəticələrinin alınmasına dair «obyektiv mümkünilik ölçüsünü» ehtiva etdikdə, müəyyənsizlik məshumu «subyektiv mümkünilik ölçüsünü» ehtiva etməkdir. Obyektiv mümkün ölçüsü hər bir hadisəyə dair keçmiş məlumat və göstəricilərin elmi üsullarla analiz edilərək təyin olunur. Subyektiv mümkünilik ölçüsü isə heç bir tarixi göstəriciyə əsaslanmayaraq təyin olunur.

Kapital bazارında investorların qəbul etdikləri qərarlar gələcəkdə baş verəcək hadisələrlə əlaqədar olduğundan bəzi risklərə malikdir. Çünkü hər kapital qoyuluşu müəyyən bir qazancın gözlənilməsi ilə həyata keçirilir və həmin qazanc da gələcəkdə əldə olunacaqdır. Gələcək isə çeşidli ehtimallarla bol olduğundan bir kapital qoyuluşundan müxtəlisf qazanc variantları gözlənilir və onların baş verməsi ehtimalı təyin olunur. Belə olduqda, bir kapital qoyuluşuna dair gözlənilən çeşidli qazanc variantlarının çəkili hesabının orta kəmiyyət kimi hesablanması, kapital qoyuluşundan gözlənilən hər

qazanc variantının onun baş tutacağı ehtimal payına vurularaq toplanmasından ibarətdir. Gözlənilən qazanc  $E(r)$ , (i)-ci ehtimalın qazancı ( $r_i$ ) və ehtimalın gerçekleşmə faizi ( $P_i$ ) simvolları ilə göstərilsə, (n) sayda qazanc variantının mövcud olması halında gözlənilən qazanc aşağıdakı formada təyin olunacaqdır:

$$E(r) = \sum_{i=1}^n P_i r_i$$

Məsələn, 1.000 dollarlıq bir kapital qoyuluşundan təmin olunacaq qazanc variantları və onlara dair ehtimallar aşağıdakılardır olsa;

<u>n</u>	<u><math>P_i</math></u>	<u><math>r_i</math></u>
1	0,10	0,40
2	0,20	0,30
3	0,40	0,25
4	0,20	0,15
5	<u>0,10</u>	-0,20
	1,00	

Kapital qoyuluşundan gözlənilən qazanc:

$$E(r) = (0,10 * 0,40) + (0,20 * 0,30) + (0,40 * 0,25) +$$

$$(0,20 * 0,15) + (0,10 * (-0,20)) = 21\% \text{ olacaqdır.}$$

Yuxarıda aşkar olunan bu göstərici kapital qoyuluşundan gözlənilən qazancı ifadə etməsinə baxmayaraq, kapital qoyuluşunun malik olduğu riski göstərməyə qadir deyildir. Qazanc variantlarının mümkün ölçülərinin genişliyi kapital qoyuluşunun malik olduğu riskin ölçüsüdür. Mümkün (ehtimal edilən) qazanc variantları gözlənilən qazanc göstəricisinə nə qədər yaxın olsa, investisiyanın daşıdığı risk o dərəcədə az, eks təqdirdə çox olacaqdır. Mümkün ölçülərin genişliyi qazancın variasiya göstəricisi olub dispersiya adlanır. Dispersiya kiçik sıqma kvadratı ( $\sigma^2$ ) ilə işarə olunur və aşağıdakı düsturla hesablanı bilər:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n P_i (r_i - E(r))^2$$

Yuxarıdakı misal üçün düsturun tətbiqi aşağıdakı nəticəni verəcəkdir:

$$\sigma^2 = 0,10 * (0,40 - 0,21)^2 + 0,20 * (0,30 - 0,21)^2 + 0,40 * (0,25 - 0,21)^2 + 0,20 * (0,15 - 0,21)^2 + 0,10 * (-0,20 - 0,21)^2 = 0,0234$$

Dispersiyanın (variasiya göstəricisinin) kvadrat kökü alınmış formasına kvadratik uzaqlaşma deyilir və aşağıdakı formada hesablanır.

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

Yuxarıdakı misal üçün hesablanan kvadratik uzaqlaşma:

$$\sigma = \sqrt{0,0234} \approx 0,153$$

Kvadratik uzaqlaşma gözlənilən qazancla müqayisə edilir. Kvadratik uzaqlaşma kəmiyyətcə gözlənilən qazanca nə qədər yaxın olsa və ondan nə qədər böyük olsa, kapital qoyuluşunun riski o qədər yüksək olacaqdır. Verilən misalda kvadratik uzaqlaşma kəmiyyətcə gözlənilən qazancdan kiçik olmaqla yanaşı, ona yaxındır.

Bir kapital qoyuluşundan gözlənilən qazanc və buna bağlı olaraq kvadratik uzaqlaşma hesablandıqda, yaxşı olardı ki, investor investisiya predmetinə aid keçmiş göstəricilər kimi orta qazanc göstəricisini və kvadratik uzaqlaşmanı nəzərə alınsın. Məsələn, bir aksiyanın keçmiş beş illik qazanc göstəricilərindən faydalananaraq orta qazanc göstəricisinin və bunun əsasında keçmiş beş ilə aid kvadratik uzaqlaşmanın müəyyən edilməsi gələcək dövrə dair edilən təxminlərin daha da gerçək olması üçün faydalıdır. Keçmiş bir zaman dövrünə aid qazanc göstəriciləri istifadə olunaraq orta qazanc göstəricisinin təyinində və kvadratik uzaqlaşmanın hesablanmasında ehtimal etməyə gərək yoxdur. Belə olduqda, kvadratik uzaqlaşmanın hesablanmasında istifadə olunan əvvəlki düstur bir az fərqli olacaqdır. Həmin düstur aşağıda verilmişdir:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - r_{\text{ort}})^2}{n-1}}$$

Düsturun simvolları aşağıdakı mənaları daşıyır:

$r_i$  – zaman silsiləsində yer tutan i-ci dövrün qazanc göstəricisi;

$r_{\text{ort}}$  - zaman silsiləsinin orta qazanc göstəricisi;

$n$  - zaman silsiləsinə aid dövr sayını əks etdirir.

Orta qazanc göstəricisi sadə hesabi orta kəmiyyət üsulu ilə hesablanır:

$$r_{\text{ort}} = \frac{r_1 + r_2 + \dots + r_n}{N}$$

Yuxarıda verdiyimiz misalın göstəricilərini, keçmiş beş ilə aid göstəricilər olduğunu düşünsək, orta qazanc göstəricisi və kvadratik uzaqlaşma aşağıdakı kimi hesablanacaqdır:

## GÖSTƏRİCİLƏR

<u>n</u>	<u>r<sub>i</sub></u>
1	0,40
2	0,30
3	0,25
4	0,15
5	- 0,20

Orta qazanc göstəricisi:

$$p_{\text{ort}} = \frac{0,40 + 0,30 + 0,25 + 0,15 - 0,20}{5} = 0,18$$

Kvadratik uzaqlaşma:

$$\sigma = \sqrt{\frac{0,22^2 + 0,12^2 + 0,07^2 + (-0,03)^2 + (-0,38)^2}{5-1}} \approx 0,23$$

Deməli, keçmiş beş ilə aid göstəricilərə əsasən təyin olunmuş kvadratik uzaqlaşma 0,23-dir. Dövrə aid orta qazanc isə 0,18 olduğu nəzərə alınsa adı gedən aksiya keçmiş beş il ərzində olduqca yüksək riskə malik idi. İnvestor gələcəklə əlaqədar edəcəyi təxminləri bu faktı nəzərə alaraq həyata keçirəcəkdir. Keçmiş göstəricilərin gələcəyə dair qəbul ediləcək qərarları bu şəkildə işıqlandırmaya qadir olması kapital qoyuluşları analizlərində bu göstəricilərin rolunu artırır.

Kvadratik uzaqlaşma tək bir investisiyanın daşıdığı riskin ölçülməsindən savayı, daha çox gözlənilən ceyni qazanclara malik olan investisiya alternativlərinin daşıdıqları risklərin qiymətləndirilməsində faydalı ola bilər. Daha öncə verilən misala qayıdaq. Misaldakı 1.000 dollarlıq aksiyaya kapital qoyuluşunun gözlənilən qazancı 0,21 və kvadratik uzaqlaşması isə 0,153 olduğuna görə, kvadratik uzaqlaşmanın gözlənilən qazanca yaxın olması səbəbindən yüksək riskə malik olduğunu demək olar. Gözlənilən qazancı 0,21 olan, ancaq kvadratik uzaqlaşması 0,085 olan bir kapital qoyuluşunun alternativinin olduğu halda, investorun kvadratik uzaqlaşması 0,085 olan investisiya variantını

seçməsi tövsiyə olunur. Lakin investorun qarşısında gözlənilən qazancları və kvadratik uzaqlaşmaları fərqli iki investisiya variantının mövcud olması halında, gözlənilən qazancları və kvadratik uzaqlaşmaları müqayisə edərək qərar qəbul etmək qeyri-mümkündür.

Məsələn, bir investordan A və B iki investisiya variantından birini seçməsi tələb olunursa və A investisiya variantının gözlənilən qazancı 53%, kvadratik uzaqlaşması 32% ikən B investisiya variantının gözlənilən investisiya qazancı 19% və kvadratik uzaqlaşması isə 12% olsa, investor seçim etmədə çətinlik çəkəcəkdir. Maraqlıdır, A investisiya variantının B investisiya variantına nisbətən sahib olduğu yüksək qazanc səviyyəsi yüksək riski qarşılamağa qadirdimi? Bu sualın cavabı verilərsə, investorun seçim mövzusundakı işi asanlaşar. Sualın cavabı isə, variasiya əmsalının (coefficient of variation) hesablanmasından özünü əks etdirir. Variasiya əmsalı ( $V\Theta$ ) kvadratik uzaqlaşmanın gözlənilən qazanca bölünməsi yolu ilə hesablanır və riskin qazanca görə dərəcəsini ifadə edir.

$$V\Theta = \frac{\sigma}{E(r)}$$

A və B investisiya variantlarına məxsus variasiya əmsalları növbə ilə 60% və 63%-dir. Bu göstəricilərdən göründüyü kimi, A investisiya variantının kvadratik uzaqlaşması, B investisiya variantının kvadratik uzaqlaşmasından çox olmasına baxmayaraq, kvadratik uzaqlaşmanın gözlənilən qazanc içindəki payı daha azdır. Bu səbəbə sərfəli bir seçim kimi A investisiya variantının seçilməsi tövsiyə olunur.

Ümumiyyətlə, investorların həyata keçirdikləri kapital qoyuluşlarının əsas məqsədi minimal risklə maksimal qazanc əldə etməkdir. Təbii ki, investor yaranacaq riskdən qurtulmağa çalışacaqdır. Yalnız bir aksiya və ya bir qiymətli

kağıza investisiya qoymaqla riskdən qurtulmaq çox çətindir. Bir şirkətin aksiyasına vəsait qoymaq «bütün yumurtaları bir səbətin içində» qoymaq deməkdir. Görüləcək ən rasional iş vəsaiti birdən çox investisiya variantına yönəltməklə bir investisiya portfelinin formalasdırmaqdır.

Tutaq ki, investorun qarşısında A və B kimi iki investisiya variantı vardır. Investorun sahib olduğu vəsait isə yalnız 1.000 dollardır və A ilə B variantlarına aid göstəricilər aşağıdakı cədvəl 2.5-də öz əksini tapmışdır:

**Cədvəl 2.5.**  
**İnvestisiya variantlarına dair gözlənilən qazanc göstəricilərinin hesablanması**

A variantı				B variantı			
<u>n</u>	<u>P<sub>i</sub></u>	<u>r<sub>i</sub></u>	<u>E(r)</u>	<u>P<sub>i</sub></u>	<u>r<sub>i</sub></u>	<u>E(r)</u>	
1	0,30	0,60	0,180	0,30	0,20	0,060	
2	0,25	0,10	0,025	0,25	0,40	0,100	
3	0,10	0,25	0,025	0,10	0,35	0,035	
4	<u>0,35</u>	0,40	<u>0,140</u>	<u>0,35</u>	0,30	<u>0,105</u>	
	1,00		0,37	1,00		0,30	
Kvadratik uzaqlaşma ( $\sigma$ )				0,189			
						0,075	

Cədvəldəki göstəricilər istinadən A və B investisiya variantlarının gözlənilən qazancları növbə ilə 37% və 30% kvadratik uzaqlaşmaları isə yenə növbə ilə 0,189 və 0,075 olacaqdır. Variantların hər birinin variasiya əmsalları isə A-nın 0,51, B-nın 0,25-dir. Deməli, B variantı A variantına nisbətən daha az risklidir. Investor 1.000 dollarlıq vəsaiti B variantına yönəldər. Lakin həmin vəsait müqabilində investisiya qoyuluşunun riskini daha da azaltmaq fikri

yarana bilər. Belə olduqda, A və B variantlarına aid aksiyalar alınaraq bir investisiya portfeli formalasdırılmalıdır. Tutaq ki, investor 1.000 dollarlıq vəsaiti hər iki variant arasında bərabər şəkildə bölmək qərarını verdi. Bu halda, investorun 1.000 dollarlıq investisiya qoyuluşunun gözlənən qazancı  $E(r_p)$ , aşağıdakı cədvəldə göstərildiyi kimi 33,5% təşkil edəcəkdir.

**Cədvəl 2.6.**  
**İki investisiya variantından ibarət portfelin  
gözlənilən qazancının hesablanması**

Investisiya		<u><math>E(r)</math></u>	Orta	
Variantı	<u><math>P_i</math></u>	<u><math>r_i</math></u>	<u><math>(P_i * r_i)</math></u>	<u><math>E(r_i)</math></u>
A	0,30	0,60	0,180	
1 B	0,30	0,20	0,060	0,12
A			0,025	
	0,25	0,10		0,0625
2 B	0,25	0,40	0,100	
A	0,10	0,25	0,025	0,03
3 B	0,10	0,35	0,035	
A	0,35	0,40	0,140	<u>0,1225</u>
4 B	0,35	0,30	0,105	<u><math>E(r_p)^* = 0,335</math></u>

---

\* А вя Б инвестисийа вариантларына даир ештимал юлчىляринин ейни олдууу ццн  $E(r_p)$  эюстярижиси щяр вариантын эюзлянилян газанжаларынын топланарааг икийя бүлцүммөсү иляя щесабланмышдыр.

Formalaşdırılan investisiya portfelinin kvadratik uzaqlaşma göstəricisi isə cədvəl 2.7-də göstərilən formada 5,75 hesablanmışdır.

### Cədvəl 2.7. İnvestisiya portfelinin kvadratik uzaqlaşma göstəricisinin hesablanması

<u>n</u>	<u>P<sub>p</sub></u>	<u>r<sub>p</sub></u>	<u>E(r<sub>p</sub>)</u>	<u>[r<sub>p</sub>-E(r<sub>p</sub>)]<sup>2</sup></u>	<u>[r<sub>p</sub> - E(r<sub>p</sub>)]<sup>2</sup> * P<sub>p</sub></u>
1	0,30	0,40	0,335	0,004225	0,00126750
2	0,25	0,25	0,335	0,007225	0,00180625
3	0,10	0,30	0,335	0,001225	0,00012250
4	0,35	0,35	0,335	0,000225	<u>0,00007875</u>
				$\sigma^2$	0,003275
				$\sigma$	0,057

A və B variantlarına dair ehtimal ölçülərinin eyni olduğundan cədvəl 2.7. tərtib olunduqda bu nəzərə alınmışdır. Bu səbəbə, portfelin gözlənilən qazancı A və B variantlarının gözlənilən qazanclarının sadə hesabi orta kəmiyyətini eks etdirir.

İnvestor əlindəki pulu A və ya B variantlarından birinə yönəltmək yerinə, həmin vəsaiti bu iki variant arasında bərabər şəkildə böldüyü və bir investisiya portfelini formalaşdırıldığı təqdirdə qoyduğu kapitalın riski daha da azalmış olacaqdır. Belə ki, A və B investisiya variantlarından ibarət bir portfelin kvadratik uzaqlaşması 5,7%, variasiya əomsalı isə 0,17 olacaqdır.

Yuxarıdakı misalda investorun A və B investisiya variantlarından ibarət formalasdırıldıqı investisiya portfelində A və B-nin çəkiləri 50%/50% nəzərdə tutulmuşdur. Şübhəsiz, investor portfel formalasdırıldıqda, portfelin toplam riskini daha da azalda biləcək A və B variantlarının sərfəli qarışq formasını arayacaqdır. İdeal bir investisiya portfeli kimi, ən aşağı risklə ən böyük qazancı təmin edə biləcək bir portfel tipi hesab edilir. İdeal bir portfelin formalasdırılmasının əsasını isə, portfelə daxil ediləcək qiymətli kağızlara dair çəkilərin düzgün təyin olunması təşkil edir. Riski sıfır səviyyəsinə endirmək mümkündürmü? Əgər investor portfel formalasdırıldıqda bir-birilərinin risklərini aradan qaldıracaq və eyni gözlənilən qazancı verəcək qiymətli kağızları seçə bilərsə, bəli mümkündür. Bunu bir misal vasitəsilə açıqlasaq və hesablamları asanlaşdırmaq üçün iki, C və D aksiyalarına aid keçmiş dörd illik göstəricilərdən istifadə etsək, həmin aksiyaların eyni çəki ilə (yarı-yarıya) portfelə daxil edilmələri halında portfelin kvadratik uzaqlaşması ( $\sigma_p$ ) sıfır və portfelin orta qazancı C və D aksiyalarının orta qazanc göstəricilərinə bərabər olacaqdır\*. Bu faktı cədvəl 2.8-də görmək mümkündür.

İnvestor C və D aksiyalarından birinə vəsait qoysa idi, 21,98%-lik bir kvadratik uzaqlaşma ilə (olduqca böyük riskin əlamətidir) 20%-lik orta qazanc əldə etmiş olardı. Halbuki C və D aksiyalarına bərabər çəkidi vəsait qoymaqla 20%-lik orta qazancı sıfır risklə (kvadratik uzaqlaşma sıfırdır) təmin etmək mümkün olacaqdır. Bu cür nəticənin alınmasının səbəbi, C və D investisiya variantlarının illər boyunca qarşılıqlı olaraq 20% səviyyəsində olan qazanca

\* Misalda şəxsi iki variantın eştimal eidlən gəzənlərini eynidir. Bunu əsasən portfela aid eştimal eidlən gəzənlərda eyni olğuşur. Lakin, eştimal eidlən gəzənlərin fərqli olmasa əsasən portfelin əvəzliyini gəzənlər E( $\sigma_p$ ) və kvadratik uzaqlaşması ( $\sigma_p$ ) əsasən biləmzə.

malik olmalarıdır. Cədvəldəki göstəricilər hər iki variantın göstəricilərinin bir-birinə əks istiqamətdə hərəkət etdiklərini nümaiş etdirir. Birinci il A variantı 45%-lik qazanc gətirmiş, B variantı isə həmin ili (-5)% göstəricisi ilə başa vurmuşdur. Dördüncü ildə isə vəziyyət əksinə olmuşdur. Ancaq investor hər iki aksiyaya bərabər şəkildə vəsait qoysa 4 ilin hər birində orta hesabla 20% qazanc əldə edəcəkdir. Bu imkan isə portfelin riskini sıfır endirmək üçün şərait yaradacaqdır.

### Cədvəl 2.8. İki aksiyadan ibarət investisiya portfelinin göstəriciləri

	C aksiyasi	D aksiyasi	Portfel (C və D)
<u>n(illər)</u>	<u>(r<sub>C</sub>)</u>	<u>(r<sub>D</sub>)</u>	<u>(r<sub>P</sub>)</u>
1	45%	-5%	20%
2	10%	30%	20%
3	30%	10%	20%
4	<u>-5%</u>	<u>45%</u>	<u>20%</u>
Orta qazanc (r <sub>ort</sub> )	20%	20%	20%
Kvadratik uzaqlaşma (σ )	21,98%	21,98%	0

İki dəyişən kəmiyyət arasındaki əlaqənin sıxlığı «korrelasiya» adlanır və həmin sıxlığın ölçülməsi «korrelasiya əmsalının» hesablanması ilə mümkündür. Əmsal (+1) isə, dəyişən kəmiyyətlər arasında sıx bir əlaqənin olması deməkdir. İki dəyişən kəmiyyət tamamən əks yönə tərəddüb göstərisə, o zaman korrelasiya əmsalı (-1) və

əlaqə neqativ olacaqdır. Korrelasiya əmsalının (-1) olması portfel riskinin sıfır olduğunu göstərir. Əmsalın (+1) olması halında isə, portfelin nəzdindəki aksiyaların riskli olduğunu ifadə edir. Misalımızda 50% C və 50% D aksiyasından ibarət bir investisiya portfelinin korrelasiya əmsali (-1)-dir. Çünkü C və D aksiyalarının qazanc göstəriciləri 4 il ərzində əks yönlərdə tərəddüd etmişdir. Portfelin riski də sıfırdır (kvadratik uzaqlaşma sıfırdır).

Korrelasiya əmsali, iki aksiya arasındaki kovariasiya sayı ilə aksiyaların hər birinin kvadratik uzaqlaşma göstəriciləri nəzərə alınaraq aşağıdakı düsturun köməkliyi ilə hesablanır:

$$K\Theta_{(AB)} = \frac{Kov (AB)}{\sigma_A * \sigma_B}$$

Kovariasiya göstəricisi isə aşağıdakı düsturla hesablanır:

$$Kov (AB) = \Delta \sum_{i=1}^n (K_{Ai} - K'_A)(K_{Bi} - K'_B)P_i$$

Aşağıdakı göstəricilərdən faydalananaraq A və B aksiyalarına aid kovariasiya və korrelasiya əmsallarını hesablamaya çalışaq.

---

<u>P<sub>i</sub></u>	<u>A</u>	<u>B</u>
----------------------	----------	----------

---

---

0,1	6%	14%
0,2	8%	12%
0,4	10%	10%
0,2	12%	8%
<u>0,1</u>	<u>14%</u>	<u>6%</u>
1,00	K' <sub>A</sub> =10%	K' <sub>B</sub> =10%
	$\sigma_A = 2,2\%$	$\sigma_B = 2,2\%$

$$\begin{aligned} \text{Kov}(AB) &= (0,06 - 0,1) * (0,14 - 0,1) * (0,1) + (0,08 - 0,1) * \\ &(0,12 - 0,1) * (0,2) + (0,1 - 0,1) * (0,1 - 0,1) * (0,4) + (0,12 - \\ &0,1) * (0,08 - 0,1) * (0,2) + (0,14 - 0,1) * (0,06 - 0,1) * (0,1) \\ &= -0,000484 \end{aligned}$$

$$K\Theta_{(AB)} = \frac{-0,000484}{0,022 * 0,022} = -1$$

Seçilmiş iki aksiyadan ibarət formalasdırılan investisiya portfelinin korrelasiya əmsalının (+1)-dən az olması, portfeldəki aksiyaların bir-birinin risklərini azalda bildiyini, lakin riskin tamamən aradan qaldırılmadığını göstərir.

İnvestorun, portfelə daxil etdiyi aksiyalarda çeşidli iş sahələrinə görə müxtəlifliyi qorumaqla riskin sıfıra qədər azaltması mümkün olsa da, real həyatda riskin tamamən azaldılması qeyri-mümkündür. Çünkü hər hansı bir qiymətli kağızlar birjasında tə davüldə olan aksiyalardan formalasdırılan portfelin toplam kvadratik uzaqlaşmasının

sıfır olması mümkün deyildir. Səbəb isə, portfelin aradan qaldırılması mümkün olmayan bir sistematik riskə malik olmasıdır. İnvestorların sistematik risklərdən qaçınması qeyri-mümkündür. Bunun müqabilində, investorların qaçınmaları mümkün olan risklər isə qeyri-sistematik risklərdir. Beləliklə, bir qiymətli kağız və ya investisiya portfelinin malik olduğu toplam risk göstəricisi bu iki növ riskin, yəni sistematik və qeyri-sistematik risklərin toplamından irəli gəlir. Korrelasiya əmsalının (+1)-dən aşağı olmasına nail olan bir portfel sahibi, portfelin daşıdığı yalnız qeyri-sistematik riski aradan qaldırıa bilər.

## **11.2. RİSKİN NÖVLƏRİ**

Kapital bazarında investisiya prosesi çoxsaylı və müxtəlif növ risklərlə müşahidə olunur. Belə risklərlə əlaqədar investorlar aşağıda göstərilən xoşagəlməz hallarla rastlaşa bilərlər: əldə edilən qazanc gözlənilən qazancdan kiçik olsun; qazanc əldə edilməsin; kapital qoyuluşunun bir hissəsi itirilsin; əldə ediləcək qazanc və bütün kapital itirilsin. Bu kimi halların baş verməməsi üçün investorlar kapital qoyuluşu prosesində rastlaşa biləcəklər. Odur ki, onların risklərdən xəbərdar olmaları vacibdir.

Kapital qoyuluşunda müşahidə olunan risklər iki qrupa ayrılır: sistematik və qeyri-sistematik risklər. Aşağıda həmin qruplara aid edilən və tez-tez müşahidə olunan risklər barədə məlumat verilmişdir.

## **SİSTEMATİK RİSK NÖVLƏRİ**

Bazar riski kimi də tanınan sistematik risk bazarın və bazarda tədarük edilən bütün qiymətli kağızların təsir gördükəri risk kateqoriyasıdır. Bazar riski qiymətli kağızlardan asılı olmayıaraq yaranan iqtisadi, siyasi və içtimai mühitin gətirdiyi şərhlərin formalasdırıldığı və qiymətli kağızin gəlirliliyinə təsir göstərdiyi bir təhlükəni səciyyələndirir. Sistematik riski əmələ gətirən əsas iki risk

növləri kimi faiz riski və inflyasiya riskini qeyd etmək zəruridir. Bu iki riskə əlavə olaraq riskdən başqa müəyyənsizlik şəraitində özünü bürüzə verən içtimai, siyasi və əxlaq xarakterli hadisələr də qiymətli kağız gəlirliliyi üzərində mənfi təsir yarada bilər.

**1. Faiz riski:** Bazardakı faiz göstəricisində meydana gələn dəyişmələr qiymətli kağızların qiymətlərində və dolayı yolla da gəlirliliklərində dəyişmələrin baş verməsinə səbəb olur. Bazar faizinin dəyişməsi investorların gözlədikləri qazanclara təsir göstərərək bazardakı qiymətlilərin qiymətlərində də təsir yarada bilər. Səbəb isə, investorların təyin etdikləri diskont qoyuluşunda cari faiz göstəricisinin nəzərə alınmasıdır. Elə bu səbəbə, bir qiymətli kağızın faiz göstəricisindəki dəyişikliklərdən asılı olaraq gəlirlilik səviyyəsinin dəyişməsi faiz riskinin formalaşmasına zəmin yaradır.

Faiz göstəricisində qeydə alınan dəyişmələr ümumilikdə bütün növ qiymətli kağızlara təsir etsə də, borc xarakterli qiymətli kağızların (istiqraz və s.) həmin dəyişmələrdən daha çox təsir görüyü məlumdur. İstiqraz kimi qazanc götürmə xüsusiyətinə malik digər qiymətli kağızların qiyməti, müddətin sonunadək əldə ediləcək faiz qazanları ilə müddət başa çatanda geri qaytarılacaq əasa pul məbləğinin bugünkü dəyərlərinin toplamına bərabərdir. Bugünkü dəyər göstəricilərinin hesablanmasında əsas yeri tutan diskont qoyuluşu, bazar faizindən asılı olaraq təyin olunur. Belə olduqda, bazar faizində əmələ gələn və ya əmələ gəlməsi ehtimal edilən dəyişikliklər diskont qoyuluşunu dəyişdirəcək və nəticədə istiqrazın bazar qiyməti dəyişəcəkdir. Bazar qiymətində baş verən dəyişmə isə istiqrazın bir illik gəlirliliyinə təsir edəcəkdir. Bazar faiz göstəricisindəki artma istiqrazın bazar qiymətini azaldıb onun bir illik gəlirliliyini kiçildəcək, faizin azalması istiqrazın

bazar qiymətini artıraraq onun bir illik gəlirliliyini yüksəldəcəkdir.

**2. İnflyasiya riski:** Real alıcılıq qabiliyyəti riski kimi də tanınan inflyasiya riski, investisiya üçün təchiz edilmiş pulun inflyasiyanın təsirinə məruz qalaraq öz alıcılıq qabiliyyətini itirməsi təhlükəsini nəzərdə tutur.

İnvestorların inflyasiya mövzusundakı proqnozları, borcalmanı və ortaqlığı təmsil edən qiymətli kağızları fərqli formalarda təsirə məruz qoyur. Borcalmanı təmsil edən qiymətli kağızlar, stabil qazanc (yəni qabaqcadan təyin olunmuş məbləğdə qazanc) gətirdiyi üçün inflyasiyanın təsirinə daha çox məruz qalan sənədlərdir. Ortaqlığı təmsil edən aksiya sənədləri isə, inflyasiya nəticəsində yaranan suni qiymət artımlarından faydalananı daha çox qazanc gətirən inflyasiyanın təsirindən qismən də olsa qaćına bilər. Bu səbəbə, investorların öz vəsaitlərini inflyasiyadan mümkün olduğu qədər qoruya bilmək üçün, aksiyaların alınmasına yönəldikləri müşahidə olunur.

İnflyasiyanın qəbul edilə bilən həddləri aşması halında investor qoyduğu kapital qoyuluşundan gözlədiyi qazancı nominal olaraq əldə etməsinə baxmayaraq, real olaraq yaxalaması mümkün olmaz. Məsələn, nominal faizi 20% və nominal qiyməti 10.000 man. olan istiqraza kapital qoyan investor bir ildən sonra 2.000 man. qazanc əldə edəcəkdir. Əgər həmin il ərzində pulun satın alma qabiliyyətində 12%-lik azalma olarsa, o zaman investorun nominal qazancının (2.000 man) real qazandan fərqli olacaqdır. Real qazanc (səmərə) ( $r_q$ ) aşağıdakı düsturun vasitəsilə hesablanıbilər:

$$r_q = \frac{1+r}{1+\Delta P/P} - 1$$

Düsturun simvolları bunu nəzərdə tutur:

$r_q$  – infliyasiyadan qurtulmuş real qazanc

$r$  – infliyasiya şəraitində yaranmış qazanc

$\Delta P/P$  - infliyasiyanın səviyyəsi.

**3. Digər risklər:** Kapital bazarında vaxtaşırı müəyyən bir səbəb və ya səbəblər, bəzən də heç bir məntiqi izahı olmayan səbəb qiymətli kağızların bazar qiymətlərində böyük həcmində azalmaların baş verməsinə gətirib çıxarır. Elə bunun kimi bir qiymət azalmasının qazanca göstərdiyi neqativ təsiri digər növ bazar risklərinin formallaşmasına yol açır.

İnvestorları bir anda təşvişə salan siyasi xarakterli bir hadisə, qısa müddətdə qiymətli kağızların bazar qiymətlərində baş verən tənəzzülə səbəb olar. Belə risklərin təsiri, yüksək keyfiyyətli (etibarlı) qiymətli kağızlardan çox az keyfiyyətli qiymətli kağızlar üzərində daha şiddetli olur. Zəif aktivliyə malik olan bazarda cərəyan edən risk, aktivliyi yüksək olan bazardakı riskdən daha çoxdur. Aksiya sənədləri borc xarakterli sənədlərdən daha çox bazar riskinin təsirinə məruz qalır. Çünkü istiqraz və s. kimi borc sənədlərinin real dəyərləri aksiyaların real dəyərlərindən daha dəqiq təxmin edilə bilər və bu xüsusiyətdən dolayı, məsələn, istiqrazın bazar qiyməti aksiyanın bazar qiymətindən daha az tərəddüd edər.

## QEYRİ-SİSTEMATİK RİSKLƏR

Qeyri-sistematik risklər bir qiymətli kağızla əlaqədar təhlükələri əhatə edir. Risklərin böyüklüyü qiymətli kağızların növündən asılı olaraq dəyişir. Qeyri-sistematik risklərin əhatə dairəsinə girən əsas risk növləri barədə aşağıda qısaca məlumat verilmişdir.

**1. Maliyyə riski:** Borcalma nəticəsində şirkət likvidliyinin azalması və iqtisadi mühit başda olmaqla xarici mühitdə baş verən dəyişikliklər ucbatından şirkət mənşətinin, faiz və dividend ödənişlərini gerçəkləşdirməyə qadir olmayan səviyyədən də aşağı düşməsi təhlükəsi kimi xarakterizə edilir. Borcalma, şirkətin özünə məxsus xüsusi vəsaitlərdən istifadənin səmərəsini müsbət istiqamətdə artırır. Lakin, böyük həcmərdə alınan borclar nəticəsində, faiz yükü səbəbindən sabit xərclərin artması ilə şirkət gəlirliliyinin başa-baş nöqtəsi daha yuxarı hədlərə doğru yüksələ bilər. Satış gəlirlərində qeydə alınan tərəddüdlər (sistematik və periodik) səbəbindən və ya sektorun ya da şirkətin özünə məxsus özəl (qeyri-sistematik və periodik olmayan) səbəblərdən meydana gələn azalmalar, şirkətin mənşətinə neqativ təsir göstərək, aksiya başına düşən mənşət payını və dividend məbləğini ya tamamilə yox edər, ya da böyük həcmərdə azaldar. Bu neqativ hal, faiz və əsas pul ödənişlərinin icrası üçün də təhlükə yarada bilər.

İnvestor baxımından maliyyə riski, qiymətli kağızlarına kapital qoyulan şirkətlə əlaqədar aşağıdakı amillərə bağlı olaraq artar:

- Şirkət borclarının artması;
- Satış həcmərində baş verən tərəddüdlər;
- Xammal qiymətlərində artma ehtimalı;
- İşçi tətilləri;
- İstehsal prosesinin köhnəlməsi;
- Rəqabət artımı;
- Dövriyyə kapitalının kifayətsizliyi;
- İdarəetmədə buraxılan səhvələr.

Digər tərəfdən, investor baxımından kapital qoyuluşunun maliyyə riski aşağıdakı amillərdən asılı olaraq azala bilər:

- Kapital qoyuluşuna səbəb olan şirkətin yeni texnoloqiya ilə fəaliyyət göstərməsi;
- Şirkətin inhisarçı patent hüquqlarına malik olması;
- İstehlakçıların şirkətin istehsal etdiyi mal və xidmətləri bəyənməsi;
- Şirkətin xam mal ehtiyatlarına nəzarət etmə imkanının artması ehtimalı;
- Kapital artımlarının böyük hissəsinin xüsusi vəsait mənbələri hesabına gerçəkləşdirilməsi;
- Şirkətin ixracat potensialının artmağa meylli olması.

Bütün bu amillərə əsasən, sənayenin müxtəlif şirkət və firmalarına məxsus qiymətli kağızlarından ibarət formalasdırılacaq investisiya portfelinin maliyyə riski azaldıla və ya aradan qaldırıla bilər.

**2. Fəaliyyət riski:** Bu risk, şirkət balansının aktiv hissəsi ilə əlaqədardır. Aktiv cəmində sabit aktivlərin yüksək paya sahib olması şirkətin fəaliyyət riskini artırır. Çünkü yüksək sabit aktiv həcmi/toplam aktiv əmsalı, məsrəflərin əmələ gəlməsində sabit məsrəflərin dəyişən məsrəflərə görə payını artırır və şirkət gəlirliliyinin başa- baş nöqtəsini yuxarıdakı həndlərə çəkər. Başqa sözlə, sabit məsrəflərin toplam məsrəflərə olan nisbəti artacaqdır. Bu vəziyyət isə şirkət satışlarının kiçik dəyişmələrdən də təsir görən bir struktura malik olmasına gətirib çıxaracaqdır.

**3. İdarəetmə riski:** Şirkət müdiriyyətinin qəbul etdiyi idarəetmə qərarlarının tətbiqində buraxılacaq səhvələr qiymətli kağızların gəlirliliklərini mənfi cəhətdən təsirə

məruz qoya bilər. Bu təsir idarəetmə riski ilə təyin olunur. Qeyri-sistematik, şirkətə məxsus bir risk növüdür. Səhv idarəetmə qərarları, fərqi yoxdur hansı idarəetmə sahəsində tətbiq edilirsə edilsin, bir qayda olaraq şirkətin mənfiətinə istənilməz dərəcədə təsir göstərər və hətta şirkətin iflas etməsinə gətirib çıxara bilər. Məsələn, bir daşınmaz əmlakın alınmasına dair yanlış qərar, şirkətin sabit xərclərini artıraraq fəaliyyət riskinin artmasına yol açar.

Bir qiymətli kağızin daşıdığı idarəetmə riskinin mahiyyətini dərk etmək üçün əlaqədar şirkətin idarəetmə davranışları araşdırılmalıdır. Bu araşdırmanın asan bir iş olmadığını, ancaq peşəkar yanaşmanı tələb etdiyini söyləmək, hər halda yanlış olmaz.

**4. Sahə riski:** Bir sahədə, həmin sahədə fəaliyyət göstərən bütün şirkətlərin, neqativ təsirinə məruz qalacaqları iqtisadi, içtimai və əxlaq xarakterli dəyişmələr ola bilər. Bu dəyişmələr şirkət mənfiətlərini və buna bağlı olaraq qiymətli kağızların bazar qiymətlərini azaldacaq bir təsir yarada bilər. Ümumiyyətlə, sahə riski hesablanarkən ayrı-ayrı sahələrin xüsusiyyətləri nəzərə alınır. Bu zaman ilkin məlumatlar kimi satış həcmi, gəlir, dividendlər, həmin müəssisələrdə və şirkətlərdə sosial tədqiqatların nəticələrindən istifadə olunur. Genişlənməkdə və inkişafda olan sahələr üzrə şirkətlərin qiymətli kağızlarına qoyuluşlar investorlar üçün səmərəli hesab edilir. Belə qoyuluşlarda stabil və yüksək dividendlər nisbətən kiçik risklərlə uyğunlaşır.



## ÜÇÜNCÜ BÖLMƏ

**BEYNƏLXALQ KAPİTAL BAZARLARI VƏ BEYNƏLXALQ  
MALİYYƏ İNSTİTUTLARI**

Kitabımızın sonuncu bölüməsi uzun müddətli beynəlxalq kapital bazarlarına həsr olunmuşdur. Bu çərçivədə öncə beynəlxalq kapital bazarlarının əsasını təşkil edən beynəlxalq istiqraz və beynəlxalq aksiya bazarları haqqında ətraflı və tutarlı məlumat veriləcəkdir. Daha sonra isə uzun müddətli fond axımını təmin edən beynəlxalq maliyyə institutları xarakterizə edilərək onların kredit fəaliyyətlərinin istiqamətləri açıqlanacaqdır.

## **12-Cİ FƏSİL. BEYNƏLXALQ KAPİTAL BAZARLARI**

Beynəlxalq kapital bazarları, bu bazarlarda əlavə fond arayışları məqsədi tədavülə buraxılan xarici qiymətli kağızların növləri baxımından, əsasən iki çeşid bazara ayrılır: Beynəlxalq istiqraz bazarı və beynəlxalq aksiya bazarı. Hər iki beynəlxalq statuslu kapital bazarının geniş şərhi aşağıdakı başlıqlar altında verilmişdir.

## **12.1. BEYNƏLXALQ İSTİQRAZ BAZARI**

İstiqrazlar, orta və uzun müddətli borc sənədləridir. Şirkətlər və ya dövlət müəssisələri tərəfindən buraxılırlar. Beynəlxalq istiqraz bazarları «xarici istiqraz bazarları» və «avro-istiqraz bazarları» kimi tanınan iki növ bazara ayrılır.

### **XARİCİ İSTİQRAZ BAZARI**

Xarici istiqrazlar (foreign bonds), bir şirkətin və ya dövlət müəssisəsinin müəyyən bir xarici bazarda satılmaq məqsədilə buraxılan uzun müddətli borcalma alətləridir.

Xarici istiqrazların fərqli xüsusiyyətləri vardır: Birincisi, həmin istiqrazlar müəyyən bir xarici dövlətin pul vahidi ilə ifadə olunub, o xarici pulun dövriyyə etdiyi ölkədəki bazarda təklif olunurlar. İkincisi isə, əlaqədar ölkənin mövcud qanunlarına uyğun formada buraxılırlar. Bundan başqa, bəzi ölkələrdə xarici istiqrazlarla bağlı əlavə tənzimləyici normativ-hüquqi aktlar da hazırlanı bilər. Məsələn, İsveçrə, Almaniya və Hollandiya kimi ölkələrdə satış üçün təklif olunacaq istiqrazları buraxan şirkət və müəssisələr növbələri çatdıqda bunu həyata keçirə biləcəklər.

Dünyanın ən nəhəng xarici istiqraz bazarları ABŞ ilə İsveçrə dövlətlərində yerləşirlər. Yaponiya və Lyuksemburqdakı bazarlar da mühüm bazarlar hesab edilir. Xarici istiqrazlar onların milli mənsubiyəti baxımından bəzən ləqəblərə də malik olurlar. Məsələn, Amerika bazarlarındakılar «yanki istiqrazları», Yaponiyadakılar

«samuray istiqrazları» və İngiltərədə buraxılanlar isə «buldoq» adlarını daşıyırlar.

Xarici bir bazarda istiqraz buraxaraq əlavə vəsait əldə etməkdə, hər şeydən əvvəl «etimad» faktı ön plana çıxar. Qabaqlar belə bazarlarda yalnız dövlət müəssisələrinin fond tələbçisi kimi çıxış etmələrinə icazə verilirdi. Zaman ötdükcə başqa şirkətlər də həmin bazarlara daxil olmağa başladılar.

Xarici istiqraz buraxılışı, adətən həmin ölkənin bank və maliyyə təşkilatlarının təşkil etdikləri banklar konsorsiyumu kanalı ilə həyata keçirilir. Belə bir konsorsiyumun qurulmasına öndər bir bank rəhbərlik edər. İstiqraz buraxılışı yolu ilə borc almaq istəyən qurum həmin bankla əlaqə qurar, kredit şərtlərini onunla müzakirə edər. Öndər bank, digər banklar və maliyyə təşkilatlarını birləşməyə sövq edərək konsorsiyumun formalasdırılması və kredit şərtlərinin yerinə yetirilməsi baxımından öhdəçilik daşıyır. Göstərilən xidmətlər müqabilində isə komisyon haqqı alır.

Konsorsiyumlar, buraxılan istiqrazları öz müştərilərinə təklif edərlər. Buna, barəsində öncəki bölmədə məlumat verdiyimiz anderrayting (underwriting) xidməti adı verilir. Həmin xidmət iki formada təklif olunur. Birinci forma, tamamilə anderrayting xidməti, ikinci forma isə, qismən anderrayting xidmətini nəzərdə tutur. Tamamilə anderraytingdə konsorsiyumu təşkil edən banklar, müştərilərinə sata bilmədikləri istiqrazları özləri satın alırlar. Qismən anderrayting fəaliyyətində konsorsiyum, istiqrazların satılması üçün əlindən gələn səyləri göstərir, lakin satılmayan istiqrazlar üçün heç bir öhdəçilik daşımaz və ya bunların bir hissəsinin alınması öhdəliyini öz qarşısına qoyar.

## AVRO-İSTİQRAZ BAZARI

Beynəlxalq bazarlardan borc almanın başqa bir yolu isə avro-istiqraz emissiyasını nəzərdə tutur. Bu kanaldan kredit

tədarük edənlər siyahısına özəl şirkətlərlə yanaşı, rəsmi və yarı rəsmi quruluşlar da daxil edilir. Birinci qrupda iri miqyaslı şirkətlər, ölkə daxili firmalar, ikinci qrupda isə hökumət orqanları, yerli idarəctmə orqanları, dövlət müəssisələri və beynəlxalq maliyyə institutları yer alır.

Avro-istiqraz buraxılışı ilə fondun təmin edilməsi də bir qrup maliyyə təşkilatlarının iştirakı ilə baş verir. Həmin qrup kredit sindikati (credit syndicate) adlanır. Qrupun iştirakçıları, adətən çeşidli ölkələrə məxsus çoxsaylı ticarət və investisiya bankları ilə qiymətli kağızlar üzrə vasitəçilik fəaliyyətini icra edən firmalardan ibarət heyətdə formalaşır. İştirakçılarından hər biri, buraxılan istiqrazlardan payına düşəni öz milli bazarlarında satışa çıxarır. Kredit sindikati, öndər bir bank tərəfindən formalaşdırılır. Öndər bank kredit kontraktının vaxtı bitmədən, çeşidli ölkələrdən bir bank qrupu və digər maliyyə təşkilatlarının iştirakını təmin etməyə səy göstərir. İştirakçı banklar kontraktda nəzərdə tutulan kredit məbləğinin ya hamısının, ya da bir qisminin verilməsi öhdəciliyini daşıyırlar.

Avro-istiqrazlar eyni anda bir neçə ölkədə satıla bilər. Yəni, istiqraz, buraxılışa köməklik göstərən bankların və ya maliyyə təşkilatlarının yerləşdikləri ölkələrdə satılır. Məsələn, AR Milli Bankının buraxıldığı dollara bağlı istiqrazlar, buraxılışa vasitəçilik edən kredit sindikatının iştirakçıları Yapon, Alman və Fransız bankları olsa, bu bankların yerləşdiyi ölkələrdə satılacaqdır. Bundan başqa, bu tərzdə buraxılan istiqrazların adlarına «avro» önlüyünün əlavə edilməsi vacibdir. Avro-istiqrazların hansı ölkənin pul vahidinə bağlı olaraq buraxılırsa buraxılsın, həmin pul vahidinə aid ölkədə və ya həmin ölkədə yaşayan və fəaliyyət göstərən şəxslərə satılması qadağandır. Yuxarıda verdiyimiz nümunəyə görə dollara bağlı olaraq buraxılan istiqrazlar kredit sindikati üzvlərinin öz ölkələrində satılmasına baxmayaraq, ABŞ bazarlarında satıla bilməz.

Demək olar ki, bütün avro-istiqrazlar «adlı» olmayıb, «təqdim edənə» məxsus olaraq buraxılır. Bundan başqa, buraxılan bu istiqrazların hamısı ödəniş fonduna sahib olan istiqrazlardır. Sənəddə istiqrazi buraxan şirkət və ya təşkilatın adı və ünvanı, faiz qoyuluşu, nominal qiyməti, dövriyyə müddəti və sindikatın üzvləri olan bank və maliyyə təşkilatlarının adları qeyd olunur. Məsələn, ABŞ-da fəaliyyət göstərən bir şirkətin buraxdığı istiqraz vərəqələrində, həmin sənədlərin ABŞ bazarlarında və bu ölkə vətandaşlarına satılmayacaqı mütləq qeyd olunur.

Avro-istiqrazların «təqdim edənə» məxsus olmaları, onların sahiblərinin şəxsiyyətinin dəqiqləşdirilməsini vacib bilmir. Bu isə, investorların məxfi şəkildə gəlir qazanmasına imkan vermeklə yanaşı, vergitutma imkanlarını məhdudlaşdırır.

Avro-istiqraz bazarlarının yaranması 1960-cı illərə təsadüf edir. Belə ki, həmin ərafələrdə ölkə daxili kapital bazarları xaricində istiqraz buraxaraq fond təmin etmək istəyən şirkət və təşkilatlar əsasən Nyu-York-da yerələşən bazarlara müraciət edirdilər. Xüsusən, Avropadakı amerikan şirkətləri dollara bağlı olaraq buraxdıqları istiqrazları bu bazarlara yönəldərək (xarici istiqraz buraxılışı üsulu ilə) fond əldə edirdilər. Ucuz əməliyyat xərcləri isə bu bazarı daha cəzb edici etmişdir.

1963-cü ildə Kennedy hakimiyyəti dövründə, amerikan investorlarının satın aldığıları xarici istiqrazlardan «Faizin Eyniləşdirilməsi Vergisi» (Interest Equalization Tax) adını daşıyan vergi rüsumunun tutulması qərara alındı. Məqsəd-yerli kaptalın ölkə xaricinə axımını önləmək idi. Bu vergi nəticəsində, Nyu-York bazarlarındakı xarici istiqraz satışları tamamilə dayandırılmışdır.

Əlavə fondlara ehtiyac duyan amerikan şirkətləri bu dəfə başqa bir çıxış yolu tapdılardı. Belə ki, dollara bağlı olaraq

buraxılan istiqrazları başda İngiltərə və Almaniya ölkələri olmaqla Avropanın müxtəlif ölkələrində satmağa başladılar. Beləliklə, 1963-cü ildən etibarən avro-istiqraz bazarının inkişafında böyük irəlləmə start götürmüştür. Vaxt ötdükçə, amerikan şirkətləri ilə yanaşı, prosesə avropa şirkətləri və rəsmi dövlət təşkilatları da cəlb olundu.

1974-cü ildə Nikson hakimiyyəti dövründə 1963-cü ildə tətbiq olunan «Faizin Eyniləşdirməsi Vergisi» ləğv olundu. Lakin buna baxmayaraq, avro-istiqraz bazarlarının inkişafı və populyarlaşması dayanmamışdır. Bu gün avro-istiqraz bazarlarındakı əməliyyat həcmi, avro-pul bazarları ilə rəqabət edəcək səviyyəyə çatmışdır.

Avro-istiqraz bazarlarının mövcudluğunun tək bir səbəbi, bu bazarların dövlətin qoyduğu məhdudiyyət və qadağalardan uzaq qalmasıdır. Beynəlxalq miqyashi şirkətlər və dövlət təşkilatları milli kapital bazarları ilə müqayisədə avro-istiqraz bazarlarından vaxta qənaət edərək və uyğun şərtlərlə fond təmin edə bilərlər. Investorların əldə edəcəkləri faiz gəlirlərindən vergi tutulmaması, bu bazarlardan lazımı vəsaitin sərfəli və ucuz məsrəflər müqabilində əldə olunmasına şərait yaradır.

Yuxarıda da qeyd etdiyimiz kimi, avro-istiqrazlar müxtəlif ölkələrin pul vahidlərinə bağlı olaraq buraxılır. Amma bu növ istiqrazların ABŞ dollarına bağlı olaraq buraxılışı sanki bir ənənəyə çevrilmişdir. 1970-ci illərdə beynəlxalq valyuta bazarlarında ABŞ dolları qiymətinin düşməsi ilə avro-istiqrazlar Alman markası və Yapon ienasına bağlı olaraq buraxılmağa başladılar. Bu ərəfələrdə İsvəçrə Milli Bankının qəbul etdiyi qərar əsasında İsvəçrə frankına bağlı olaraq avro-istiqrazların buraxılması qadağan olundu. Bu səbəbə bu gün İsvəçrə frankı ilə avro-istiqrazlar artıq buraxılmır.

Avro-istiqrazlar dollarla yanaşı, başqa bir pul vahidinə, məsələn, markaya bağlı olaraq da buraxılır. Bu formada buraxılan istiqrazlar «iki pul vahidinə bağlı avro-istiqrazlar» (dual currency euro bonds) adlanır. İstiqrazların bu cür buraxılması əsasən 1980-ci illərin ortalarından başlamışdır. Əlaməti budur: istiqrazın satın alınması və kupon ödənişləri bir pul vahidi, təyin olunmuş müddət bitəndən sonra əsas pulun ödənilməsi isə başqa bir pul vahidi əsasında aparılır. Bir pul vahidi ilə borc alınıb, başqa bir pul vahidi ilə qaytarılması, xüsusən yaxın gələcəkdə başqa bir pul vahidindən qazanc əldə etməni planlaşdırın şirkətlər üçün əlverişli üsuldur. Bu şirkətlər valyuta borclarının ödənilməsini əldə etdikləri pul vahidi əsasında aparmaqla məzənnə riskini aradan qaldıra bilərlər. Eyni şəkildə, investor da pulun qaytarılması tarixində həmin pul vahidində baş verəcək dəyişmələrdən faydalanaq istəyə bilər.

Beynəlxalq istiqraz bazarlarında istifadə olunan üç növ bazar aləti vardır. Həmin alətlər həm xarici istiqraz, həmçinin də avro-istiqraz bazarlarında tətbiq olunur. Adı gedən alətlər bunlardır:

- Sabit faizli beynəlxalq istiqrazlar;
- Dəyişən faizli beynəlxalq istiqrazlar;
- Aksiya ilə dəyişdirilə bilən beynəlxalq istiqrazlar.

Bir qayda olaraq avro-istiqrazları satın alan şəxslər, istiqrazları buraxan şirkətin nə dərəcədə tanınmış olması faktı ilə buraxılışa vasitəçilik edənlərin nüfuzunu nəzərə alırlar. Bu mövzuda şirkətlərə aid maliyyə hesabatlarının təhlili və ya şirkət reytinglərinin ölçülməsi ilə məşğul olan firmaların xidmətlərindən (bond-ratinq service) faydalanaq çox əlverişlidir.

Standard and Poor's (S&P's) kimi şirkət reytinglərinin ölçülməsi ilə məşğul olan təşkilatlar, müəyyən bir məvacib müqabilində beynəlxalq istiqrazlara dair araşdırımlar aparır. S&P's firmasının apardığı araşdırımlar əsasən, buraxılış şərtlərinə uyğun olaraq şirkətin borcu geri qaytarması üçün lazımı fondların əldə etməsi imkanları, dəyişən şərtlərin investor baxımından yaradacağı risklər və s. kimi mövzuları əhatə edir.

Beynəlxalq istiqraz buraxılışını planlaşdırıran şirkətlər, investorlar arasında etimadin qazanılması məqsədilə S&P's firmasının xidmətlərindən istifadə edə bilərlər. Lazım olan məlumat və göstəricilər şirkət tərəfindən təqdim olunur. Şirkət fəaliyyətinin müxtəlif aspektlərdən qiymətləndirilməsi müştəri şirkətin xoşuna gəlməyə də bilər. Belə olduqda, S&P's firmasının xidmətlərindən daha çox böyük etimad qazanmış şirktlərin istifadə etdikləri müşahidə olunur.

## 12.2. BEYNƏLXALQ AKSİYA BAZARI

Çağdaş zamanımızda, şirkətlərin aksiya buraxıb, onları ölkə xaricindəki bazarlarda təklif edərək fond əldə etmələri tez-tez müşahidə olunur. Ölkə xaricində təklif olunan aksiyalar müqabilində fondun təmin olunmasının başlıca faydaları aşağıdakı kimi səciyyələnə bilər:

**1. Aksiya fondunun riskinin bölüşdürülməsi:** Diversifikasiya əsasına görə səhmdarların seçiləməsi ilə fondun formalasdırılması, şirkəti ölkə daxili bazarın qoyduğu məhdudiyyətlərdən mühafizə edər. Məsələn, mərkəzi kiçik bir ölkədə yerləşən beynəlxalq miqyaslı şirkətin buraxdığı aksiyaları xarici bazarlarda yerləşdirməsindən başqa çıxış yolu olmaya bilər. Bunun real örnəyini «Hollandiyanın Hava Yolları» (KLM) şirkəti təşkil edir. Həmin şirkət 1986-cı ildə buraxdığı 50 milyonluq aksiyanın 7 milyonunu ABŞ-da, 7 milyonunu Almaniyada və 1

milyonunu da Yaponiyada satışa çıxararaq toplam 304 milyon ABŞ dolları həcmində kapital təchiz etmişdir.

**2.Maraq dairəsinin genişlənməsi:** Xarici bazarlarda aksiyaların satışa çıxarılması ilə yeni səhmdarların şirkət aksiyalarına qarşı marağının artırmasına və bu şəkildə aksiya qiymətlərinin yüksəlməsinə səbəb ola bilər.

**3.Reklam vasitəsi kimi:** Bundan başqa, beynəlxalq aksiya buraxılışı və onların satışı, şirkət adının başqa-başqa maliyyə bazarlarında tanınması və yayılması üçün seçilən ən əlverişli yollardan biridir. Başqa bir sözlə, şirkətlər bundan bir reklam vasitəsi kimi istifadə edə bilər.

Hər iki buraxılış formasında kredit sindikatının formalaşdırılması labüddür. Birinci buraxılış formasında açıq satışların iki yönlü olmaq şərti ilə ölkə daxili və ölkə xarici bazarlarda aparılması ilə yanaşı, hər birinin idarə olunması iki fərqli öndər banka həvalə olunur. Bu üsuldan bir qayda olaraq amerikan şirkətləri daha çox istifadə edir. İkinci buraxılış formasında isə tək yönlü satışlar həyata keçirilir. Yəni, aksiyaların satışı bir öndər bank tərəfindən aparılır və satış Avropa ölkələrində eyni anda birdən həyata keçirilir. Bu üsuldan əsasən Avropa ölkələrində istifadə olunur.

Dünya qiymətli kağızlar birjalarının demək olar ki hamısı, ölkə daxili birjaların qoyduğu şərtlərə riayət olunmaqla, xarici aksiyaların həmin bazarlarda satılmasına imkan verir. Hətta bəzi möhtəbər birjalarda qeydiyyata alınmış xarici aksiyaların sayı olduqca yüksəkdir. Məsələn, Almanyanın qiymətli kağızlar birjalarında tə davül edilən xarici aksiyaların sayı iki yüzü, İngiltərənin qiymətli kağızlar birjalarında tə davüldə olan qiymətlilərin sayı isə beş yüzü aşmışdır. Yaponiya birjalarında qeydiyyatdan keçən amerikan şirkətlərə məxsus aksiyaların sayı da artmaqdadır.

Bu mövzuda açıqlanması vacib olan daha bir yenilik isə, ABŞ-da xarici aksiyaların alqı-satqısında geniş istifadə olunan və «Amerikan Depozit Sertifikatı» (American Depository Receipts) adını daşıyan bir sistemdir. Bunlar, ABŞ-dakı birjalarda dövriyyədə olan xarici aksiyalar əsasında bir bank tərəfindən buraxılan və həmin aksiyaları təmsil edən sənədlərdir. Aksiyaların özü bir bankda saxlanılır. Onların yerinə buraxılan bu sertifikatlar aksiyanın əsl kimi alınır və satılır.

Xarici şirkətin buraxdığı aksiyalar üçün ödədiyi dividendlər öncə əmanət bankına verilir, daha sonra isə depozit sertifikatını buraxan banka göndərilir. Adı gedən ikinci bank xarici pul vahidinə bağlı dividendləri dollara çevirərək depozit sertifikatı sahiblərinə ödəməkdədir.

Ötən illər ərzində xarici aksiya bazarlarının əməliyyat həcmərində böyük artımlarla yanaşı, bu bazarlarda integrasiya prosesinin getdiyi müşahidə olunur. Burada iqtisadi inkişaf etmiş ölkələrdə gedən maliyyə liberalizminin böyük rolu olmuşdur.

Məsələn, Yaponiya hökuməti 1982-ci ildən etibarən aksiya bazarını qısa bir vaxt ərzində liberal münasibətlər əsasında fəaliyyət göstərməsini təmin etmişdir. Bu da, bazardakı əməliyyat həcmini artırmış və əcnəbilərin bu bazara olan marağını artırılmışdır. Eyni proses Avropa Birliyi ölkələrində də cərəyan etmişdir. 1992-ci ildə Bütöv Avropa Bazarına dair qəbul olunan qərarla Avropa Birliyi ölkələrinin kapital bazarları integrasiya yoluna qədəm qoymuşdur.

Baş verən bu kimi tərəqqi nəticəsində dünya miqyasında daha çox şirkətlər beynəlxalq kapitala aksiya buraxılışı yolu ilə sahib olmağa başladı və beynəlxalq aləmdəki sürətli və daimi böyümələrini təmin etdilər.

## **13-CÜ FƏSİL. BEYNƏLXALQ MALİYYƏ İNSTİTUTLARI**

Beynəlxalq maliyyə institutları quruluşunda və kapitalında birdən çox ölkənin iştirak etdiyi, maliyyə vəsaitlərindən də birdən çox ölkənin faydalandığı qurumlardır. Beynəlxalq kapital fondlarının yeni kanallara yönəldilməsi, fond təklif və tələb edən ölkələrin müxtəlifliyi qarşısında başda Dünya Bankı və Beynəlxalq Valyuta Fondu olmaqla beynəlxalq maliyyə institutlarının rolü tədricən artmaqdadır.

### **13.1. BEYNƏLXALQ VALYUTA FONDU**

Beynəlxalq Valyuta Fondu (IMF) və Beynəlxalq Yenidənqurma və İnkişaf Bankı (IBRD) və ya qısa olaraq Dünya Bankı, dünya miqyasında beynəlxalq iqtisadi iş birliyini gerçekləşdirmək üçün qurulmuşdur. Hər iki qurumun yaradılması 1944-cü ildə BMT-nin maliyyə məsələləri üzrə Bretton-Wuds şəhərində (ABŞ, Nyu-Hempşir ştatı) keçirilmiş konfransında İkinci Dünya müharibəsinin sona çatması ərəfəsində qərara alınmışdır və ilkin mərhələdə

hər iki qurum Birləşmiş Millətlər Təşkilatının çərçivəsində xüsusiləşmiş agentliklər statusunda fəaliyyət göstərirdi.

IMF-in yaradılmasının əsas səbəbi kimi, İkinci Dünya müharibəsindən əvvəl meydana gəlmiş iqtisadi böhran qeyd olunurdu. Həmin böhran nəticəsində ölkə iqtisadiyyatında yarana biləcək tənəzzüldən qaçınmaq və dünya ticarətindəki kiçilən paylarını qoruyub saxlamaq məqsədilə bir çox ölkə gömrük «divarlarını» yüksəltmək kimi mühafizə xarakterli ölçülər götürdü. Tətbiq olunan ölçülər ümumən dünya ticarət dövriyyəsinə və istehsalat həcmində mənfi təsir göstərmişdir. Bundan başqa, ümumdünya pul sistemində tətbiq olunan «qızıl» standartının yaratdığı çətinliklər və beynəlxalq iqtisadi böhran, beynəlxalq pul sisteminin yenidən qurulmasını tələb edirdi.

1946 –1973 illər arasında mövcudluğunu saxlayan və beynəlxalq pul sistemində etibarlı hesab edilən Bretton-Vuds sisteminin əsas vəzifələrinin yerinə yetirilməsi IMF kanalı ilə həyata keçirildi. Lakin 1973-cü ildə beynəlxalq pul sistemində baş verən və mühüm bir hadisə kimi qiymətləndirilən sabit məzənnə sistemindən sərbəst məzənnə sisteminə kecid, 1969-cı ildə yeni bir hesablaşma vahidi olan SDR-in (Xüsusi Borcalma Hüquqları) tətbiqi və 1978-ci ildə Beynəlxalq Valyuta Fondunun üzvü olan ölkələrin məzənnə siyasetinin sərbəst şəkildə təyin etmələrinə icazə verməsi kimi dəyişmələr nəticəsində, IMF-ə güdülən siyasetlərin qiymətləndirilməsinə nəzarətçi statusu verilmişdir.

## **BEYNƏLXALQ VALYUTA FONDUNUN ƏSAS MƏQSƏDLƏRİ**

Beynəlxalq Valyuta Fondunun güddüyü əsas məqsədlərin qısa xülasəsi aşağıda verilmişdir:

- Beynəlxalq maliyyə məsələləri üzrə vasitəçilik etmək;

- Üzv olan ölkələrin məşğulluq səviyyəsi ilə real gəlirin qorunması və artırılması üçün uyğun şəraitin yaradılması;
- Beynəlxalq ticarətin inkişafına maniyyə törədən problemləri həll edəcək və üzvü olan ölkələrin qarşılıqlı münasibətlərini tənzimləyəcək, dövlətlərarası sistemin qurulmasına köməklik göstərmək;
- Üzv olan ölkələrin dövlətlərarası tədiyyə balanslarında meydana gələ biləcək natarazlığın həm dərəcəsini, həm də müddətini azaltmaq.

Hal-hazırda IMF təşkilatına üzv olan ölkələrin sayı 185-dir və bu təşkilata üzv olan hər ölkə dərhal Dünya Bankına üzv olmaq hüququnu qazanır.

## **BEYNƏLXALQ VALYUTA FONDUNUN VƏSAİTLƏRİ**

Beynəlxalq Valyuta Fondunun maliyyə vəsaitləri üzv olan ölkələr tərəfindən kvotalara abunə yazılışı əsasında formalaşır. Hər ölkənin kvotası bu ölkənin Fonda üzvlük haqqını və borcalmanın maksimal səviyyəsini müəyyən edir. Kvotalar Xüsusi Borcalma Hüquqlarında (SDR) əks olunur. Xüsusi Borcalma Hüququ hesablaşma vahidi sayılır və onun bazar qiyməti dönyanın beş əsas valyutasının (ABŞ dolları – 39%, Alman markası – 21%, Yapon ienası – 18%, Fransa frankı – 11%, İngiltərə funt sterlinqi – 11%) valyuta səbətinin əsasında müəyyənləşdirilir. Kvotanın miqdarı ölkəyə məxsus olan səslərin sayını da müəyyənləşdirir. Fondun əsas qərarlarının qəbul olunması (kvotaların dəyişməsi və borcalma hüquqlarının müəyyənləşdirilməsi) üçün ən azı 85% səs tələb olunur. ABŞ bu təşkilatda 17%-dən çox səsə malikdir və nəzəri cəhətdən hər hansı bir qərarın qəbul olunmasının qarşısını ala bilər.

Bundan başqa, kvota, üzv olan ölkələrin gəlirləri və beynəlxalq ticarətdəki payları nəzərə alınaraq müəyyənləşdirilir. Fonda yeni üzv olan, ya da kvotasında artım olan ölkə, ona məxsus kvotanın 25%-ni SDR və ya IMF-in təyin etdiyi yüksək dövriyyə qabiliyyətinə malik olan pul vahidi ilə, qalanını isə öz milli valyutası ilə ödəmək öhdəciliyini daşıyır.

IMF təşkilatının kapital xarakterli maliyyə vəsaitlərinin əsas mənbəyi kimi, kvotaların sayılması səbəbindən, kvotalar vaxtaşırı qeydə alınan inkişafa paralel olaraq yoxlamaya tabe tutulurlar. Bu səbəbə kvotaların hər beş ildən sonra yoxlanılması məcburidir.

IMF təşkilatının kvotalardan sonra gələn mühüm vəsait mənbəyini borcralmalar təşkil edir. Bu quruma üzv olan ölkələrə ayrılan vəsaitlər əslində kredit xarakterini daşımayıb, müəyyən ölçüdə maliyyə dəstəyi kimi hesab olunurlar. Buna görə yüksək faizlərin tətbiq olunması qeyri-mümkündür. Digər tərəfdən kvota ödənişlərinin bir hissəsinin üzv olan ölkənin milli valyutası ilə həyata keçirilməsindən, bəzi ölkələrin pul vahidlərinin yüksək dövriyyə qabiliyyətinə malik olmaması çətinliklərin meydana çıxmına yol açır. Belə olduqda IMF-in nağd vəsait ehtiyaclarının vaxtında qarşılanması üçün əlavə borc almağa zəruriyyət yaranır.

IMF-in borc alması SDR ilə və adətən 4-7 illik bir müddət üçün baş verir. Müddətin, üzv olan ölkələrdən təmin olunan fondların orta müddətindən az olması, Fondda borc vəsaitlərin səmərəli istifadə və idarə olunmasının vacibliyini artırmaqdadır.

## **BEYNƏLXALQ VALYUTA FONDU VƏSAİTLƏRİNİN İSTİFADƏSİ**

Təşkilatın vəsaitlərindən istifadə etmək üçün üzv olan ölkələrin tədiyyə balansında yaranan çətinliklərin aradan

qaldırılmasına dair müraciət etmələri tələb olunur. Bu cür məsələlərlə əlaqədar təşkilata müraciət etmək üçün zaman məhdudiyyəti qoyulmur. Yetər ki, üzv olan ölkələr tədiyyə balanslarında yaranan çətinliklərlə üzləşdikdə və ya ondan əvvəl IMF-ə müraciət etsinlər.

Yuxarıda da qeyd etdiyimiz kimi, IMF təşkilatının əsas funksiyasını tədiyyə balanslarında kəsirə malik olan üzv olan ölkələrə kreditin verilməsi təşkil edir. Verilən kredit müddətinin adətən qısa və kredit məbləğinin məhdud həcmidə olması ilə yanaşı, orta müddətli kreditlərin verildiyi də müşahidə olunur.

Fonddan kreditin alınması, üzv olan ölkələrin öz milli valyutasını istədikləri başqa milli valyutaya dəyişdirməsi, ya da öz milli valyutası müqabilində başqa milli valyutani satın almaları formasında həyata keçirilir. Təşkilatdan borc alan ölkələr təyin olunan müddət bitdikdən sonra sağlam valyutalardan istifadə edərək Fonda verdikləri milli valyutalarını geri almaq məcburiyyətindədir.

Kredit almaq istəyən ölkələr, tədiyyə balansı kəsirini aradan qaldırmaq üçün görüləcək tədbirləri əhatə edən bir «niyyət» məktubunu Fonda təqdim etməli və Fondla müəyyən razılığa gəlməlidirlər.

Tədiyyə balansı kəsirini aradan qaldırmaq istəyən ölkələr Fondun standartlar formasında hazırladığı bəzi ölçülər toplusunu nəzərə ala bilər. Bu ölçülər toplusu ölkə daxili tələbatın azaldılması və təklifin artırılmasına yönəlmış tədbirləri eks etdirir. Məsələn, dövlət xərclərinin azaldılması, vergilərin artırılması, maliyyə sektorunun sağlamlaşdırılması, liberal qiymət və faiz siyasəti, xarici ticarətin liberalizasiyası və pul vahidi dəyərinin azaldılması kimi standartları nəzərdə tutur.

IMF-dən vəsaitin təmin olunması kredit alınmasında aparılan əməliyyatlar kimi qələmə verilməz. Bu səbəbə IMF

təşkilatının yaratdığı imkanlar kredit kimi yox, «güzəşt» və ya «yardım» kimi başa düşülməlidir. Fonddan alınan vəsaitlərin geri qaytarılması vaxtı gəlib çatdıqda, üzv olan ölkələr öz milli valyutasını, ya da həmin valyuta əsasında tərtib olunmuş öhdəciliyi rəsmiləşdirən sənədi alır və istifadə etdiyi valyuta məbləğini geri ödəyir.

IMF təşkilatının təchiz etdiyi imkanlar kredit alınması ilə müqayisədə fərqli şortlər əsasında formallaşır. Bu şortlər aşağıdakı kimi sadalana biler:

- Üzv olan ölkənin tətbiq etdiyi iqtisadi islahatlar programı ilə əlaqədar IMF-ə «niyyət» məktubunun göndərilməsi. Niyyət məktubu, üzv olan ölkənin, tətbiqini planlaşdırıldığı programı və götürüləcək ölçüləri təfərruatı ilə açıqlayan bir sənəddir;
- «Stand-By» tədbiri və ya müddəti uzaldılmış tədbir. «Stand-By» tədbiri üzv olan ölkələrin tədiyyə balansı kəsirini aradan qaldırmaq məqsədilə IMF ilə bu barədə razılığa gəldiyi mövzuları əhatə edən bir tədbirdir;
- IMF tərəfindən üzv olan ölkələrin riayət edəcəyi fəaliyyət kriteriyalarının müəyyən edilməsi;
- İstifadə olunacaq vəsaitin, qaytarılması baxımından ödəniləcək kredit qruplarına ayrılması;
- Üzv olan ölkənin istifadə edəcəyi vəsait məbləğinin öz milli valyutası ilə qarşılığını ifadə edən «öhdəcilik sənədini» təqdim etməsi;
- Üzv olan ölkənin iqtisadi siyasetinin araşdırılması.

Azərbaycan Respublikası 1992-ci ilin sentyabr ayından IMF təşkilatının üzvüdür. Azərbaycan IMF-də İsveçrənin rəhbərlik etdiyi səsvermə qrupuna daxildir (yəni Azərbaycan öz səslərini İsveçrənin nümayəndəsinə həvalə etmişdir).

Azərbaycandan başqa həmin qrupa Polşa, Özbəkistan, Türkmənistan və Tacikistan daxildir. Azərbaycanın IMF təşkilatı ilə fəal əməkdaşlığı isə 1994-cü ilin sonundan başlamışdır.

## 13.2. DÜNYA BANKI

Dünya Bankının quruluşunun ilk illərində Qərbi Avropa ölkələrinin iqtisadiyyatının bərpası üçün icra etdiyi maliyyələşdirmə missiyası əsasında təyin olunan məqsədlər zaman ötdükçə dəyişmiş, xüsusən son illərdə iqtisadi inkişaf etməkdə olan ölkələrin investisiya ehtiyaclarını qarşılamaq istiqamətində yönəldilmişdir.

Dünya Bankı qrupuna daha sonra qurulmuş 4 beynəlxalq maliyyə institutu daxildir – Beynəlxalq İnkişaf Assosiasiyyası (IDA), Beynəlxalq Maliyyə Korporasiyası (IFC), Beynəlxalq İnvestisiyaların Qarantiyası üzrə Agentlik (MIGA) və Beynəlxalq İnvestisiyalar üzrə Mübaisəli Məsələlərin Həlli Mərkəzi (ICSID). Bu maliyyə institutları ədəbiyyatda Dünya Bankı Qrupu kimi adlandırılır. Dünya qrupu kimi tanınmasının əsas səbəbi rəhbərliyin Dünya Bankı tərəfindən edilmişsidir.

## DÜNYA BANKININ MƏQSƏDLƏRİ

IMF təşkilatına üzv olan ölkələrə bir qayda olaraq qısa müddətli kredit imkanları verilərkən, Dünya Bankı yenidənqurma və inkişaf sahəsində daha çox uzun müddətli kreditlərin verilməsi məqsədini güdürlər. Bununla yanaşı, Dünya Bankı nəinki uzun müddətli kredit verir, o, həmçinin də verilən kreditlərdən ölkənin iqtisadi inkişafına yönəldilməsi istiqamətində daha da səmərəli istifadə etmək üçün mühüm məsləhətlər verir.

Üzv olan ölkə sayının və dünyadakı əhali sayının artması, Dünya Bankının tətbiq etdiyi kreditayırma siyasetində yeni metodoloji əsasların təkmilləşdirilməsi

zəruriyyətini meydana çıxarmışdır. Məsələn, 1948-1963-cü illər arasında daha çox struktur dəyişiklərini nəzərdə tutan investisiya layihələrinin maliyyələşdirməsi ilk növbədə aparıllarkən 1963-cü ildən sonra kənd təsərrüfatı, sənaye və turizm sahələrinə kreditlərin ayrılması daha böyük əhəmiyyət kəsb etmişdir. Əvvəller yanacaq istehsalına dair investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsinə az əhəmiyyət verilirdi. Lakin 1973-cü ildə baş verən «yanacaq» böhranından sonra bu kimi layihələrin maliyyələşdirməsi diqqət mərkəzində olmuşdur. 1980-ci illərdə təhsil, su təchizatı, səhiyyə kimi sahələrə yönəldilmiş inkişaf layihələrinin həyata keçirilməsinə dəstək göstərilirdi, 1990-ci illərdə iqtisadi inkişafın sağlamlaşdırılması və dünyadakı yoxsulluq səviyyəsinin aşağı salınmasına xidmət göstərən məqsədlərə çatmaq üçün ətraf mühitin qorunması ən aktual məsələyə çevrilmişdir.

## DÜNYA BANKININ MALİYYƏ VƏSAİTLƏRİ

Dünya Bankının ən vacib maliyyə vəsaitini, üzv olan ölkələrin öz kapital payları təşkil edir. Bu, IMF təşkilatının kvota sistemindən fərqlidir. Həmin sistem səhmdar cəmiyyətlərin kapital strukturuna bənzəyir. Üzv olan ölkələrin kapital payları ABŞ dolları ilə ifadə edilir. Kapital payının həcmi üzv olan ölkənin dünya bankındaki səsvermə hüququnu göstərir.

Dünya Bankının nizamnamə kapitalının artırılmasında zaman məhdudiyyəti qoyulmamışdır. Üzv olan ölkələrə məxsus kapital payları iki hissəyə ayrılmışdır. Payın 20%-ni qızıl və ya ABŞ dolları ilə nağd ödənilmiş, ya da Bankın ehtiyac duyduğu zamana qədər ödəniləcək vəsait təşkil edir. Kapitalın 80%-nin hamısının və ya bir qisminin Bankın üzv olan ölkələrə ayıracığı kreditlər və ya zəmanət verdiyi hallardan asılı olaraq ödənilməsi vacibdir.

Kapital xaricində Dünya Bankının ən vacib maliyyə vəsaitlərini borcralmalar təşkil edir. Bu təşkilat yüksək kreditqaytarma qabiliyyətinə malik olduğundan, beynəlxalq kapital bazarlarından asanlıqla borc vəsait əldə edə bilər. Kreditqaytarma qabiliyyətinin yüksək olması, Dünya Bankının bazarlardan ucuz qiymətlə vəsait tapmasına imkan verir. Xüsusən ABŞ, Yaponiya və Avropa kapital bazarlarında istiqraz buraxılışları hesabına böyük həcmərdə vəsaitlər toplanmaqdadır. Borcralmalar bəzən tək başına, bəzən də müxtəlif ölkələrin milli banklarının iştirakı ilə həyata keçirilir.

Dünya Bankının digər mühüm vəsait mənbəyi kimi, verilən kreditlərdən alınan faiz ilə komisyon haqları gəlirləri qəbul olunur. Bundan başqa Bank mövcud fondları müxtəlif qiymətli kağızlara investisiya edərək mənfəət əldə etməkdədir. Bankın həyata keçirdiyi, əməliyyatlardan əldə etdiyi gəlirlərin paylaşdırılmamış hissəsi bir ehtiyat hesabında cəmləşir və ya Dünya Bankı Qrupuna daxil olan qurumlar tərəfindən istifadə olunur.

## **DÜNYA BANKI VƏSAİTLƏRİN İSTİFADƏSİ**

Dünya Bankının ayırdığı kreditlər, «investisiya xarakterli kreditlər», «dəstək xarakterli kreditlər» və bu iki kredit növünün birləşməsindən irəli gələn «ümumi xarakterli kreditlərdən» ibarətdir.

Dünya Bankının əsas fəaliyyətlərindən biri iqtisadi inkişaf etməkdə olan ölkələrdə iqtisadi inkişaf səylərinə dair investisiya layihələrini maliyyələşdirməkdir. Bankın investisiya layihələrinə ayırdığı kreditlərin əsas əlamətləri bunlardır:

- Kreditlər iqtisadi inkişaf etməkdə olan ölkələrə ayrılır;

- Dünya Bankı iqtisadi inkişaf etməkdə olan ölkələrə rifah səviyyəsinin yüksəldilməsinə yönəlmış layihələrə ilk növbədə əhəmiyyət verir;
- Dünya Bankının maliyyələşdirdiyi layihələr, struktur dəyişikliklərinə, sənayeyə, səhiyyə xidmətlərinin və təhsilin keyfiyyətinin artırılmasına yönəldilmiş çəsidi sahələri əhatə edən investisiya qoyuluşlarını tələb edən layihələrdir;
- Layihə kreditləri ya ölkə hökumətinə, ya da onun verdiyi zəmanət əsasında dövlət təşkilat və ya təşkilatlarına ayrıılır.

Dünya Bankı layihənin 40-60%-ni maliyyələşdirir. Qalan hissə isə üzv olan ölkələrin daxili və ya xarici vəsaitləri hesabına maliyyələşdirilə bilər.

Dünya Bankının müəyyən layihəyə vəsait ayırmasının əsas şərti, kredit almaq istəyən ölkənin xüsusi bazarlardan əlverişli şərtlərlə vəsait tapa bilməməsidir. Bundan başqa Bank tərəfindən aparılmış araşdırımlar, maliyyələşdirilməsinə vəsait ayrırlacaq layihənin qazanc götirmə baxımından qənaətbəxş və özünü qısa müddət ərzində ödəməyə qadir olduğunu təsdiqləməlidir. Əgər Bank həmin layihəyə kredit ayırmaya hazırlırsa, o zaman kredit tələb edən ölkə təmsilciliyi ilə kredit kontraktı imzalanır. Kreditlərə təyin olunan faizlərin dərəcəsi müddət baxımından dəyişməkdə və kredit alan ölkənin iqtisadi inkişaf səviyyəsi nəzərə alınaraq müəyyən edilməkdədir.

Dünya Bankı kredit ayırdıqdan sonra layihənin planlaşdırılan qaydada həyata keçirilməsini təmin etmək üçün layihənin hər mərhələsində görülən işlər haqqında hesabat tələb edir və vaxtaşırı həmin işlərin gedisətinə nəzarət edir.

Dəstək xarakterli kreditləri investisiya xarakterli kreditlərdən ayıran başlıca amil, bu kreditlərin üzv olan ölkələrin tətbiq etdiyi islahatlar programını dəstəkləməsidir. İnvestisiya xarakterli kreditlər xəstəxana, məktəb tikintisi kimi layihələrə ayrıldığı halda, dəstək xarakterli kreditlər bütövlükdə ölkəni və ya bir sahənin hamısını əlaqələndirir və daha çox mövcud quruluşun dəyişdirilməsini nəzərdə tutan tədbirlərə dəstək olmaq üçün verilir.

Dəstək xarakterli kreditlər IMF təşkilatının «stand by» tədbirinə bənzeyən kredit razılaşması şərtlərinə əsaslanaraq ayrılır. Verilən vəsaitin geri qaytarılması baxımından kredit qruplarına ayrılması burada da vardır.

Ümumi xarakterli kreditlər, qeyd olunduğu kimi, yuxarıda açıqlanan iki növ kreditin birləşməsi nəticəsində formalasılır. Bu növ kreditlər həm dəstək, həm də investisiya xarakterli kreditlərin malik olduğu əlamətləri özündə eks etdirir. Burada əsas məqsəd, dəstək xarakterli kreditin malik olduğu ümumi nizamlayıcı və uyğunlaşdırıcı əlamətindən faydalanaraq həm müəyyən islahatlar programını, həm də investisiya layihələrinin həyata keçirilməsini təmin etməkdir.

Azərbaycan Respublikası Dünya Bankına 1992-ci ilin sentyabrında daxil olmuşdur. Respublikamızın Dünya Bankı ilə əlaqələrinin inkişaf şərtlərini və istiqamətlərini müəyyənləşdirmək ölkənin iqtisadi inkişaf strategiyasında əsas məsələlərindən biridir. Dünya Bankı ilə Azərbaycan Respublikası arasında six əməkdaşlıq 1995-ci ildən başlayaraq daha intensiv əlaqələr şəklində inkişaf etmişdir.

Dünya Bankı 1995-ci ildən başlayaraq 1999-cu ilin sonuna qədər respublikamızda 12 əməliyyat-layihə həyata keçirmişdir. Həyata keçirilən layihələrin kreditləşdirilməsi isə 357,1 milyon ABŞ dolları təşkil etmişdir.

### **13.3. BEYNƏLXALQ İNKİŞAF ASSOSIASİYASI**

Dünya Bankının üzvü olan və adambaşına illik gəliri 750 ABŞ dollarından az olan ölkələr Beynəlxalq İnkışaf Assosiasiyanın (IDA) üzvü ola bilərlər. Assosiasiyanın əsas məqsədi ən aşağı iqtisadi inkişaf səviyyəsinə malik olan ölkələrə yardımın göstərilməsindən ibarətdir.

IDA təşkilatı, əslində Dünya Bankının məqsəd və vəzifələrini daşıyan və Dünya Bankının nəzdində fəaliyyət göstərən bir maliyyə institutu kimi 1960-cı ildə təsis olunmuşdur. Bu qurumun Dünya Bankından fərqi, iqtisadi inkişafın ilkin mərhələlərində olan ölkələrə xidmət göstərməsidir.

IDA-nın qurulması ilə iqtisadi baxımdan çox az inkişaf etmiş ölkələr uzun müddətli və çox aşağı faizli kreditlər ala və alınan kreditləri öz milli valyutaları ilə qaytara bilməkdədirlər. Assosiasiya, kreditləşdirdiyi layihələrdə iqtisadi dirçəlişin dəstəklənməsi şərtinin olmasını vacib bilir.

## **BEYNƏLXALQ İNKİŞAF ASSOSIASİYASININ MALİYYƏ VƏSAİTLƏRİ**

Beynəlxalq İnkışaf Assosiasiyanın Dünya Bankından başqa əlavə kapitalı vardır. Assosiasiyanın nizamnaməsinə görə üzv olan ölkələr iqtisadi baxımdan çox az inkişaf etmiş ölkələr və iqtisadi inkişaf etmiş ölkələr olaraq iki qrupa ayrılmışdır. Bu ölkələrin Təşkilatın kapitalındakı iştirakları da fərqli olub, iqtisadi inkişaf etmiş ölkələrə bu baxımdan daha çox ağırlıq düşür.

IDA-nın ayırdığı kreditlərin müddəti 35-40 il və kreditlərin faizsiz olması, həmin təşkilatın borcalmalar hesabına vəsait əldə etməsi çətinləşir. Bu səbəbə IDA təşkilatının kapitaldan başqa əsas maliyyə vəsaitləri üzv olan iqtisadi inkişaf etmiş ölkələr tərəfindən verilən vəsaitlərdən ibarət olan «xüsusi fond» hesabına formalaşır.

Assosiasiyanın bir başqa mənbəyini isə Dünya Bankının gəlirlərindən ayrılan fondlar təşkil edir. Bundan başqa ayrılan kreditlərin faizsiz olmasına baxmayaraq, verilən iqtisadi dirçəliş kreditlərinin istifadə olunmayan hissəsi üzrə illik 0,5% nisbətində komisyon haqqı və istifadə olunan hissə üzrə isə 0,75% nisbətində göstərilən xidmət üçün məvacib alınmaqdadır.

## **BEYNƏLXALQ İNKİŞAF ASSOSİASIYASININ MALİYYƏ VƏSAİTLƏRİNİN İSTİFADƏSİ**

Beynəlxalq İnkışaf Assosiasiyanın göstərdiyi xidmətlərdən istifadə etmək üçün üzv olan ölkənin iqtisadi baxımdan çox az inkişaf etmiş ölkələr siyahısında olması vacibdir. Dünya Bankı tərəfindən aparılan araşdırımalar nəticəsində adambaşına illik gəliri müəyyən bir səviyyədən aşağı olan ölkələr bu kateqoriyaya aid edilir.

IDA da Dünya Bankı kimi, kreditləri yalnız dövlətlərə verir. Özəl sektor müəssisələrinin bu qurumun kreditlərindən faydalananması qeyri-mümkündür. IDA kreditləri 10 il ödənişsiz dövrü əhatə etməklə 35-40 il müddətinə və faizsiz verilir. Kreditin geri qaytarılması onun ayrıldığı pul vahidi ilə həyata keçirilir. Assosiasiya ayrılan kreditlər üçün tələb olunan texniki dəstəyin verilməsini təmin edir. Bu kreditlər əsasən başda Afrika qitəsi ölkələri olmaq şərtilə 90 yaxın ölkəyə verilir.

Azərbaycan Respublikası 1995-ci ilin mart ayında Beynəlxalq İnkışaf Assosiasiyanın üzvülüyünə qəbul olunmuşdur. Respublikamızda Dünya Bankı xətti ilə 1995-1999-cu illər arasında həyata keçirilən layihələrin demək olar ki, hamısı Beynəlxalq İnkışaf Assosiasiysi tərəfindən kreditləşdirilmişdir. Bunun səbəbi isə Azərbaycanda əhaliyə adambaşına düşən milli gəlir səviyyəsinin 520 dollar olmasıdır.

## **13.4. BEYNƏLXALQ MALİYYƏ KORPORASIYASI**

Beynəlxalq Maliyyə Korporasiyası (IFC), Dünya Bankının nəzdində olan bir maliyyə institutu kimi iqtisadi inkişaf etməkdə olan ölkələrin özəl sektor müəssisələrini maliyyələşdirməkdədir. Dünya Bankının ayırdığı kreditlərə dair dövlətin qarant kimi çıxış etməsinin tələb olunması, Dünya Bankının özəl sektora təklif etdiyi imkanları məhdudlaşdırılmışdır.

IFC də Dünya Bankı və IDA təşkilatı kimi iqtisadi inkişaf etməkdə olan ölkələrdə həyata keçirilən layihələri dəstəklədiyindən, eyni məqsəd və vəzifələri daşıyır. Hər üç beynəlxalq maliyyə institutu da Dünya Bankı Qrupu kimi tanınan qurumun üzvləri olduqlarından, işə yanaşma tərzlərində fərqli məqamların olmadığını qeyd etmək lazımdır.

IFC təşkilatının iqtisadi inkişaf etməkdə olan ölkələrə təklif etdiyi imkanlar Dünya Bankı və IDA-nın təklif etdiyi imkanlardan daha genişdir. Təklif olunan imkanlar üç qrupda cəmləşir:

- Layihə kreditləri;
- Kapitalda iştirak;
- Sair imkanlar.

IFC təşkilatı, kreditlərin verilməsində özəl kredit təşkilatlarının qoyduğu şərtləri qoyar. Bu şərtlər layihənin gölirliliyi, səmərəliliyi, resursların kafiliyi faktlarını nəzərdə tutur.

IFC özəl sektora birbaşa kredit verərək və ya əlaqədar özəl şirkətin buraxdığı aksiyaları satın alaraq vəsaitin təmin edilməsi missiyasını icra edər. Bu formada həyata keçirilən kreditləşdirici funksiya ilə yanaşı, təşkilat iqtisadi baxımdan az inkişaf etmiş ölkələrin iqtisadi inkişaf banklarının

kapitalına vəsait əlavə edərək də kreditlərin verilməsini təmin etməkdədir.

Kredit və digər imkanlar baxımından əlverişli siyaset yürüdən IFC təşkilatına gələn müraciətlər özəl sektor nümayindələri tərəfindən edilir. Kreditlərin faizi layihənin daşıdığı risk və əldə olunacaq mənfəətə görə təyin olunur. Ayrılan kreditlərin müddəti 7-20 il arasında tərəddüd göstərir və kredit məbləği bir qayda olaraq ABŞ dolları ilə geri qaytarılır.

Yuxarıda qeyd etdiyimiz kimi, IFC birbaşa kredit vermək yerinə özəl sektor şirkətinin aksiyalarını satın alaraq da sahibkarlara kredit vermiş olur. Lakin belə bir halda Korporasiyanın dividend almaq və ya yaranacaq zərərə də ortaq olmaq faktları ilə üzləşəcəyindən, kreditləşdirməyə tabe tutulacaq layihənin seçilməsi çox ehtiyatla aparılır.

IFC təşkilatının özəl sektora təklifi etdiyi sair imkanlar qrupuna, özəl müəssisələrin buraxdıqları aksiya və istiqrazlarla aparılan müxtəlif əməliyyatlar daxildir. Korporasiya bu cür müəssisələrin buraxdıqları qiymətli kağızlar əsasında formalasdırılan fondları inkişaf etmiş kapital bazarlarına yönəldərək, vəsaitlərin iqtisadi inkişaf etməkdə olan ölkələrə axımı üçün lazımi şərait yaratmaqdadır.

Azərbaycan Respublikası Beynəlxalq Maliyyə Korporasiyası ilə 1996-ci ildən əməkdaşlıq etməkdədir.

## ƏDƏBİYYAT

1. Akmut Özdemir, **Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi**, Ankara, 1989.
2. Akguç Öztin, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 1994.

3. Alekseev M.Ö., **Rınox Üennix Bumaq**, Moskva, 1992.
4. Alexander G.J. – Sharpe W.F. – Bailey J.V., **Fundamentals of Investments**, 2th. Edition, Prentice Hall. Inc. 1993.
5. Alexin B.İ., **Rınox Üennix Bumaq: Vvedenie v Fondovie Operaüii**, Moskva, 1991.
6. Apak Sudi, **Uluslararası Finansal Teknikler**, Bilim Teknik Yay., 2.Baskı, Eskişehir, 1995.
7. Axundov Ş.Ə. – Axundov M.Ə., **Bazar İqtisadiyyatının Əsasları - qısa izahlı lügət (İkinci nəşri)**, Bakı, 2001.
8. Aşıkoğlu R. – Büker S. – Güven S., **Finansal Yonetim**, 2. Baskı, Eskişehir, 1997.
9. Aşıkoğlu Rıza, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak İnflasyon Ortamında Tahvilleri Değerleme**, Anadolu Üniversitesi Yay. № 35, Eskişehir, 1983.
10. «**Bakı Fond Birjası**», normativ sənədlər toplusu, Bakı, 2000.
11. Bozkurt Ünal, **Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi**, İktisat Bankası Eğitim Yay. № 4, 1988.
12. Brealey R.A. – Myers S.C., **Principle of Corporate Finance**, 4th. Edition, Mc. Graw Hill Inc. 1991.
13. Burenin A.N., **Föçersnie, Forvardnie i Opüionnie Rinki**, Moskva, 1998.
14. **Qiymətli Kağızlar Bazarı (normativ sənədlər toplusu)**, «Mühasibat uçotu» Redaksiyası, Bakı, 2000.
15. Qluhenko V.V., **Rınox Üennix Bumaq i Bircevoe Delo**, q.Celeznodorocniy Mosk.obl., 1999.

16. Qrəznova A.Q i dr., **Bircevəə Deətelğnostğ**, Moskva, 1996.
17. Ersan İhsan, **Gelecekteki Pazar**, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ağustos, 1986.
18. Canbaş S. - Doğuakanlı H., **Finansal Pazarlar**, İstanbul, 1997.
19. Ceylan A. - Korkmaz T., **Sermaye Piyasası ve Menkul Deyer Analizi**, Bursa, 2000.
20. Yıldırım Abdurahman, **Borsada 4 Perde**, İstanbul, 1996.
21. Karabiyık Lale Erdem, **Menkul Kiymet Borsası ve Diğer Yatırım Alternatifleri**, Bursa, 1997.
22. Karaşın Gültekin, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Ankara, SPK Yay., № 6, 1986.
23. Klehev N.T. – Fedulov A.A. – Simonov V.A i dr, **Rinok Üennix Bumaq**, «İzd-vo Gkonomika», 1997.
24. Mirkin O.M., **Üennie Bumaqi i Fondoviý Rinok**, Moskva, 1995.
25. Musayev A.F. – Vəliyev N.N. – Quliyev A.S., **Qiyomatlı Kağızlar Bazarı**, Bakı, 1999.
26. Palakoff Murry E. And Others, **Finansial Institutions and Markets**, Houghton Mifflin Co., 1970.
27. Parasız İlker, **Para, Banka ve Finansal Pazarlar**, Haşet Kitabevi, 3.Baskı, Bursa, 1985.
28. Sarıkamış Cevat, **Sermaye Pazarları**, Alfa Yay., Bursa, 1998.
29. Seyidoğlu Halil, **Uluslararası Finans**, İstanbul, 1994.
30. **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu**, İMKB Yay., 1992.

31. Tokol Tuncer, **İşletmelerde Finansal Yonetim**, Bursa, 1981.
32. Francis J.C., **Investments, Analysis and Management**, Second Edition, Mc Graw –Hill Book Co., New- York.
33. Çömlükçi Necla, **Temel İstatistik: İlke ve Teknikleri**, İstanbul, 1994.
34. Şahvəliyev F.Ə və başqaları, **Qiymətli Kağızlarla Əməliyyatlar**, Bakı, 1998.
35. Hacıyev S.M., **Statistikanın Ümumi Nəzəriyyəsi**, Bakı, 1987.
36. Hogen Robert A., **Modern Investment Theory**, Prentice – Hall Inc. Second Edition, 1990.
37. Həsənov Simran, **Səhmdar Cəmiyyətlərinin Hüquqi Statusu**, Azərbaycan Nəşriyyatı, Bakı, 2001.
38. Əliyev A. – Şəkərəliyev A., **Bazar İqtisadiyyatına Keçid: Dövlətin İqtisadi Siyasəti**, Bakı, 2002.