

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI

Əlyazması hüququnda

**«QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINDA MALİYYƏ-KREDİT
İNSTITUTLARININ TƏŞƏKKÜLÜ VƏ İNKİŞAF PERSPEKTİVLƏRİ»**

İxtisas: 5301.01 «Daxili fiskal siyasət və dövlət maliyyəsi»

Elm sahəsi: İqtisad elmləri

Fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş

D İ S S E R T A S İ Y A

İddiaçı:

Səbinə Vaqif qızı Hüseynova

Elmi rəhbər:

İqtisad elmləri doktoru, professor

Zahid Fərrux oğlu Məmmədov

BAKİ – 2021

MÜNDƏRİCAT

GİRİŞ	3
I FƏSİL. QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINDA MALİYYƏ-KREDİT İNSTİTUTLARININ FƏALİYYƏTİNİN NƏZƏRİ -METODOLOJİ ƏSASLARI	
1.1.Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və fəaliyyəti məsələlərinə nəzəri yanaşmalar.....	11
1.2.Qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin metodoloji prinsipləri və mexanizmləri.....	33
1.3.Qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti və inkişafı sahəsində beynəlxalq təcrübə	54
II FƏSİL. AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ VƏ MALİYYƏ-KREDİT İNSTİTUTLARININ FƏALİYYƏTİNİN MÜASİR VƏZİYYƏTİNİN TƏHLİLİ VƏ QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ	
2.1.Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dinamikasının təhlili.....	67
2.2.Milli fond bazarının infrastrukturunun inkişaf səviyyəsinin və müasir vəziyyətinin qiymətləndirilməsi.....	78
2.3. Ölkənin qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin əsas problemləri.....	87
III FƏSİL. AZƏRBAYCANIN QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINDA MALİYYƏ-KREDİT İNSTİTUTLARININ FƏALİYYƏTİNİN İNKİŞAF PERSPEKTİVLƏRİ	
3.1.Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarı infrastrukturunun səmərəli fəaliyyət mexanizmlərinin işlənilib hazırlanması.....	98
3.2.Fond bazarının dövlət tənzimlənməsi mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi yolları.....	107
3.3.Milli qiymətli kağızlar bazarının inkişafında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin prioritet istiqamətləri.....	117
NƏTİCƏ	132
İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT	140

GİRİŞ

Tədqiqat mövzusunun aktuallığı. Azərbaycan Respublikasının iqtisadi inkişafının əsas prioritetlərindən biri onun maliyyə bazarlarının səmərəli fəaliyyətidir və bunun reallaşdırılması birbaşa olaraq maliyyə sisteminin təşkilati strukturunun xüsusiyyətlərindən asılıdır. Öz növbəsində, hər bir dövlətin maliyyə sisteminin əsas tərkib elementləri bank sektoru və qiymətli kağızlar bazarıdır. Bu bazarın özünəməxsus institusional cəhəti-maliyyə bazarının bu segmentində fəaliyyət göstərən peşəkar iştirakçıları və dövlət orqanları tərəfindən yaradılmış infrastruktur elementləri kimi çıxış etməsidir.

Belə ki, Azərbaycan fond bazarının ahəngdar və yüksək səmərəli fəaliyyətini təmin etmək üçün zəruri islahatlar və dəyişikliklərin həyata keçirilməsi və səmərəli maliyyələşdirmə mənbələrinin axtarışına xüsusi diqqət yetirmək lazımdır. Bunun üçün qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının inkişafı və fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi prosesinin stimullaşdırılması zəruridir.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarının tərkibinə gəldikdə, maliyyə bazarının bu segmentində hələlik yalnız bank kapitalının üstünlük təşkil etməsi haqqında danışmaq olar. Nəticədə, məhz kommersion bankları bu bazarda öz peşəkar fəaliyyəti çərçivəsində, hər şeydən əvvəl, onun infrastruktur elementlərinin ahəngdar fəaliyyətinin təmin edilməsində maraqlı olmalı, buna görə də lazımı dəyişikliklərin əsas təşəbbüskarlarından biri kimi hərəkət etməli və bütövlükdə Azərbaycan Respublikasının maliyyə bazarının yüksək inkişaf səviyyəsini təmin etmək üçün səmərəli maliyyələşdirmə mənbələri təqdim etməlidir.

Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarı müasir mərhələdə həm məzmun, həm də strukturunun yenidən təşkili baxımından transformasiya dövrünü yaşayır. O, milli iqtisadiyyatın və dünya təsərrüfatının qarşılıqlı əlaqəli bazar mexanizmləri sisteminə qoşulur. Eyni zamanda qiymətli kağızlar bazarı əhəmiyyətli qloballaşma amillərindən biri olmaqla milli sistemləri birləşdirir və qayda - qanunların standartlaşdırılmasına kömək edir.

İqtisadi sərhədlərin açılması, əmtəə və xidmətlərin, kapitalın sərbəst hərəkətinin

baş verdiyi beynəlxalq bazarlara daxil olması Azərbaycan müəssisələrinə öz inkişafı üçün investisiya cəlb etmək imkanı verdi.

Digər tərəfdən, bazar islahatları nəticəsində ölkədə yaranan çoxsaylı banklar arasında, demək olar ki, heç bir özəl investisiya bankı yoxdur və kommersiya bankları tərəfindən təklif olunan kreditlər üzrə faizlər iqtisadi inkişafın hərəkətverici qüvvəsi kimi çıxış etmir.

Beləliklə, bu dissertasiya çərçivəsində araşdırılan problemin aktuallığı aşağıdakılarla şərtlənir:

- Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçıların fəaliyyətinin nəzəri əsaslarını sistemləşdirmək, habelə Azərbaycanın fond bazarının xüsusiyyətlərini öyrənərkən dünya təcrübəsində mövcud olan fond bazarı modellərinə metodoloji yanaşmaları ümumiləşdirmək zərurəti;

- Azərbaycanın fond bazarının infrastrukturunun fəaliyyət mexanizminin inkişafı və təkmilləşdirilməsinin strateji istiqamətləri üzrə vahid konsepsiyanın olmaması səbəbindən onun inkişafı ilə bağlı problemlərin yetərinə işlənməməsi;

- qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun inkişafına peşəkar iştirakçıların kapitalının cəlb edilməsi mexanizmlərinin işlənilib hazırlanması məqsədilə fond bazarında peşəkar iştirakçıların praktiki fəaliyyətinin hərtərəfli təhlilini aparmaq zərurəti.

Azərbaycanın fond bazarının inkişaf xüsusiyyətlərini araşdırarkən, milli iqtisadiyyatda böhran meyllərinin kəskinləşməsini, xammal ixracından asılılığın yüksək səviyyəsini, maliyyə sisteminin xarici amillərə həssaslığı və investorların mühafizəsi proqramlarının əksəriyyətinin səmərəlilik səviyyəsinin aşağı olmasını nəzərə almaq lazımdır.

Milli fond bazarının sürətli inkişafı - yalnız nəzəri deyil, ilk növbədə, ölkə üçün praktiki əhəmiyyət kəsb edən məsələdir.

“2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” nı nəzərdə tutan Dövlət Proqramının əsas məqsədi - beynəlxalq standartlara cavab verən, müasir, iqtisadiyyata geniş kapitalizasiya imkanlarını təqdim edən, habelə səmərəli fəaliyyət və risklərin idarə edilməsi mexanizminə malik olan qiymətli

kağızlar bazarının formalaşdırılmasından ibarət olmuşdur.

Azərbaycan Respublikası Prezidenti tərəfindən 6 dekabr 2016-cı ildə imzalanmış Fərmana əsasən “Azərbaycan Respublikasında Maliyyə Xidmətlərinin İnkişafına Dair Strateji Yol Xəritəsi” ndə 2-ci strateji hədəf kimi məhz maliyyə bazarlarının inkişafı nəzərdə tutulur. Göstərilən hədəf çərçivəsində prioritet olaraq maliyyə vasitəçiləri və emitentlər üçün əlverişli mühitin yaradılması əsaslandırılır.

Bütün bu şərtlər, eləcə də maliyyə sisteminin inkişafı üçün daha effektiv prioritetləri axtarmaq zərurəti tədqiqat mövzusunun aktuallığını müəyyənləşdirmişdir.

Problemin öyrənilmə səviyyəsi. Maliyyə bazarlarının və qiymətli kağızlar bazarının inkişafının nəzəri və metodoloji bazası, həmçinin qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının təşəkkülü və inkişaf problemləri yerli və xarici alimlərin diqqətini daim cəlb etmişdir. Müasir Azərbaycanda sözügedən problemlərə həsr olunmuş ilk elmi işlər idarəetmənin inzibati - təsərrüfat formasından imtina edildikdən sonra, xüsusi mülkiyyət, qiymətli kağızlar və bazarın yaranması ilə meydana çıxmışdır. Maliyyə, bank-kredit sistemi, milli iqtisadiyyatın investisiyalaşdırılması və maliyyələşdirilməsi məsələləri və bu prosesdə müxtəlif maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyəti və inkişafının bir çox aspektləri aşağıdakı azərbaycan iqtisadçıları tərəfindən tədqiq edilmişdir: X.S.Abdullayev, R.E.Abdullayev, Z.F.Məmmədov, L.V.Abişlı, M.Ə.Daşdəmirov, B.S.Əhmədov, M.A.Əhmədov, R.M.Əkbərov, A.E.Kərimov, S.A.Hacıyeva, R.A.Həsənov, M.O.İbrahimova, Z.H.İbrahimov, A.X.İsmayılov, E.Q.İsmaylov, F.X.Kazımov, F.Ş.Kaşiyeva, A.S.Qasımov, F.M.Quliyev, R.A.Quliyev, İ.N.Məmmədov, G.Q.Məmmədova, C.B.Namazova, M.M.Sadıqov, E.A.Rzayev, Z.A.Şəkəraliyeva, N.M.Vahabzadə, P.A.Vəliyev, A.Y.Yahyayeva və s.

Həmçinin maliyyə bazarlarının fəaliyyəti və inkişafı problemləri və burada maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyəti aspektləri yerli iqtisadçılardan R.H.Abbasov, D.A.Bağirov, R.A.Həsənov tərəfindən araşdırılmışdır. Qiymətli kağızlar bazarının inkişafının təşkilatı-iqtisadi mexanizmləri və onun iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi və investisiyalaşdırılması proseslərinə təsiri aspektləri A.H.Abbasov, R.S.Hacıyev, N.N.Qaraxanov, Y.Ə.Məmmədov, E.M.Musayev, Z.Ə.Nuriyev, E.M.Sadıqov,

S.S.Tağızadə tərəfindən geniş tədqiq edilmişdir.

Dünyanın görkəmli iqtisadçıları R.Kouz, D.Nort, T.Veblen, eləcə də onun ardıcılıları və tələbələri - G. Adams, K. Eyrş, J. K.Helbreyt kimi alimlərin əsərlərində bu istiqamətdə institusional nəzəriyyə çərçivəsində bəzi məsələlər nəzərdən keçirilmişdir. Qiymətli kağızlar bazarının təşkili ilə bağlı məsələlər S.C.Anderson, J.L.Arcand, E. Berkes, E.Davey, E.Friend, İ.Fisher, M.Feldsteyn, M.J.Gordon, J.Hirşleyfer, J.Klark, T.Rybkinski, V.Mau, U.Panizza, B.Zorsten, J.B.Uilliams və s. kimi alimlər tərəfindən araşdırılmışdır.

Postsovet ölkələrinin iqtisadçılarından U.Abdinasırov, A.Abramov, P.V.Alekseyev, A.U.Albekov, E.V.Aristova, S.V.Bekareva, V.E. Bessarabov, T.B.Vilkova, A.V.Qetmanova, V.B.Qoroşenko, E.B.Dorina, N.A.Jarnikova, E.A.Zavyalova, N.A. Zvyaqinseva, A.P.İvanov, K.V.İvanova, B.A.Kartaşov, A.A. Kilyaçkov, N.B.Kozlov, N.V.Kruqlova, Y.V.Laxno, E.V.Matveyev, A.A. Povlova, A.Radıkin, F.M.Topsaxalova, A.İ.Xorev, A.Şemetov, M.Çernov və s. kimi alimlər də qeyd edilən problemlərlə bağlı tədqiqatlar aparmışlar.

Eyni zamanda, sözügedən problemlərin araşdırılmasında mövcud nəaliyyətlər heç bir şəkildə onların aktuallığını azaltmır. Lakin, Azərbaycanda sahə idarəçiliyindəki mövcud çətinlikləri və iqtisadi böhran tendensiyalarının gücləndiyi şəraiti nəzərə alaraq, səmərəli fəaliyyət göstərən və müasir tələblərə cavab verən maliyyə bazarının formalaşdırılması məqsədilə Azərbaycan iqtisadiyyatını xarakterizə edən xüsusiyyətlər çərçivəsində fond bazarının məzmun və strukturunun nəzəri və metodoloji məsələlərinin, maliyyə-kredit institutlarının inkişaf dinamikasının, onların inkişafı ilə bağlı elmi cəhətdən əsaslandırılmış strateji prioritetlərin müəyyən olunması istiqamətində kompleks-sistemli tədqiqatların aparılmasına ehtiyac duyulur. Qeyd olunan məqamlar dissertasiya mövzusunun aktuallığını bir daha təsdiq edir və onun seçilməsini şərtləndirən amillər kimi çıxış etmişdir.

Dissertasiya işinin məqsəd və vəzifələri. Dissertasiya tədqiqatının məqsədi qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişafının elmi əsaslarının tədqiqi və bu bazarda maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyət göstəricilərinin təhlili əsasında milli qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının perspektiv inkişaf

istiqlamətlərinin və onların fəaliyyətinin səmərəliliyinin artırılması yollarının müəyyən olunmasından ibarətdir.

Bu məqsədə çatmaq üçün qarşıya aşağıdakı **vəzifələr** qoyulmuş və yerinə yetirilmişdir:

- qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti problemlərinə nəzəri yanaşmaları kompleks-sistemli şəkildə tədqiq etmək;
- qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyət mexanizmlərini təhlil etmək və metodoloji prinsiplərini müəyyən etmək;
- qiymətli kağızlar bazarının təşəkkülü və inkişafı sahəsində beynəlxalq təcrübənin təhlili;
- Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dinamikasını təhlil etmək;
- qiymətli kağızlar bazarının müasir vəziyyətini qiymətləndirmək;
- ölkənin fond bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyəti sahəsində mövcud problemləri üzə çıxartmaq;
- milli qiymətli kağızlar bazarının inkişaf perspektivlərini və prioritetlərini müəyyən etmək;
- qiymətli kağızlar bazarının əsas iştirakçıları kimi maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi yollarını müəyyən etmək;
- ölkənin qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının rolunun gücləndirilməsi üzrə tədbirlər planı işləyib hazırlamaq.

Tədqiqatın obyektini və predmeti. Tədqiqatın **obyektini** qiymətli kağızlar bazarlarının fəaliyyət mexanizmi və Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyət xüsusiyyətləri təşkil edir.

Tədqiqatın predmetini Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının təşəkkülü və inkişafı prosesində bazar iştirakçıları arasında meydana çıxan münasibətlər sistemi təşkil edir.

Tədqiqatın nəzəri bazasını neoklasik, monetarist, keynsçi, institusional iqtisadi nəzəriyyə məktəblərinin müddəaları, dissertasiya mövzusunə dair yerli və xarici alimlərin tədqiqatlarının nəticələri təşkil edib.

Tədqiqatın metodoloji bazası təhlil-sintez, induksiya-deduksiya, müqayisəli

təhlil, statistik qruplaşdırma, struktur təhlil, ümumiləşdirmə, empirik təhlil metodlarına əsaslanır.

Tədqiqatın məlumat bazasını Azərbaycanın maliyyə sektorunun və qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti ilə bağlı normativ-hüquqi aktlar, Azərbaycan Mərkəzi Bankının, İqtisadiyyat Nazirliyinin və beynəlxalq statistik və reyting agentliklərinin hesabat materialları təşkil edir

Dissertasiyanın elmi yeniliyi qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinin konseptual əsaslarının ümumiləşdirilməsi, bu bazarda maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin müasir vəziyyətinin təhlili və qiymətləndirilməsi əsasında Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının inkişafının prioritet istiqamətlərinin müəyyən edilməsindən və fond bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi və səmərəliliyinin artırılması üzrə elmi və praktiki baxımdan əsaslandırılmış təkliflərin işlənilib hazırlanmasından ibarətdir.

Bu baxımdan, *nəzəri, elmi və praktiki aspektlərdə*:

- qiymətli kağızlar bazarı fəaliyyətinin nəzəri əsaslarının konseptual ümumiləşdirilməsi aparılmış və “investisiya fondu”, “investisiya şirkəti”, “investisiya bankı”, “fərdi investor”, “institusional investor” anlayışlarının kateqoriya – anlayış aparatı tamamlanaraq dəqiqləşdirilmişdir;

- qiymətli kağızlar bazarının təşəkkül tapmış müxtəlif modelləri çərçivəsində maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyət xüsusiyyətləri və metodoloji prinsipləri üzə çıxarılmışdır;

- ayrı-ayrı ölkələrin qiymətli kağız bazarlarının inkişaf tendensiyaları və Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf modelinin xüsusiyyətləri müəyyən edilmişdir;

- ölkənin qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsini əks etdirən göstəricilərin təhlili əsasında onun müasir inkişaf səviyyəsi müəyyən edilmişdir;

- xarici ölkələrlə Azərbaycanın fond bazarının müqayisəli təhlili aparılmış və milli fond bazarının müasir vəziyyətinin qiymətləndirilməsi həyata keçirilmişdir;

- ölkənin qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin səmərəliliyi qiymətləndirilmiş və onun inkişafı qarşısında duran əsas problemlər

aşkara çıxarılmışdır;

- Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun inkişaf perspektivləri müəyyən olunmuşdur;

- milli fond bazarının dövlət tənzimlənməsi mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri müəyyən edilmişdir;

- ölkənin qiymətli kağız bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin səmərəliliyinin artırılması üzrə təkliflər işlənib hazırlanmışdır;

Tədqiqatın nəzəri və praktiki əhəmiyyəti ondan ibarətdir ki, əldə edilmiş nəticələr və hazırlanmış tədbirlər kompleksi Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının nəzəri və metodoloji təşkilati aparatlarını inkişaf etdirir və tamamlayır. Elmi aparat, müəllif tövsiyələri və metodologiyaları praktik əhəmiyyətə malikdir və Azərbaycan Respublikasının maliyyə sisteminin tənzimlənməsi üçün məsul olan dövlət orqanları tərəfindən istifadə edilə və Azərbaycan maliyyə bazarının inkişaf strategiyası dəqiqləşdirilərkən nəzərə alınə bilər. Dissertasiya materialları ali təhsil müəssisələrinin bakalavr və magistratura səviyyəsində tədris etdikləri fənlər üzrə tədris və metodiki materialların hazırlanmasında və təkmilləşdirilməsində istifadə edilə bilər.

Tədqiqat işinin nəticələrinin aprobeasiyası. Dissertasiya işinin əsas müddəə və nəticələri, müəllifin çıxış etdiyi beynəlxalq və respublika səviyyəli elmi-praktiki konfranslarda, elmi və metodik seminarlarda məruzə edilmişdir.

Dissertasiya mövzusu üzrə xarici və yerli elmi jurnallarda 11 elmi məqalə nəşr edilmişdir. Bunlardan “Основные проблемы и перспективы развития банковской системы Турции” (IX Международная научно-практическая конференция Минск, 18-19 апреля 2013), Qiymətli kağız bazarının inkişafında peşəkar iştirakçılarının fəaliyyəti: təhlil və qiymətləndirmə (Bakı, 2014), Qiymətli kağızlar bazarında makro və mikro iqtisadi təhlilin əsasları: nəzəriyyə və praktika (Bakı, oktyabr-dekabr 2016), Maliyyə bazarlarının vəziyyətinə təsir edən makroiqtisadi göstəricilərin təhlili (Lənkəran, 2016), Роль рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе: анализ и оценка (Москва, 2017), Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında investisiya banklarının iştirak perspektivləri (Bakı, iyul

2018), Milli fond bazarının dövlət tənzimlənməsi mexanizminin təkmilləşdirilməsi yolları (Bakı, 2019 Azərbaycan və Türkiyə Universitetləri: təhsil, elm və texnologiya" I Beynəlxalq elm-praktiki konfrans) və s. göstərmək olar

Dissertasiya işinin nəticə və təklifləri "Muğanbank" ASC-yə göndərilmiş və gələcəkdə istifadə üçün qəbul edilmişdir (M/01-2446).

Dissertasiya işinin strukturu və həcmi. Dissertasiyanın strukturu tədqiqatın məqsədi və qarşıya qoyulmuş vəzifələrilə müəyyən olunur. Dissertasiya işi giriş (15591 işarə), üç fəsil (I fəsil – 101045 işarə, II fəsil – 92796 işarə, III fəsil – 61777 işarə), nəticə (6409 işarə), Azərbaycan, rus və ingilis dillərində olan ədəbiyyat siyahısından və qəbul edilmiş standartlara uyğun 155 səhifədən ibarətdir.

I FƏSİL. QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINDA MALİYYƏ-KREDİT İNSTITUTLARININ FƏALİYYƏTİNİN NƏZƏRİ-METODOLOJİ ƏSASLARI

1.1. Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və fəaliyyəti məsələlərinə nəzəri yanaşmalar

Hazırda, yerli və xarici ədəbiyyatlarda istifadə olunan fond bazarı, qiymətli kağızlar bazarı, fond qiymətləri, fond birjalı və s. kimi ifadələr mövcuddur. Bu işin mövzusu ilə bağlı ədəbiyyatların xülasəsinə həsr olunmuş fəsilə keçməzdən əvvəl, aydınlaşdırmaq lazımdır ki, bu terminlər hansı məzmununda və nə üçün istifadə olunacaq. Bu iş çərçivəsində "fond bazarı" və "qiymətli kağızlar bazarı" ifadələri sinonimlər kimi istifadə olunacaq, eyni zamanda, bu anlayışların yaxın, lakin eyni olmadığını hesab edən alimlər də var [102]. Bizim fikrimizcə, bu terminlər ingilis ifadələri olan "stockmarket" və "equitymarket" in sinonimləri və analoqlarıdır. Sonuncu ifadə ingilis dilindən "fond bazarları" kimi tərcümə olunmasına baxmayaraq, elmi - tədqiqatla məşğul olanların, peşəkar iştirakçıların istifadəsində bu, qiymətli kağızlar bazarı kimi nəzərdə tutulur.

Fond bazarının fəaliyyətinin nəzəri və metodoloji aspektlərinin təhlilinə gəlincə, qeyd etmək lazımdır ki, yerli və xarici elmin ənənələrində onun infrastruktur elementlərinin fərqli tipologiya və təsnifatlarda araşdırılması qəbul olunmuşdur. Yerli mənbələrin təhlili, ilk növbədə, qiymətli kağızlar bazarında iştirakçılara aid bir sıra ümumiləşdirmələr aparmağa imkan verir. Belə ki, nəzəriyyədə onların fond bazarında rolu və yerinin bölgüsü son dərəcə geniş yayılmışdır. Buna uyğun olaraq, qiymətli kağızlar bazarının iştirakçıları emitentlər, investorlar, peşəkar iştirakçılar, özünü tənzimləyən təşkilatlar, dövlətdir [105, s.36.]. Bazarda iqtisadi davranış və ya fəaliyyət xüsusiyyətindən asılı olaraq bazar subyektlərini emitentlərə, investorlara və infrastruktur institutlarına; dövlət, əhali və institusional iştirakçılara [92, s.28], eləcə də fəaliyyət növü üzrə dövlət, peşəkar və fərdi iştirakçılara [72, s.21] bölməklə təsnifatı aparılan metodoloji yanaşmalar mövcuddur.

Nəzəri mənbələrin tədqiqi qiymətli kağızlar bazarında iştirakçıların təsnifatına ön meyarları nəzərə alan yanaşmanın mövcudluğunu göstərir [131, s.184].

Bu yanaşma ilə qiymətli kağızlar bazarında iştirak edən vahid sistem müəyyənləşdirilmişdir, onlara aiddir: satıcılar (emitentlər və qiymətli kağız sahibləri); investorlar; peşəkar fond vasitəçiləri (brokerlər, dilerlər və qiymətli kağız menecerləri); qiymətli kağızlar bazarına xidmət göstərən təşkilatlar (qiymətli kağızlar bazarında ticarətin təşkilatçıları, qeydiyyatçılar, depozitarilər), dövlət tənzimləmə və nəzarət orqanları.

Peşəkarlıq meyarı üzrə təsnifat, peşəkar və qeyri-peşəkar bazar iştirakçılarının mövcudluğunu nəzərdə tutur [96, s.112]. Qeyri-peşəkar iştirakçılara fiziki və hüquqi şəxslər, eləcə də dövlət daxildir; onların hamısı bazarda emitentlər, investorlar, habelə öz səlahiyyətləri daxilində qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsini həyata keçirən dövlət orqanları kimi çıxış edirlər. Peşəkar iştirakçılar kimi, konkret ölkənin mövcud qanunvericiliyi ilə müəyyən edilən qaydada fond bazarında peşəkar fəaliyyət növlərindən birinin həyata keçirilməsi üçün xüsusi olaraq yaradılmış subyektlər nəzərdən keçirilir. Eyni zamanda, peşəkar iştirakçıların qrupuna maliyyə vasitəçiləri, özünü tənzimləyən təşkilatlar, infrastruktur kimi müxtəlif subyektlər daxildir.

Yuxarıda göstərilənləri yekunlaşdıraraq, hesab edirik ki, fond bazarının subyektləri üç səviyyədə təsnif edilə bilər ki, bu da onların bu və ya digər iştirakçılar qrupuna mənsubluğunu hərtərəfli və çoxmeyarlı şəkildə nəzərdən keçirməyə imkan verəcəkdir.

Birincisi, fond bazarında fəaliyyət məzmununa və roluna əsasən. Təsnifatın bu meyarına uyğun olaraq, fond bazarı iştirakçılarının tərkibinə bazar əməliyyatlarında iştirak edən, qiymətli kağız dövriyyəsinin bütün tsiklinin həyata keçirilməsini təmin edən, fond bazarına tənzimləyici təsir göstərən şəxslər daxil olunur.

Bu səviyyədə aşağıdakı elementləri ayırmaq olar:

- qiymətli kağızların emitentləri (dövlət, yerli və bələdiyyə orqanları, hüquqi şəxslər);
- investorlar (dövlət, fiziki və hüquqi şəxslər);

- fond bazarının peşəkar iştirakçıları (investisiya vasitəçiləri-qiymətli kağız tacirləri, etibarlı cəmiyyətlər və s.; qiymətli kağızlar bazarının infrastruktur iştirakçıları - fond birjalari, ticarət informasiya sistemləri, depozitarilər, saxlayıcılar, qeydiyyatçıları);

- fond bazarının peşəkar iştirakçılarının özünü tənzimləyən təşkilatları;

- qiymətli kağızlar bazarında dövlət tənzimlənməsi və nəzarətini həyata keçirən orqanlar (öz səlahiyyətləri daxilində xüsusi səlahiyyətli orqanı və dövlət orqanlarının bütün sistemi).

İkincisi, fond bazarı iştirakçıları tərəfindən həyata keçirilən funksiyalara əsasən: Bu əlamətə uyğun olaraq birbaşa və dolaylı iştirakçıları vurğulamaq mümkündür. Fond bazarının birbaşa iştirakçılarına bazarda maliyyə alətləri dövriyyəsinin həyata keçirilməsində və təmin edilməsində iştirak edən şəxsləri daxil etmək lazımdır. Belə iştirakçılar emitentlər və investorlar (geniş mənada qeyri-peşəkar satıcılar və alıcılar), eləcə də qiymətli kağızların dövriyyəsi üzrə fəaliyyəti peşəkarlıq əsasında həyata keçirən şəxslər, yəni peşəkar satıcılar olurlar. Dolaylı iştirakçılara qiymətli kağızlar bazarını tənzimləyən və nəzarət edən orqanlar aid edilə bilər. Bunlar dövlət orqanları və özünü tənzimləyən təşkilatlardır.

Üçüncüsü, fəaliyyətin xarakterindən asılı olaraq, birbaşa iştirakçılar, öz növbəsində, peşəkar (investisiya vasitəçiləri və infrastruktur iştirakçıları) və qeyri-peşəkarlara (emitentlər və investorlar) bölünürlər.

Bizim fikrimizcə, təklif olunan üç mərhələli təsnifat gələcəkdə müvafiq iqtisadi münasibətlərdə iştirak üçün məzmunu, tədbirləri və əsaslarını müəyyən etmək, habelə fond bazarında şəxslərin müəyyən kateqoriyalarının rolunu aydınlaşdırmaq imkanı verir.

Tədqiqatçılar dövlətin qiymətli kağızlar bazarında əsas vəzifəsini mövcud bazarın innovasiya inkişafının məqsədləri üçün investisiyaların cəlb edilməsinə şərait yaradan geniş əhatəli, rəqabətli və səmərəli fəaliyyət göstərən bazarın formalaşdırılması kimi müəyyən edirlər [35 , s.153].

Ayrı-ayrı iştirakçıların, xüsusilə də dövlətin eyni zamanda bir neçə rolda çıxış edə biləcəyi xarakterikdir. Bu, ilk növbədə, onunla şərtlənir ki, dövlət fond bazarının

formalaşması və fəaliyyətində bir tərəfdən investorların, xüsusən də fiziki şəxslərin fond bazarında etimadının təmin edilməsi yolu ilə qiymətli kağız bazarının əsas funksiyalarının (əmanətlərin investisiyalara çevrilməsindən ibarət) həyata keçirilməsi üçün şəraitin yaradılması iştirakçısı sayılır [74, s.13-34]; digər tərəfdən fond bazarını tənzimləyir və investorların maraqlarının qorunması, makroiqtisadi sabitliyin təmin edilməsi, qiymətli kağız bazarı infrastrukturunun ən vacib elementlərinin fəaliyyətinin təmin edilməsi məqsədilə iqtisadi təhlükəsizlik sisteminin yaradılmasında iştirak edir. Bundan əlavə, dövlət birbaşa iştirakçı kimi çıxış edə bilər: məsələn, dövlət borc istiqrazlarını buraxaraq emitent və ya problemlə bankların korporativ hüquqlarını, səhmlərini əldə edən investor kimi. Bu halda, dövlətin artıq sadalanan subyektlər şəklində çıxış etməsi səbəbindən onu fond bazarının ayrıca bir subyekti kimi ayırmağa ehtiyac yoxdur. Onun xüsusi rolu özünü onda göstərir ki, dövlət və digər subyektlər arasında münasibətlər tənzimləyici təsir zamanı inzibati xarakter daşısa da, onlar eyni vaxtda bütövlükdə bazarın fəaliyyətinin həyata keçirilməsinə və təmin edilməsinə yönəldilmişdir, dövlət isə bəzi hallarda fond bazarında təsərrüfat əlaqələrinin birbaşa iştirakçısına çevrilir. Bununla yanaşı, əsasən özəl qanuna olan marağı nəzərə alaraq, gələcəkdə emitentlərin, investorların və qiymətli kağız bazarının peşəkar iştirakçılarının fəaliyyətinin bəzi düzgün aspektləri barədə ətraflı məlumat vermək vacibdir.

Xarici təcrübəyə nəzər salsaq, dövlətin tənzimləyici rolu, bir qayda olaraq, daha aydın şəkildə əsaslandırılır. Məsələn, ABŞ Qiymətli Kağızlar Komissiyası, öz missiyasını "investorları qorumaq, ədalətli, səmərəli və məhsuldar bazarları dəstəkləmək, kapitalın formalaşmasına imkan yaratmaq" kimi ifadə edir. SEC QKB-nin əsas iştirakçılara, o cümlədən fond birjalarına, brokerlər və dilerlərə, investisiya məsləhətçilərinə, paylı investisiya fondlarına nəzarət edir. İlk növbədə, SEC ədalətli biznes təcrübələrinin saxlanılması və fırıldaqçılıqdan qorunması ilə bağlı mühüm bazar məlumatlarının açıqlanmasını təşviq edir [188].

Eyni zamanda, ABŞ fond bazarına münasibətdə obstruktiv iqtisadi şəraitdə dövlətin səmərəliliyi kifayət qədər məhdud sayılır. Bu yanaşmanın ənənəsi 1929-1933-cü illərin böhranı (Böyük Depressiya) nəticəsində formalaşdırılmışdır və 2008-

2009-cu illərin böhran hadisələrindən sonra gücləndirilmişdir [162]. ABŞ azad bazar iqtisadiyyatına malik olan bir ölkə olduğundan, nəzəri cəhətdən, bazarın maksimumu və minimumu yalnız tələb və təkliflə nizamlanmalıdır. Azad bazar nəzəriyyəsinə görə, dövlət bazarın təbiətinin özünü tənzimləməsinə imkan verməlidir və müdaxilə etməməlidir. Eyni zamanda, fond bazarına birbaşa müdaxilə etmədən, ABŞ hökuməti, məsələn, pul siyasəti alətlərindən istifadə edərək, maliyyə bazarlarına qismən təsir göstərməyə qadirdir.

Müqayisə üçün, Avropa ölkələrindən birində, məsələn, Almaniyada dövlətin iştirak mexanizminin necə işlədiyi nəzərdən keçirilə bilər. 1908-ci ildə alim Emil Frennd öz (sonradan Çikaqo Universitetinin Siyasi İqtisadiyyat jurnalında dərc olunmuş [153, s.369-374]) məqaləsində, 19-cu əsrin sonlarında bir sıra yüksək səviyyəli bank saxtakarlığından sonra dövlət Alman bazarında iştirakçıların dövlətin qanuni müdafiə məsələsinə istinad edir. 1895-ci ildə xüsusi komissiyanın işi nəticəsində, Reyxstaq Komitəsi üç tezisə öz əksini tapa biləcək xüsusi bir islahat həyata keçirdi:

1. hər bir əməliyyatdan əhəmiyyətli depozit saxlamaq;
2. mübadilə iştirakçılarına fyuçer əməliyyatlarına görə məhdudiyyət qoymaq;
3. saxlanılan depozitləri qeydiyyatdan keçirmək.

Möhtəkirliyin qarşısını almaq üçün Alman hökuməti bütün treyderlərə qeydiyyatdan keçməsinə tələb edirdi. Eyni zamanda, Almaniyada, rəsmi səviyyədə, fond ticarətin "peşəkarlar" və "autsayderlər" arasında müqayisələr aparıldı və rəsmi qeydiyyatdan keçməmiş iştirakçılara qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatların aparılmasına icazə verilmədi. Qeydiyyata alınmayan iştirakçılar arasında fond qiymətliləri ilə bağlı ticarət əməliyyatlarının yetkinliyi üzrə mübahisələr bundan sonra bir neçə il davam etdi.

Hazırkı mərhələdə, AB-nin tərkib hissəsi olaraq, Almaniyada maliyyə bazarının tənzimlənməsi ilə bağlı qaydalar getdikcə sərtləşir. 2008-2009-cu illərin maliyyə böhranı ona gətirib çıxardı ki, milli maliyyə sisteminin və yeni dövlət borclarının dağılmasının qarşısının alınması və büdcədə gərginliyin aradan qaldırılması üçün Alman hökuməti rəhbərliyi müdaxiləni həyata keçirməli oldu. Beləliklə, Almaniya

iqtisadiyyatının və xüsusilə maliyyə bazarının dövlət tənzimlənməsi təcrübəsi göstərir ki, söhbət heç də iqtisadiyyatın dövlət tənzimlənməsinin gücləndirilməsindən deyil, dövlətin fəaliyyətinin səmərəliliyinin yüksəldilməsindən getməlidir [118].

Müasir şəraitdə iqtisadi təhlükəsizliyin təmin edilməsinin mühüm maliyyə-investisiya mənbələrindən biri də maliyyə vəsaitlərinin cəmlənməsi və zəruri istiqamətlər üzrə yönəldilməli olan qiymətli kağızlara investisiya qoyuluşlarının stimullaşdırılması, bazarın daha da inkişaf etdirilməsi istiqamətində müvafiq işlərin aparılması məqsədəuyğun olardı [61, s.143-144].

Ayrı-ayrı ölkələrdə qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsinin sərtlilik dərəcəsinin qiymətləndirilməsi məsələsinə gəldikdə, burada müxtəlif fikirlər mövcuddur. Bəzi müəlliflər iddia edirlər ki, müxtəlif ölkələrdə formalaşmış nəzarət və tənzimləmə sisteminin ciddi inteqrasiya olunmuş modeli institusional investorların inkişaf səviyyəsini tam olaraq nəzərə almır, qeyri-bank maliyyə təşkilatlarına həddindən artıq inzibati təzyiqlər riski yaradır və rəqabət mühitinin zəifləməsinə səbəb olur. Müəlliflərin fikrincə, bu problemlərin həlli üçün dövlət qurumları və maliyyə bazarının iştirakçıları tərəfindən ciddi səylər tələb olunur [65, s.33-49]. Bazar iştirakçılarının tiplərini nəzərdən keçirməyə davam etməklə, emitentlər kimi iştirakçıların bəzi xüsusiyyətləri üzərində dayanaq.

Beləliklə, Azərbaycan Respublikasının "Qiymətli kağızlar bazarında" qanuna əsasən, emitent özünün və ya ictimai hüquqi şəxsin adından, qiymətli kağızlar sahiblərinə bu qiymətli kağızlarla təmin edilmiş hüquqlardan istifadə etmək öhdəliyinə malik olan bir yerli hakimiyyət orqanıdır. Qiymətli kağız emitent tərəfindən əmtəə kimi fond bazarına çıxarılır, maliyyə-təsərrüfat fəaliyyətinin vəziyyəti və nəticələri onun keyfiyyətini müəyyənləşdirir. Lakin, qiymətli kağızlarını satışı qoymaqla, emitent bazardan çıxır. Fond bazarında onun daimi iştirakı ondan irəli gəlir ki, o öz adından qiymətli kağız investorları qarşısında onlar tərəfindən təsdiqlənmiş hüquqların həyata keçirilməsi üçün məsuliyyət daşıyır. Bundan əlavə, emitent qiymətli kağızların alışı və ya satışını həyata keçirir.

Emitentin bazarda fəaliyyətinin qiymətləndirməsi, ilk növbədə, onun buraxdığı qiymətli kağızların investisiya keyfiyyəti mövqeyindən həyata keçirilir.

Şübhəsiz ki, Azərbaycan emitentləri arasında lider dövlətdir. Dövlət qiymətli kağızlarının bu cür mövqeyinin mühüm amili onların statusudur. Birincisi, dövlət qiymətli kağızları kiçik risk səviyyəsinə malikdir, çünki səhmdar cəmiyyətindən və ya bankdan fərqli olaraq, iflasa baxmayaraq, dövlət həmişə öz öhdəliklərini yerinə yetirəcəkdir [90]. Qiymətli kağızlarla ticarətin dünya təcrübəsi bu qaydanı təsdiqləyir. İkincisi, dövlət qiymətli kağızları investorlar üçün əlverişli xüsusiyyətlərə malikdir: aşağı risklilik səviyyəsi olduqda, investor üçün yetərli gəlirə və likvidliyə malik olur.

Əlavə olaraq, qiymətli kağızlar buraxmaqla müxtəlif səviyyələrdə olan dövlət orqanlarının dəstəyindən istifadə edə biləcək qurumları və təşkilatları ayırmaq lazımdır.

Qrupda: emitent kimi fəaliyyət göstərən istehsal sahəsinin özəl müəssisələrini və səhmdar cəmiyyətlərini (korporasiyaları), bir tərəfdən özəlləşdirmə nəticəsində yaranmış (onlar aşağı gəlirlilik, şəffaflığın olmaması, informasiya qapalılığı, göstəricilərin zəif proqnozlaşdırılması və iqtisadi perspektivlərin qeyri-müəyyənliyi, qiymətli kağızların valyuta dəyərində əhəmiyyətli dəyişikliklər ilə xarakterizə olunur) [101, s.23], digər tərəfdən, yeni yaradılmış səhmdar cəmiyyətləri kimi ayırmaq olar.

Qeyri-istehsal sahəsində ilk növbədə, kredit sistemi, fond birjalrı, maliyyə strukturları, o cümlədən investisiya şirkətləri və investisiya fondları daxildir.

Nəzəri mənbələrin öyrənilməsi, ölkənin fond bazarında effektiv fəaliyyət üçün ümumi qaydaları formalaşdırmağa imkan verir [70, s.93]. Birincisi, qiymətli kağızların ünvanlılığı, yəni müəyyən bir investora yönləndirilməsi tələb olunur. İkincisi, qiymətli kağızların buraxılış vaxtının müəyyənləşdirilməsi məsələsini hazırlayarkən ölkədə maliyyə vəziyyətinin qiymətləndirilməsinə əsaslanmaq vacibdir. Üçüncüsü, qiymətli kağızların qarşıdakı emissiya dövründə emitentin və onun investisiya proqramının gələcək üstünlüklərini əks etdirmək tələb olunur. Dördüncüsü, emitentin statusunun artırılmasına imkan verən investorlar üçün xüsusi üstünlükləri vermək məsləhətdir. Bundan əlavə, fikrimizcə, emitentin özündən fond bazarına daxil olmanın məqsədəuyğunluğu və üstünlüklərinin dəqiq başa düşülməsi, şirkət üzərində nəzarətin saxlanılması, emitent şirkətin adekvat kapitallaşdırılması, potensial investorların mövcudluğuna əminlik tələb edilir.

Emitentlərin fond bazarına çıxışı müxtəlif məqsədlər ilə şərtlənir və aşağıdakı kimi qruplaşdırıla bilər:

- səhmlərin və istiqrazların emissiyası ilə həyata keçirilə bilən uzunmüddətli investisiya kapitalının cəlb edilməsi zərurəti;
- mübadilə istiqrazlarının, valyuta veksellərinin buraxılışı yolu ilə həyata keçirilə bilən dövriyyə kapitalın cəlb edilməsi zərurəti;
- müəssisənin təşkilati və hüquqi formasının yenidən təşkili və ya onun səhmlərinin dəyişdirilməsi zərurəti;
- emitentin opsiyon buraxılışı vasitəsilə həyata keçirilə bilən korporativ idarəetmə mexanizmlərini həyata keçirmək zərurəti [70, s.91-95].

Bütün hallarda, institusional və ya fərdi ola biləcək investorları cəlb etmək lazımdır.

Fərdi investorlar öz vəsaitlərini investisiya edən hər hansı bir fiziki və hüquqi şəxsdir. Onlar hələ qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları olmayan investorlar kimi təyin oluna bilərlər. Müzakirə olunan proseslərdə fərdi iştirakçıların xüsusi yerləri barədə danışmağa imkan verən əsas xüsusiyyətlər aşağıdakılardır:

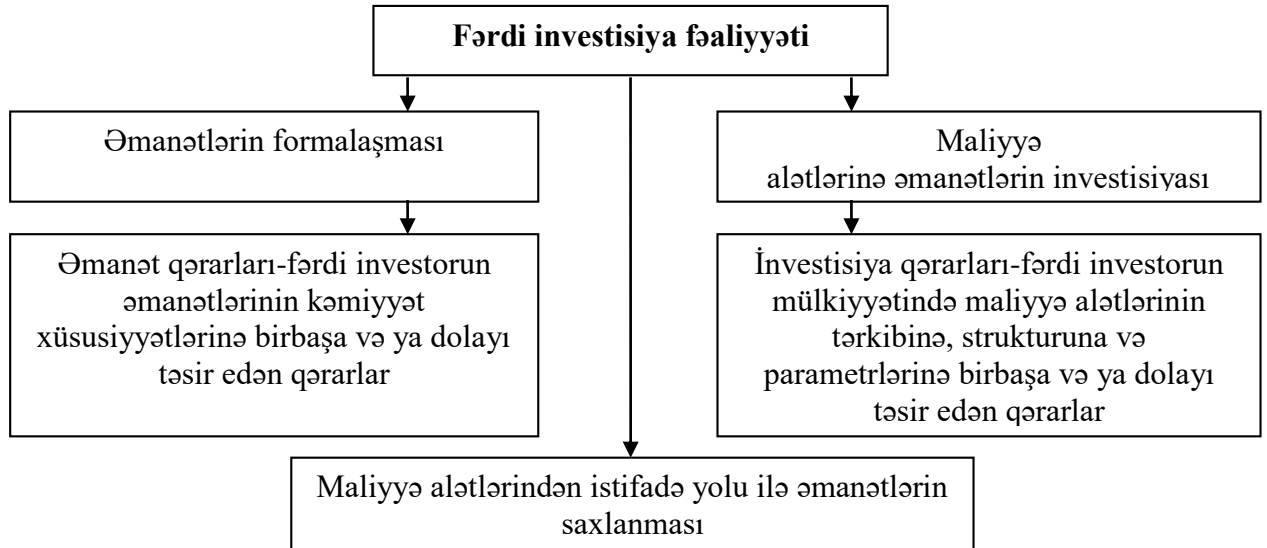
- ÜDM və milli gəlirin bölüşdürülməsi prosesində şəxslərin dominant rolu;
- bazar iqtisadiyyatında mülkiyyət əlaqələri sisteminin subyektləri kimi şəxslərin iştirakı.

İstənilən ölkənin iqtisadi inkişafının sürətlənməsi və müsbət dinamika alması onun müxtəlif sahələrinə investisiyaların cəlb edilməsindən birbaşa asılıdır. Bu amil müasir iqtisadi münasibətlər prosesində daha qabarıq hiss edilir [26, s.133].

Fərdi investorların fəaliyyəti əmanətlərin formalaşması prosesi və maliyyə bazarı alətlərinə investisiya prosesini əhatə edən çoxölçülü xarakter daşıyır. Bizim fikrimizcə, bütün bu qərarlar fərdi investisiya siyasətini müəyyən bir məqsəd və nəticələrə çatmaq üçün bir iqtisadi subyektin düşünülmüş fəaliyyəti kimi təsvir edir. Belə bir siyasət, maliyyə bazarında yığım və investisiyalara təsir göstərən bütün amilləri müəyyənləşdirmək və təhlil etmək imkanını nəzərdə tutur.

Bunun nəticəsi olaraq, maliyyə bazarında fərdi iştirakçıların investisiya fəaliyyəti onun iqtisadi funksiyaları və ev təsərrüfatı funksiyaları ilə əlaqəli olmalıdır.

Nəticədə fərdi investisiya fəaliyyəti iqtisadi fəaliyyətin bir hissəsi hesab edilə bilər ki, bu da müəyyən məqsədlərə nail olmaq üçün iqtisadi resurs bazarında və ya digər mənbələrdən təminat vasitəsilə əmanətlərin formalaşması və investisiyalar kimi istifadə edilməsi ilə bağlıdır. Sxematik olaraq bunu aşağıdakı kimi təsvir etmək olar (sxem 1.1.1).



Sxem 1.1.1 Fərdi investorların investisiya fəaliyyəti

Müasir iqtisadi ədəbiyyatda "institusional investor" anlayışının birmənalı elmi tərifi yoxdur. Yerli mənbələrdə institusional investorların mahiyyətinin birmənalı şəkildə müəyyən olunmaması səbəbindən, onların aydın təsnifatı da yoxdur.

Beləliklə, bəzi müəlliflər bu anlayışı investisiya institutları ilə müəyyənləşdirir, bir sıra alimlər isə institusional investorları maliyyə institutları ilə birləşdirirlər. Məsələn, İ.A. Blank öz işində institusional investoru, fərdi investorların vəsaitlərini yığan və investisiya fəaliyyətini həyata keçirən, qiymətli kağızlarla əməliyyatlarda ixtisaslaşmış bir peşəkar vasitəçi kimi, maliyyə vasitəçiliyi kimi müəyyən edir [75, s.41].

Rus alimi E.M. Jukovun fikrincə, investisiya institutlarına kommersiya banklarını aid etmək olmaz: o, bu anlayışa qiymətli kağızlar bazarında və kredit fəaliyyətinin digər sahələrində müxtəlif əməliyyatları həyata keçirən qeyri-bank kredit-maliyyə institutlarını daxil edir. Bunlar sığorta şirkətləri, pensiya fondları, kredit ittifaqları, investisiya fondları və investisiya şirkətləri, xeyriyyə fondları, maliyyə şirkətləri, etibarlı şirkətlərdir [91, s.54].

Bizim fikrimizcə, G.İ. İvanov tərəfindən verilmiş "institusional investor"

terminin şərhini onu daha dəqiq ifadə edir. O, bu anlayışı səhmdar kimi fəaliyyət göstərən bir maliyyə - kredit institutu, eləcə də əsas məqsədi öz vəsaitlərini və ya digər şirkətlərin vəsaitlərini investisiya etmək məqsədi ilə toplayan bir təşkilat kimi başa düşür (məsələn, pensiya fondları, investisiya şirkətləri, sığorta şirkətləri, banklar və s.) [95, s.124].

Müstəqilliyin ilk illərində Azərbaycanın fond bazarında fəaliyyət göstərən investisiya institutları kimi investisiya məsləhətçisi, investisiya şirkəti və investisiya fondu təsis edilmişdirsə, qiymətli kağızlar bazarının daha da formalaşması və inkişafı prosesində isə holding şirkətləri, maliyyə qrupları və maliyyə şirkətləri gəldikcə daha çox fərqlənməyə başlamışdır.

Göstərilənlərə əsasən və sahə terminologiyasında müəyyən edilmiş yanaşmaların olmaması səbəbindən hesab edirik ki, sonradan bu dissertasiyada istifadə ediləcək “institusional investor” anlayışına özümüzün tərifimizi vermək lazımdır. Biz hesab edirik ki, bu anlayışın ən uyğun tərifini belə müəyyənləşdirmək olar: institusional investor qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətində iştirak edən maliyyə vasitəçisi olan hüquqi və fiziki şəxsdir və onun köməyi ilə pul vəsaitləri olan müəssisələrdən maliyyə resurslarının yenidən bölgüsü planlaşdırılan layihələrin həyata keçirilməsi üçün bu pula ehtiyacı olanların xeyrinə əməliyyatlar aparır. Azərbaycanda müəyyən sayda investisiya institutları vardır ki, bunların da arasında ən böyük inkişafa banklar, daha az dərəcədə isə sığorta şirkətləri, investisiya şirkətləri, investisiya fondları və s. göstərə bilərik.

Çox sayda yerli və xarici elmi mənbələrin nəzərdən keçirilməsi əsasında, biz ümumi nəzəri təhlil üçün fond bazarında fəaliyyət göstərən investisiya institutlarının aşağıdakı tipologiyasından istifadəni təklif edirik. Qeyd edək ki, dünyanın müxtəlif ölkələrinin milli iqtisadi sistemlərinin və əsas siyasi və iqtisadi nəzəriyyələrin işlədilməsi şərtlərinin fərqli olması üzündən tipoloji yanaşmaların birləşdirilməsi çətinidir və bəzən peşəkar mülahizələrə çevrildiyindən çəşnəlik yarada bilər. Bununla belə, tipologiya zəruridir və yuxarıda qeyd olunan şərtlər və konvensiyalar nəzərə alınmaqla, onun variantını Cədvəl 1.1.1-də təklif edirik.

Fond bazarında fəaliyyət göstərən investisiya təşkilatlarının tipologiyası

№	İnvestisiya təşkilatının növü	Fəaliyyətin istiqaməti	Əlaməti	Növləri
1	Maliyyə Brokeri	Müştərinin hesabına və adından qiymətli kağızların satışı üzrə vasitəçilik xidmətlərinin göstərilməsi	Fəaliyyət növü	- birja brokerləri, - sığorta brokerləri, - dövlət brokerləri, - investisiya brokerləri, - qanunverici brokerlər və s.
			Maliyyə bazarı və maliyyə alətləri	- birjada ticarət edən brokerlər, - qiymətli metal bazarında ticarət edən brokerlər; - əmtəə bazarlarında ticarət edən brokerlər
			Forma	- depozit tipli maliyyə institutları (kommersiya bankları, əmanət təşkilatları və kredit ittifaqları); - müqaviləli əmanət qurumları; - digər maliyyə təşkilatları (maliyyə şirkətləri, investisiya bankları, girov və hedcinq fondları və s.).
2	İnvestisiya məsləhətçisi	Qiymətli kağızların buraxılması və dövriyyəsinə dair məsləhət xidmətlərinin göstərilməsi	İşin növləri	- yalnız investisiya layihələrinin ekspertizası üçün; - yalnız hüquqi xidmətlər və s.
			Fəaliyyət sahəsi	- yalnız dövlət sifarişlərində və hökumət səviyyəsində işləyir, - yalnız maliyyə brokerlərinin birləşməsi üzrə iş və s.
			Müştərilər	- pərakəndə məsləhətçilər, - institusional investorlar məsləhətçiləri və s.
3	İnvestisiya şirkəti	Qiymətli kağızların buraxılması və onların üçüncü şəxslərin lehinə yerləşdirilməsi üçün təminatların verilməsi	Kapital	- qiymətli kağızlarla əməliyyatlar üçün əsas kapitalla malik investisiya şirkətləri; - qiymətli kağızlarla əməliyyatlar üçün dəyişkən kapitalla malik investisiya şirkətləri; - əmlak əməliyyatları üçün investisiya şirkətləri
			Hüquqi forma	- korporativ investisiya fondları; - trastlar
4	İnvestisiya fondu	Öz qiymətli kağızlarını sətəraq kiçik investorların vəsaitlərinin yığılması	Tədbirlərin keçirilməsi qaydası	- açıq vəsait; bağlı vəsait; - interval tipli vəsaitlər
			Yaradılma müddəti	- sabit müddətli vəsait; - müddətsiz vəsaitlər
			Aktivlərin qadağan edilmiş və ya icazə verilən növləri və bu aktivlərə qoyulan investisiyaların maksimum dəyəri	- diversifikasiya edilmiş vəsaitlər; - qeyri-diversifikasiya edilmiş vəsaitlər.

Mənbə: Yerli və xarici elmi mənbələrin təhlili əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Bazar iştirakçılarının tipologiyasını təhlil etməyə davam edərkən, əlavə olaraq müasir Azərbaycanın hazırki şəraiti baxımından qeyd etmək lazımdır ki, "Qiymətli

kağızlar bazarı haqqında" Qanuna əsasən, qiymətli kağızlar bazarında aşağıdakı peşəkar iştirakçılar mövcuddur: broker, satıcı, menecer, əmanətçi, qeydiyyatçı, transfer agentləri [14].

Uğurla fəaliyyət göstərən birja bazarına malik olan ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, maliyyə vasitəçilərinin maliyyə brokerləri (vasitəçiləri), qiymətli kağızlar treydləri (dilerlər), investisiya fondları, investisiya şirkətləri, investisiya məsləhətçiləri və etibarlı şirkətləri kimi növləri mövcuddur [89, s.121]. Müvafiq daxili qanunvericiliyə görə, broker broker müqavilələri və ya komissiyalar əsasında müştərinin hesabına fəaliyyət göstərən şəxsdir. O, komissiyon mükafatı (brokeraj) – keçirilmiş birja əməliyyatının məbləğindən müəyyən faiz alır. Brokerlik əməliyyatları fərdi şəxslər, eləcə də böyük korporasiyalar və ya firmalar tərəfindən, əgər onlar mübadilə vasitəçiləri kimi çıxış edirlərsə həyata keçirilir.

Diler – bu sazişlərini onların qiymət təyin etmələrinin ictimai elanı əsasında özünün adından və özünün hesabına qiymətli kağızlar üzrə alqı-satqını aparən şəxsdir. Diler qiymətli kağızlar üzrə alqı-satqı ilə məşğul olan, öz adından hərəkət edən və öz hesabına fəaliyyət göstərən fond birjasının üzvü ola bilər. Satıcılar daha çox topdansatış və ya nadir hallarda pərakəndə ticarət vasitəçiləri ola bilərlər, öz adından və öz hesabına əməliyyatlar aparırlar. Satıcının mənfəəti satıcının və alıcının qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatlarda qiymətlərin fərqiindən, habelə qiymətli kağızların məzənnələrinin vaxta görə dəyişməsi səbəbindən fərqlənir.

Qiymətli kağızların idarə edilməsi üzrə fəaliyyət dedikdə, hüquqi şəxsin öz şəxsi adından istifadə etməsini, bu şəxsin mənfəətinə və ya bu şəxs tərəfindən göstərilən üçüncü tərəfə aid başqa bir şəxsin sahibi olduğu və ona məxsus olan müəyyən etibar müddətində mükafatlandırılması üçün qiymətli kağızlarla; qiymətli kağızlara investisiyalar üçün nəzərdə tutulmuş pul vəsaitləri ilə; pul və qiymətli kağızların idarə edilməsi prosesində əldə edilmiş qiymətli kağızlarla ödənişinin həyata keçirilməsi başa düşülür.

Qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçısı aşağıdakı ümumi tələblərə cavab verməlidir: Azərbaycanın Mərkəzi Bankı tərəfindən müəyyən edilmiş müəyyən dövlət kapitalına sahib olması, dövlətdə ixtisaslı mütəxəssislərin olması; müəyyən bir

hüquqi statusun olması; qiymətli kağızlar bazarında peşəkar fəaliyyət üçün lisenziyanın mövcudluğu və s.

İndi maliyyə vasitəçiliyinin əsas funksiyaları üzərində dayanmağı zəruri hesab edirik:

1) Cəmiyyət və fərdi müəssisə miqyasında onların bəzi əməliyyatlarda ixtisaslaşmasına görə müəyyən yığım imkanlarının verilməsi - Maliyyə strukturları bazar iqtisadiyyatının iqtisadi qanunları nəticəsində idarə olunan qarışıq idarəetmə mexanizmində, milli iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinə xidmət edən və dövlət və bazar tənzimləyicilərinin təsirinə məruz qalan vasitəçilər kimi vasitəçilik edirlər;

2) Sərbəst investisiya resurslarının cəlb edilməsi və onların istehsal sektoruna, xidmət sektoruna və s. istiqamətləndirilməsi - Eyni zamanda, maliyyə vasitəçiləri öz fəaliyyəti ilə iqtisadi prosesin struktur dəyişikliyinə və dinamikasına təsir göstərir;

3) İnvestisiya fəaliyyətinin həyata keçirilməsində risk səviyyəsinin azaldılması - Bu funksiya investisiyaların obyektlərini hər zaman qiymətləndirə bilməyən özəl investora aiddir;

4) Məsləhətçilik fəaliyyəti - Bir qayda olaraq, vasitəçilik strukturları müəssisələrə korporativ idarəetmənin müxtəlif tərəflərinin effektivliyinə toxunan öz məsləhətçi fəaliyyətiylə təsir göstərir. Bu, ölkəmizdə səhmdar cəmiyyətlərin formasını əldə edən, lakin belə təşkilati və iqtisadi biznes formasının idarə olunmasında kifayət qədər təcrübəyə malik olmayan özəlləşdirilmiş müəssisələr üçün xüsusilə əhəmiyyətlidir. Məsləhət fəaliyyəti kontekstində, bizim fikrimizcə, bazar məlumatlarının toplanmasını və istifadəsini tələb edən məlumat funksiyasına xüsusi diqqət yetirilməlidir.

Beləliklə, qiymətli kağızlar bazarında maliyyə vasitəçilərinin əhəmiyyətli rolu onların kiçik investorların pul vəsaitlərinin yığılmasının təmin edilməsi və səhmlərin fond bazarında yerləşdirilən investisiya resurslarına çevrilməsi ilə bağlıdır. Onların keyfiyyətli analitik xidmətləri onlara səmərəli investisiya qərarları qəbul etməyə və investisiya risklərini azaltmağa imkan verir. Bundan əlavə, maliyyə vasitəçiləri qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti və səmərəliliyini müəyyənləşdirirlər.

Tipologiyanın tədqiqi və maliyyə bazarının iştirakçılarının əsas xüsusiyyətlərinin araşdırılmasına yekun vuraraq, aşağıdakıları qeyd etmək lazımdır.

Dünya praktikasında qiymətli kağızların emitentlərinin aşağıdakı növləri mövcuddur: dövlət, korporasiyalar və özəl müəssisələr, mərkəzi banklar, investisiya fondları. Azərbaycan emitentləri arasında liderlik dövlətə məxsusdur. Hesab edirik ki, “institusional investor” anlayışının tərifini bu cür verə bilərik: qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyət göstərən və sərbəst pul vəsaitlərinə malik müəssisələrdən planlaşdırılan layihələrin həyata keçirilməsi üçün vəsaitlərə ehtiyacı olanların xeyrinə maliyyə resurslarının yenidən bölüşdürülməsində iştirak edən hüquqi şəxs və ya fərdi şəxs. Azərbaycanda bir çox investisiya müəssisəsi var. Nəzəri mənbələrin təhlilinə əsasən, fond bazarında fəaliyyət göstərən investisiya institutlarının təsnifatı təklif edilir. Azərbaycanın fond bazarının peşəkar iştirakçılarının qısa icmal aparılmış və maliyyə vasitəçilərinin əsas funksiyaları təsbit edilmişdir: bəzi əməliyyatlarda onların ixtisaslaşması səbəbindən yığım, sərbəst investisiya resurslarının cəlb edilməsi, investisiya fəaliyyətində risklərin səviyyəsinin azaldılması və məsləhət məlumatları. Qiymətli kağızlar bazarı ilə bağlı elmi terminologiyanın ümumiləşdirilməsi həyata keçirildi. İşin növbəti hissəsində müasir fond bazarının fəaliyyət modelləri nəzərdən keçiriləcəkdir.

İnvestisiya bankı iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində mühüm rol oynayır. Bu, əsas vəzifəsi müştərinin investisiya niyyətlərini həyata keçirməkdən ibarət olan investisiya bank vasitəçiliyinin (investisiya bank fəaliyyəti) əsas istiqamətlərindən biridir. Eyni zamanda, investisiya bankı bazarın peşəkar iştirakçısı (vasitəçisi) rolunda çıxış edir.

Maliyyə bazarında investisiya bankının ixtisaslaşdırılmış subyektlərinin fəaliyyətinin təşkili problemini inkişaf etdirərək, investisiya-bank fəaliyyəti sferasının perspektivli istiqamət olması əsasında "investisiya bank" anlayışının mahiyyətinə nəzəri yanaşmaları sistemləşdirmək məqsəduyğundur.

Qeyd etmək lazımdır ki, tez-tez "investisiya bank" anlayışını "bankın investisiya fəaliyyəti" anlayışı ilə eyniləşdirilir ki, bu da ona iqtisadi anlayış kimi baxılmasını çətinləşdirir. Bundan əlavə, bankın investisiya fəaliyyətinin təsnifatına müxtəlif metodoloji yanaşmalar mövcuddur.

İnvestisiya bankına diqqət yetirən müəlliflər arasında A.Burkov, P.Kolesov,

O.Demchuk, J.Mirkin, G.Beloglazova, V.Makarov, A.Ramazanov, Y.Lapin, S.Leonov, S.Kozmenko, E.J.Dolan, M.Harris, R.Giovanni, J.M.Onur, S.Singh və başqalarını ayırmaq olar.

Şerti olaraq investisiya bankçılığının üç istiqaməti mövcuddur.

Birincisi, bu məsləhət verilməsidir (məsələn, birləşmə və qovuşma əməliyyatları üzrə).

İkinci, aktivlərin və qiymətli kağızların idarə edilməsi (müşətilərin investisiya qoyuluşlarının idarə edilməsi), o cümlədən üçüncü tərəflərin adından müxtəlif növ fondların, portfellərin idarə edilməsi.

Üçüncüsü, birbaşa qiymətli kağızlarla və əlaqəli xidmətlərlə ticarət əməliyyatları; şirkətlərin qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsinə yardım (İPO, anderrayting).

İnvestisiya bankının xüsusiyyətlərini nəzərə alaraq, onun bir sıra fərqli cəhətlərini ayırmaq mümkündür [114, s.31-36]:

1. İnvestisiya bankı bankın investisiya vasitəçiliyi istiqamətidir.
2. İnvestisiya bankı qiymətli kağızlar bazarında, birləşmə və qovuşma əməliyyatlarında və s. müxtəlif növ xidmətlərin (maliyyə, konsaltinq, təşkilati, informasiya) təmin edilməsidir.
3. İnvestisiya bankı müşətilərə investisiya niyyətlərinin həyata keçirilməsində kömək edir
4. İnvestisiya bankı - ən inkişaf etmiş və kompleks məhsullar (məsələn, strukturlaşdırılmış məhsullar) yaradılan investisiya - bank fəaliyyətinin perspektivli sahələrindən biridir.
5. İnvestisiya bankı - nəzarət olunan və tənzimlənən fəaliyyətdir (məsələn, kredit təşkilatları və digər maliyyə institutları kimi).
6. İnvestisiya bankçılığı banklar və qiymətli kağızlar bazarının digər peşəkar iştirakçıları (məsələn, broker-diler şirkətləri, investisiya şirkətləri) tərəfindən həyata keçirilə bilər.

Beləliklə, investisiya bankı – maliyyə bazarının müxtəlif seqmentlərində müşətilərin investisiya niyyətlərini həyata keçirilməsi ilə bağlı və onlara məsləhət,

analitik və digər xidmətləri göstərən kredit və digər maliyyə institutlarının nəzarət - tənzimləyici fəaliyyətidir.

İnvestisiya banklarının funksiyalarına aşağıdakılar aid edilir: səhm və istiqrazlar üzrə təkrar bölgünü aparır; avrovalyuta bazarında avrosəhm və avroistiqraz yerləşdirilməsində vasitəçi rolunda çıxış edir və həmçinin korporativ şirkətlər üçün investisiya mövzusu üzrə müşavirlik xidməti göstərir.

Hazırda Azərbaycanın bir çox bankları özünü “investisiya bankı” kimi təqdim edirlər, halbuki biz buna diqqətlə yanaşsaq, görürük ki, bu heç də düzgün deyildir. Qeyri-peşəkarlıq baxımından istənilən bankı investisiya bankı kimi qəbul etmək olar, ona görə ki o, müştərinin depozitdə yerləşən vəsaitini investisiya şəklində yatırır. Bunlara rəğmən, investisiya bankı barədə çox dəqiq tərif də mövcuddur: qiymətli kağızların yeni buraxılışlarını yerləşdirməklə məşğul olan investisiya institutu investisiya bankı adlanır.

İnvestisiya bankını investor deyil, maliyyə vasitəçisi kimi qəbul etmək daha düzgündür.

Özünün sahib olduğu səhm və ya istiqrazları üzrə yeni buraxılışları yerləşdirmək, daha doğrusu satmaq istəyən şirkətlər təklifin kütləvi tətbiq olunması və yaxud fərdi yerləşdirilməsi məqsədilə investisiya banklarını cəlb edə bilirlər. Əksər hallarda investisiya banklarını maliyyə layihələrinin icrasının ilk mərhələlərində cəlb edirlər. İnvestisiya bankı mütəxəssislərinin şirkət rəhbərliyi üçün hansı növdə və hansı vaxtda qiymətli kağızların buraxılışı məsələlərində köməklik göstərilməsində məqsəd zəruri maliyyələşdirmə, həmçinin daha sərfəli şərtlərlə investisiya vəsaitlərinin cəlb edilməsidir.

İnvestisiya bankları ilə emitent şirkətlər arasındakı qarşılıqlı fəaliyyətin iki mexanizmi məlumdur:

1. İnvestisiya bankları bütün buraxılışları emitentlərdən müqavilə qiymətləri ilə alır, sonra isə onları daha yuxarı (mümkün olduqca) qiymətlərlə investorlara satırlar. Bu qiymətlər arasındakı fərq investisiya banklarının gəlirlərini təşkil edir.

2. İnvestisiya bankları emitentlərin agentləri kimi yerləşdirilən buraxılışların tam dəyərindən müəyyən faizlər alaraq hərəkət edirlər.

Dünya təcrübəsində çox vaxt investisiya banklarının böyük yenidənqurma işlərinin (bazasında yeni şirkətlər təşkil edərək, struktur bölmələrin səhmləşdirilməsi, şirkətlərin birləşməsi və ya bir şirkət tərəfindən digərlərinin udulması) aparılması zamanı maliyyələşdirmənin baş verməsi üçün cəlb edirlər [71].

İnvestisiya bankları çox vaxt özündə qiymətli kağızların emissiyasında və onların zəmanətli yerləşdirilməsində ixtisaslaşmış maliyyə institutlarını ehtiva edir [145, s.22].

Qiymətli kağızların buraxılışının təşkili, fond bazarında onların yerləşdirilməsi və ticarətin təşkili ilə yanaşı, investisiya bankları müxtəlif maliyyə məsələləri üzrə öz müştərilərinə məsləhətlər verirlər. İnvestisiya banklarının müştəriləri korporativ müştərilərdir. Məsləhətləşmələr adətən maliyyə bazarlarında və ya kiçik və orta şirkətlərə investisiyalar ilə bağlıdır. İnvestisiya bankları həm də korporativ və dövlət borc qiymətli kağızlarının bazarlarında ticarət ilə məşğul ola bilər. İnvestisiya bankları həmçinin müəssisənin səhmlərinin dəyərinin artırılmasına, portfel qiymətli kağızlarının, bəzi digər növ xidmətlərin idarə edilməsinə yönəlmiş maliyyə əməliyyatları ilə müəssisə maliyyəsinin sağlamlaşdırılmasına, birləşmə və qovuşmalar vasitəsilə biznes restrukturizasiyası halında maliyyə resurslarının cəlb edilməsi üzrə xidmətlər göstərirlər.

Bununla yanaşı, investisiya bankının əsas fəaliyyət növü qiymətli kağızların buraxılışını və zəmanətli yerləşdirilməsini müəyyənləşdirməkdir. Hal-hazırda bu cür fəaliyyət, yüksək risklər səbəbiylə kollektiv investisiya halına çevrilmişdir. Yəni, investisiya bankı, bir qayda olaraq, qiymətli kağızların emissiyasını tək müştəri üçün həyata keçirir. Yaradılan sindikatda təşəbbüskar bank sindikatlaşdırılmış anderraytinq - buraxılmış qiymətli kağızların buraxılması və yerləşdirilməsi xərclərini emitentə ödəməklə onların həyata keçirilməsi riskini öz üzərinə götürməsi üçün digər iştirakçıları cəlb edir. Belə ki, investisiya bankı şirkətin qiymətli kağızlarının hazırlanması, emissiyası və satışının bütün dövrü ərzində bazarda mümkün dəyişikliklərdən müştərini sığortalayır. Bu əməliyyatda investisiya bankının gəliri qiymətli kağızların qeydiyyat qiyməti və satış qiyməti arasındakı fərqə bərabərdir [76].

Hal-hazırda, investisiya bankçılığı bank biznesinin vacib bir sahəsidir, bununla yanaşı fond bazarı vasitəsilə maliyyələşdirmə bank krediti kimi məşhurlaşmağa başlamışdır.

İnvestisiya xidmətləri bazarında baş verən əsas tendensiyaların müəyyən edilməsi, onların inkişaflarını müəyyən edən amillərin aşkara çıxarılması aktual məsələ sayılır ki, bu da gələcəkdə Azərbaycanda investisiya bankçılığını daha effektiv həyata keçirməsinə imkan verəcək.

Azərbaycan qanunvericiliyində "investisiya bankı" termini, eyni zamanda bankların investisiya və kommertiya məqsədləri üçün bölüşdürülməsi yoxdur. Buna görə, Azərbaycan bankları digər banklar arasında investisiya əməliyyatları aparan universal kredit təşkilatları hesab olunur.

İnvestisiya bankının tərfi iqtisadi ədəbiyyatda geniş şəkildə şərh olunur. Belə ki, R. Kunun redaktəsi altında Amerika iqtisadçıları tərəfindən hazırlanan əsas işdə - "İnvestisiya - bank işinin Ensiklopediyası" nda investisiya bankının dörd tərfi verilir. Birinci və ən geniş tərifə görə, investisiya bankı qiymətli kağızlar bazarında, eləcə də sığorta və əmlak ticarəti sahəsində mümkün olan bütün fəaliyyət növlərini (ticarətin təşkili və klirinq xidmətlərinin göstərilməsi istisna olmaqla) həyata keçirən kommertiya təşkilatıdır. Bu tərf öz fəaliyyətlərini diversifikasiya edən qərbi investisiya banklarının hazırda çevrildiği müasir maliyyə supermarketlərini təsvir edir. İkinci tərf investisiya bankının fəaliyyət sferasına kapital bazarının bütün tərəflərini (qiymətli kağızlarla pərakəndə əməliyyatlar istisna olmaqla), o cümlədən investisiya fondlarının və vençur kapitalı fondları idarə edilməsini daxil edir. Üçüncü tərifdə investisiya bankı fəaliyyətinin tərkibindən investisiya və girov şirkətlərinin əməliyyatları çıxarılır. Nəhayət, dördüncü tərf investisiya bankının fəaliyyət sferasını qiymətli kağızların ilkin bazarında qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və ikinci bazarında broker - diler əməliyyatları ilə məhdudlaşdırır.

Sonuncu ən dar tərf, investisiya bankının işini onun tarixi kökləri və ənənəvi funksiyaları - anderraytinqin aparılması ilə bağlayır. Lorens J. Gitman "İnvestisiyanın əsasları" adlı kitabında investisiya bankı dedikdə, yeni qiymətli kağızların yerləşdirilməsində ixtisaslaşan bir təşkilat nəzərdə tutulur. Xidmətlər, anderraytinqi

və ya təminat yerləşdirməsini o zaman əhatə edə bilər ki, investisiya bankı emitentin öz yeni qiymətli kağızlarını buraxmasına görə müqavilədə göstərilən məbləği, qiymətli kağız məzənnəsi məsələləri və emissiyanın digər mühüm aspektləri üzrə emitent məsləhətləri alması üçün zəmanət verir.

Emissiyanın ölçüsü böyük olduğu hallarda, investisiya bankı tərəfdaşları dəvət edir və yeni qiymətli kağızların satışı ilə əlaqədar maliyyə riskini bölüşdürmək üçün özəl sindikat təşkil edir.

Nəticədə, Lorens J. Gitman "investisiya bankir" və "anderrayter" ifadələrini sinonimlər kimi istifadə etdi [82, s.678-680]. Bu fikir həmçinin, investisiya bankının əməliyyatlarını müasir fond bazarında kredit-maliyyə institutlarının fəaliyyətinin universallaşdırma tendensiyası ilə məhdudlaşdırır.

İngilis - rus bankçılıq ensiklopediyasında B.G. Fyodorov investisiya bankının iki tərifini verir [137, s.102]:

1) ABŞ-da, qiymətli kağızların buraxılışının təşkilində, yerləşdirilməsinə təminat verilməsində və ticarətində ixtisaslaşan; həmçinin müxtəlif maliyyə məsələləri üzrə müştərilərlə məsləhətləşmələr aparan bankdır. Eyni zamanda, o əsasən topdansatış maliyyə bazarlarına yönəldilmişdir.

2) Böyük Britaniyada bu kiçik və orta müəssisələrə orta və uzunmüddətli investisiyalarda ixtisaslaşan qeyri-klirinq bankıdır. Bu şərh bizə daha bir fəaliyyət növünü - konsaltinq xidmətlərinin göstərilməsini təqdim edir və müxtəlif ölkələrdə "investisiya bankı" termininin şərhində fərqliliklərin olduğu aydın olur.

Keçmiş postsovet məkanında "investisiya bankı" və "investisiya şirkəti" anlayışlarının tərifləri kifayət qədər oxşardır, eyni zamanda sonuncu instituta brokerlik və dilerlik fəaliyyəti üçün lisenziyası olan qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştiracıları daxil edilir. Klassik xarici sərmayə banklarından fərqli olaraq, bu ölkələrin investisiya şirkətlərinin əhəmiyyətli bir hissəsi açıq sayılır və əməliyyatlarının sayı və həcmi məhduddur, xarici kapital bazarlarında əməliyyatlar əhəmiyyətsizdir.

Beləliklə, bir çox iqtisadçılar kredit təşkilatlarının investisiya fəaliyyətini ayrı-ayrı bank əməliyyatları kimi təhlil edirlər.

Bu müddəə banklara investisiya fonduna yönəldilən lazımi miqdarda maliyyə ehtiyatları təqdim etmək zərurəti ilə bağlı ola bilər. Bu, fond bazarının aşağı likvidliyi və zəif inkişafı nəzərə alınmaqla əsasən kommərsiya bankının öhdəliklərindən istifadə etməklə mümkündür.

Y.M. Mirkinə görə, “İnvestisiya banklarının və ya broker-diler şirkətlərinin kommərsiya bankları ilə oxşarlıqları var. Həmin şirkətlər, həm də maliyyə vasitəçiləri hesab edilir”. Müəllif kommərsiya və investisiya bankları arasındakı fərqi belə izah edir:

- istifadə olunan maliyyə alətlərinin müxtəlif növləri;
- əməliyyatların uzun növü [123, s.56-57].

Müxtəlif fikirlər məcmusunun təhlilindən sonra, biz investisiya bankının tərifini verək. Fikrimizcə, investisiya bankı-səhmlər və istiqrazların, maliyyə istehsal alətlərinin, valyuta və malların ticarətində, həmçinin azad fəaliyyət göstərdiyi bütün bazarlar üzrə analitik hesabatların buraxılışında aparıcı vasitəçi sayılmaqla, iri şirkətlər və hökumətlər üçün beynəlxalq maliyyə bazarlarında kapitalın cəlbinin təşkili, eləcə də qiymətli kağızların, broker xidmətlərinin alınması və satışında məsləhət xidmətlərinin göstərilməsi ilə məşğul olan universal maliyyə institutudur.

Qeyd edilənlərdən də aydın olduğu kimi, Azərbaycan üçün investisiya bankçılığının təşkilinin aralıq modeli daha səciyyəvidir. Hazırda ölkəmizdə Azərbaycan Mərkəzi Bankı tərəfindən lisenziyalaşmış universal banklar və maliyyə bazarının müxtəlif sahələrində fəaliyyət göstərən broker-diler şirkətləri mövcuddur.

İnvestisiya şirkətləri, öz səhmdarları tərəfindən qəbul edilmiş inkişaf planına əsasən, brokerlərin, dilerlərin, depozitar fəaliyyətlərin, müştərilərin aktivlərinin etibarlı idarə edilməsini həyata keçirmək üçün maliyyə bazarına lisenziya ala bilərlər.

Bankların investisiya fəaliyyəti həm kredit əlaqələrində, həm də əmlak münasibətlərində ifadə edilir. İnvestisiya bankının fəaliyyəti nəticəsində müştəri şirkətin öz vəsaitləri və borc pulları artırıla bilər. Birinci halda, bu, mütəşəkkil bir bazarda səhmlərin ilkin və ya sonradan ictimai təklifinin (İPO, SPO), şirkətin səhmlərinin xüsusi yerləşdirilməsi, o cümlədən strateji investora cəlb edilməsi nəticəsində baş verir. İkinci halda bu, borc maliyyə alətlərinin (istiqrazların)

buraxılışının köməkliyi ilə baş verir. Eyni zamanda, inkişaf etməkdə olan kredit münasibətləri xüsusi xarakter daşıyır və bəzi hallarda qarışıq xarakterli maliyyə alətlərini istifadə edərkən mülkiyyət münasibətlərinin reallaşması prosesində təkmilləşdirilə bilər.

Kredit təşkilatlarının investisiya fəaliyyətinin müxtəlif istiqamətləri arasında aşağıdakıları ayırmaq lazımdır:

- qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatlar;
- korporativ maliyyələşdirmə;
- layihənin maliyyələşdirilməsi;
- maliyyə məsləhətçiliyi [77, s.94].

Qiymətli kağızlar bazarında kredit təşkilatının fəaliyyəti bankın öz vəsaitləri və müştərilərin adından həyata keçirilə bilər. Banklar, öz adından və öz hesabına paylı qiymətli kağızlarını (səhmləri) və borc qiymətli kağızlarını (istiqrazları) əldə edə bilərlər, öz qiymətli kağızlar portfelini formalaşdırır və onları buraxırlar. Bu qiymətli kağızlarla repo, SWAP əməliyyatları aparıla bilər, onlar da kreditləri cəlb etmək üçün girov hesab edilə bilər [77, s.5].

İnvestisiya bankçılığının ikinci sahəsi Azərbaycanda aktiv şəkildə inkişaf edən korporativ maliyyələşdirmədir [77, s.92].

Korporativ maliyyələşdirmə mövcud biznesin dövriyyə kapitalını və kapital xərclərini maliyyələşdirmək, həmçinin ümumkorporativ risklər üçün layihəni maliyyələşdirməkdir. Korporativ və layihə maliyyələşdirilməsi arasındakı əsas fərq ondan ibarətdir ki, artıq müəssisə pul vəsaitlərini hərəkətə gətirir və maliyyələşdirilmə mövcud müəssisənin riski ilə aparılır. Korporativ maliyyələşdirmə aşağıdakı xidmətləri göstərir:

- səhmdar kapitalda bankın mümkün iştirakı ilə şirkətlərin maliyyələşdirilməsi;
- kreditlər vasitəsilə şirkətlərin geri alınması üçün əməliyyatlar;
- digər kompleks strukturlaşdırılmış birləşmələr və satınalmalar;
- mezzaninin maliyyələşdirilməsi;
- borc öhdəliklərinin restrukturizasiyası, o cümlədən öhdəliklərin bir hissəsinin kapitaldakı öhdəliklərə konvertasiyası ilə.

Layihənin maliyyələşdirilməsinin ən vacib xüsusiyyəti ondan ibarətdir ki, müəyyən bir layihənin həyata keçirilməsi məqsədilə layihənin reallaşdırılması üçün resursları (yalnız pul deyil) cəlb edən, layihənin reallaşdırılmasını yerinə yetirən, özü tərəfindən yaradılan vəsaitlərdən (pul axını) layihənin kreditörləri və investörləri ilə hesablaşan xüsusi layihə şirkəti (SPV) yaradılır. İkinci xüsusiyyət isə layihənin investisiya mərhələsinin başlanğıc mərhələsində borc vəsaitlərinin qaytarılmasını təmin etmək üçün aktivlərin olmamasıdır [125, s.80-81].

Yaradılmış (əldə edilmiş) aktivlər girov təminatı kimi qeyd oluna bilər. Layihənin maliyyələşdirilməsinin üçüncü xüsusiyyəti müxtəlif maliyyə alətlərinin (kapital, borc, törəmələr) və müxtəlif müqavilələrin layihəsi üçün istifadə olunur.

Yuxarıda göstərilən xüsusiyyətləri nəzərə alaraq biz layihənin maliyyələşdirilməsinin aşağıdakı tərifini verəcəyik: layihənin gələcək pul vəsaitlərinin hərəkəti borc vəsaitlərinin geri qaytarılmasının və investörlərə gəlirlərin ödənilməsinin əsas təminatçısı olan şirkətin (SPV) layihəsinin həyata keçirilməsi üçün xüsusi hazırlanmış müxtəlif vasitələrdən istifadə etməklə maliyyələşdirmə formasıdır.

Bir müştəriyə maliyyə məsləhəti vermək həmişə ayrıca xidmət hesab edilə bilməz. Çox hallarda tövsiyələrin verilməsi maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsi, biznesin yenidən qurulması, broker xidmətləri, portfelin idarə edilməsi, layihə maliyyələşdirilməsi kimi xidmətlərin tərkib hissəsi kimi təqdim olunur.

Beləliklə, investisiya banklarının əsas funksiyası maliyyə bazarlarında vasitəçilik etməkdir. Onlar sərmayələri maliyyələşdirmək məqsədilə ilkin bazarda qiymətli kağızların yerləşdirilməsində investörlərə köməklik göstərilməsində ixtisaslaşırlar. Qiymətli kağızlar satıldıqdan sonra, investisiya bankı diler və broker kimi fəaliyyət göstərərək ikinci bazarı təşkil edir. Həmçinin, banklar mövcud şirkətlərin yeni emissiyalarının yerləşdirilməsinin zəmanəti və ya yeni şirkətlərin təsisçiləri kimi çıxış edə bilərlər, investisiya və kommersiya banklarını, diler təşkilatlarını əhatə edən konsorsium yaradırlar.

1.2. Qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin metodoloji prinsipləri və mexanizmləri

Müasir birjalar açıq təsisatlar kimi fəaliyyət göstərdiklərinə görə burada həyata keçirilən əməliyyatların da açıq formada aparılması müşahidə olunur və məxfilik hiss edilmir. Başqa sözlə, istənilən iş vaxtında birjadan qeydiyyatdan keçən qiymətli kağızın hazırkı qiyməti barədə informasiya alınə bilər. Birja əməliyyatlarının hamısı ödəniş şərtləri baxımından kassada aparılan və müddətə görə icra edilən əməliyyatlardan fərqlidir. Başlıca olaraq investisiya cəlb etməklə bağlı olan kassa əməliyyatlarında qiymətli kağızın ödəniş prosesləri əqdlərin bağlanması başa çatan kimi həmin anda yerinə yetirilir.

Hal-hazırda qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətini tənzimləyərkən dövlət və özünütənzimləmə mexanizmləri modelləri tətbiq olunur və bu tənzimləmədə özünütənzimləmə mexanizminə daha çox önəm verilir.

Qiymətli kağızlar bazarı tənzimlənərkən aşağıdakı üsullar fərqləndirilir:

- tənzimlənmənin dövlət tərəfindən aparılması;
- tənzimlənmənin peşəkar iştirakçılar tərəfindən yerinə yetirilməsi.

Bazarın tənzimlənməsində istifadə edilən birinci modeldə bazarın dövlət orqanları tərəfindən tənzimlənməsi aşağıdakı tədbirləri özündə birləşdirir:

- qanunvericilik aktlarını hazırlamaq və icra etmək;
- bazar iştirakçlarına və maliyyə alətlərinə məcburi xarakterli tələblər hazırlamaq;
- Əməliyyatların və fəaliyyətlərin icrası qaydalarını müəyyənləşdirmək, bazar iştirakçılarının qanunvericiliyin tələblərinə əməl edilməsi üzərində dövlət nəzarətini təşkil etmək.

Dünya təcrübəsinə görə dövlət tənzimləmə modelinin tətbiqi əsas etibarilə normativ - hüquqi aktların tələblərinə uyğun olub, dövlət nəzarəti qaydalarını müəyyənləşdirməklə bağlı səlahiyyətin ancaq müəyyən bir hissəsini özünütənzimləmə qurumlarına təqdim edir. Fond bazarının inkişafı üzrə dövlət proqramını icra etmək, bazarda təhlükəsizliyi təmin etmək, fond bazarı ilə bağlı açıq

məlumat sistemi yaratmaq və iştirakçıların fəaliyyətini lisenziyalaşdırmaq kimi məsələlər dövlətin tənzimləmə mexanizmi sahəsindəki vəzifələrə daxildir. Eyni zamanda, buraya peşəkar iştirakçıların fəaliyyətini lisenziyalaşdırmaq, bəzi fəaliyyət növlərini icra etmək üçün hüquqların verilməsinə təminat verən ixtisas attestatları təqdim etmək, qiymətli kağız üzrə əməliyyatın vergiyə cəlbini müəyyənləşdirmək, antiinhisar qanunvericiliyinə əməl etmək üzrə nəzarət də aiddir.

Qiymətli kağızlar bazarında ikinci modelin başlıca mahiyyəti onunla bağlıdır ki, burada dövlət öz səlahiyyətində lazımı nəzarət və tənzimləmə mexanizmlərini saxlasa da, səlahiyyətin başlıca qismi özünü-tənzimləmə qurumlarına təqdim olunur. Bu modelə uyğun olaraq fəaliyyət, nəzarət sistemini təşkil və icra etmə şərtləri inzibati amillər əsasında yox, bazarın öz amilləri və ənənələrinə riayət olunmaqla yerinə yetirilir.

Məhz həmin model əksər hallarda bazarın liberal tənzimlənməsi modeli kimi özünü göstərərək, qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsində və inkişafında sivil yanaşmaları təmsil edir [45]. Digər tərəfdən, həmin model sahibkarlığın və özəl sektorun mənafeyinə daha çox uyğun gəlməklə, qiymətli kağızlar bazarında bilavasitə bazar prinsiplərinin və mexanizmlərinin tətbiqi ilə onların maraqlarını reallığa çevirir [63].

Azərbaycanın fond bazarında qarışıq idarəetmə modeli mövcuddur, çünki Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı və qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçıların özünü tənzimləyən birləşmələri tənzimləyicilər kimi çıxış edir. Ümumiyyətlə, fond bazarının tənzimlənməsi prosesində bir neçə komponent mövcuddur:

- bazarın fəaliyyəti üzrə normativ bazanın yaradılması;
- fond bazarının bütün iştirakçılarının tənzimlənməsini əhatə edir: emitentlər, investorlar, peşəkar fond vasitəçiləri, bazar infrastruktur təşkilatları və bazar iştirakçılarının bazar normalarına və qaydalarına riayət olunmasına nəzarət;
- bazarda müəyyən edilmiş qayda və normaların pozulması zamanı sanksiyalar sistemi.

Müasir korporasiyalarda idarəetmə prinsiplərindən biri məlumatın

açıqlanmasıdır ki, buna uyğun olaraq korporasiya müəssisəyə aid olan bütün əhəmiyyətli məsələlər barədə vaxtında və etibarlı məlumat verməlidir. Göstərilən prinsip məhdud məsuliyyət prinsipi ilə birlikdə korporativ hüququn əsas prinsipi sayılır, ona görə ki, o həmişə məhdud məsuliyyət müqabilində şirkət təsisçiləri tərəfindən öz əmlaklarını yaratdıqları şirkətlərin kreditorlarının iddialarından qoruyan ödənilmiş qiymət kimi nəzərdən keçirilir.

Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızların emitentləri tərəfindən məlumatların açıqlanması üçün əsas prinsiplər «Qiymətli kağızlar bazarı haqqında» Qanunda göstərilmişdir. Məlumatların açıqlanması prinsiplərinə əsasən, qiymətli kağızlar bazarına dair məlumatların açıqlanması bu məlumatı əldə etmək məqsədindən asılı olmayaraq, onun tapılması və alınmasını təmin edən prosedura uyğun olaraq, maraqlı şəxslərin hamısı üçün əlçatanlıq təmin edilir.

Əsas məlumatlar, xüsusilə özündə qiymətli kağızların dəyərlərinə və qiymətlərinə təsir göstərə biləcək məlumatları ehtiva edir:

a) Səhmdar cəmiyyətinin strategiyası və məqsədi. Kommersiya məqsədindən başqa, səhmdar cəmiyyətinin kadr siyasətini, sosial sahədə, ətraf mühitin mühafizəsi sahəsində siyasətini və s. açıqlaması məqsədəuyğun hesab edilir. Bu məlumatlar səhmdar cəmiyyətinin məqsədinə çatması və strategiyasını həyata keçirməsi vasitələrini qiymətləndirmək üçün sərmayəçilər və digər istifadəçilərə faydalı ola bilər.

b) Əməliyyat və maliyyə nəticələri. Səhmdar cəmiyyəti son üç maliyyə ili üçün maliyyə hesabatlarını, auditor tərəfindən yoxlanılan balans, maliyyə nəticələrinin hesabatını və s. təqdim etməlidir. Səhmdar cəmiyyəti son üç il ərzində aktivlərin strukturunda və tərkibində dəyişikliklərin qiymətləndirilməsini, aktivlərin gələcək və likvidliyinin qiymətləndirilməsini, şirkətin gəlirliliyinin təhlilini və s. təqdim etməlidir. İllik hesablardan başqa, səhmdar cəmiyyəti üç aylıq maliyyə hesabatlarını açıqlamalıdır.

c) Səhmdar cəmiyyətinin mülkiyyət və nəzarət strukturu. Səhm payına malik olan şirkətin real sahibləri haqqında məlumatın rəsmi açıqlanması səhmdar cəmiyyətin fəaliyyətində şəffaflıq siyasətinin mühüm tərkib hissəsidir. Ən yaxşı beynəlxalq təcrübə yalnız bilavasitə sahibləri haqqında məlumatın açıqlanmasını

nəzərdə tutmur, eyni zamanda dolayı səhmlərinin sahibləri haqqında məlumatın açıqlanmasını nəzərdə tutur. Səhmdar cəmiyyəti şirkətin səhmlərinin 5%-dən az olmayan hissəsinə sahib olan şəxslər barədə məlumat verməlidir.

d) İdarəetmə orqanlarının vəzifəli şəxsləri, gəlirlərinin məbləği, səhmdar cəmiyyətindəki səhmlərin sahibliyi. Səhmdar cəmiyyəti şirkətin orqanlarının vəzifəli şəxsləri haqqında məlumat verməlidir ki, bu da istifadəçilərə onların təcrübələrini, ixtisaslarını, müstəqilliyini, cəmiyyətin ümumi rifahına olan töhfəsini və s. qiymətləndirməyə imkan verir. Bu məlumatlar özündə ictimai şirkətin səhmlərinin mülkiyyətçiləri tərəfindən mülkiyyətinə aid olan məlumatları, bu şəxslərə ödənilən mükafat məbləğini (fərdi və ya məcmu) özündə ehtiva etməlidir.

e) səhmdar cəmiyyətinin fəaliyyətinə təsir göstərən əhəmiyyətli risk faktorları; Səhmdar cəmiyyəti gələcəkdə şirkətin iqtisadi fəaliyyətinin, maliyyə vəziyyətinə və nəticələrinə təsir göstərə biləcək və kifayət dərəcədə müəyyənləşdirilə bilən əhəmiyyətli risk faktorlarını göstərməlidir. Bu risk faktorlarına faiz dərəcələrinin, maliyyə bazarlarının səviyyəsi, iqtisadiyyatın bu sahəsinin fəaliyyət göstərməsi ilə bağlı səbəblər, eləcə də konkret bir səhmdar cəmiyyətinə təsir göstərən amillər daxil ola bilər, xüsusilə də xammal, satış bazarları ilə təmin edilməsi, ətraf mühitin mühafizəsi haqqında qanunvericiliyin pozulmasına görə potensial məsuliyyət ilə bağlı səbəbləri əhatə edə bilər və s.

f) Səhmdar cəmiyyətinin korporativ idarəetmə prinsiplərinə əməl etməsi. Şirkətin səmərəli korporativ idarəetmə prinsiplərinin tətbiqi cəmiyyətdə korporativ idarəetmənin vəziyyətinin mühüm göstəricisi, səhmdarların və investorların, hüquq və qanuni mənafelərinə ictimai hörmətin təzahürüdür. Bu baxımdan, səhmdar cəmiyyətləri illik hesabatlarda fəaliyyətlərinin bu prinsiplərə uyğun gəlməsi barədə məlumatları açıqlamalıdır. Onların uyğunsuzluğu halında, şirkət əsaslandırılmış izahat verməlidir.

Məlumatın açıqlanmasının əsas prinsipləri aşağıdakılardır: əhəmiyyətlilik, aktuallıq, etibarlılıq və bütövlük, məlumatın sərbəst buraxılması, məlumat şəffaflığının artırılmasında qiymətli kağızlar emitentlərinin maraqları, informasiya yayımının istifadəçilərinin rahatlığı. Fikrimizcə, yerli qiymətli kağız bazarının

inkişaf mərhələsində açıqlanan məlumatların məzmunu qanunvericilik səviyyəsində kifayət qədər inkişaf etdirilmiş və ona görə də bu sahənin inkişafının daha da təkmilləşdirilməsinə mühüm töhfə verilmişdir.

Azərbaycanda səhmdar cəmiyyətlərin kapitalizasiyası və fond bazarının likvidliyi çox aşağıdır. Ölkənin korporativ qiymətli kağızlar bazarında səhmdar cəmiyyətlərin sərbəst dövriyyədə olan səhmlərinin payı azdır. Belə hal səhmdar cəmiyyətlərinə borc vəsaitlərinin ucuz qiymətə cəlb edilməsini çətinləşdirir [37, s.127].

Qeyd etmək lazımdır ki, Azərbaycan qanunvericiliyi emitentlər tərəfindən qiymətli kağızların buraxılması prosedurunun mərhələlərində təqdim olunan məlumatların qiymətli kağızlar prospektində təqdim edilməsini tənzimləyir. Həmçinin qiymətli kağızların emitentinin konsolidasiya edilmiş maliyyə hesabatlarının, onun rüblük hesabat və maddi faktların açıqlanmasını tənzimləyir. Bununla yanaşı, məlumatın açıqlanması barədə belə bir tələb Azərbaycanın dövlət və bələdiyyə qiymətli kağızlarının emitentlərinə tətbiq edilmir. Bundan əlavə, emitentlərdən aşağıdakılar tələb olunur:

1) fond bazarında müntəzəm, xüsusi məlumatları və ipoteka qiymətli kağızları haqqında məlumatları açıqlamaq;

2) dövlət reyestrində qeydiyyatdan keçən şəxs tərəfindən sahibkarlar və hüquqi şəxslərin məlumatın elan edilməsi üçün, dövlət qeydiyyat orqanına məlumat və sənədlər təqdim etmək;

3) şəxsi veb-səhifələrində məlumat yerləşdirmək. Emitent ayrıca, ən azı bir xəbər agentliyinə dair xəbərdəki məlumatı son günün saat 10.00-dan əvvəlki dərc ediləcəyi tarixdə dərc etməlidir.

Azərbaycan qanunvericiliyinə əsasən, səhmdar cəmiyyətin səhmdarlarının qərarı ilə Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının qiymətli kağızlar haqqında məlumat vermək və açıqlamaq vəzifəsindən azad edilməsi haqqında müraciət etmək hüququ var. Bu qərar səsvermə iştirakçılarının dördü üçü tərəfindən qəbul edilməlidir.

Ölkəmizdə broker və diler şirkətlərinin tənzimlənməsi qiymətli kağızlar

bazarının peşəkar iştirakçılarının dövlət orqanları və özünü tənzimləyən təşkilatları tərəfindən həyata keçirilir. Qeyd edək ki, diler və brokerlərin fəaliyyətinin nəzarət formalarından biri rüb ərzində maliyyə fəaliyyətinin nəticələri haqqında məlumatların daxil edildiyi rüblük hesabatdır. AR Mərkəzi Bankı fond bazarında peşəkar iştirakçı lisenziyasını ləğv etmək və ya dayandırmaq hüququna malikdir.

AR Mərkəzi Bankının müvafiq şöbəsinin əsas fəaliyyət istiqamətləri aşağıdakılardır:

- lisenziya tələblərinin hazırlanması və broker-diler şirkətlərinin lisenziyalaşdırılması;
- qiymətli kağızlarla peşəkar fəaliyyətin həyata keçirilməsi qaydalarını müəyyənləşdirilməsi;
- broker-diler şirkətlərinin hesabatın davamlı şəkildə inkişaf etdirilməsi, toplanması və təhlili;
- broker-diler şirkətlərinin normativ hüquqi sənədlərlə müəyyən edilmiş standartlara və tələblərə uyğunluğuna nəzarəti həyata keçirmək;
- qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçılar və fond bazarının tənzimlənməsi barədə məlumatların açıqlanması;
- qiymətli kağızlar bazarında kompensasiya sxemlərinin yaradılması.

Qeyd edək ki, Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının mühüm nəzarət funksiyalarından biri brokerlik və diler şirkətlərinin hesabatın toplanması və təhlilidir. Verilən hesabat məlumatları tənzimləyici orqan üçün monitoring funksiyaları yerinə yetirmək, belə şirkətlərin işində tendensiyaları müəyyən etmək birja bazarında peşəkar iştirakçıların fəaliyyəti barədə statistik məlumatların toplanması üçün zəruridir. Hesabatda müəyyən bir müddət üçün peşəkar iştirakçıların fəaliyyətinin bütün aspektləri barədə məlumatlar vardır. Xüsusilə, bu brokerlik və diler şirkətində səhmlərin təşkilati strukturunda və sahiblik strukturunda dəyişikliklər haqqında; broker-diler şirkətinin qiymətli kağızlarla, o cümlədən köməkçi, asılı və bağlı təşkilatları ilə əməliyyatlar barədə məlumatlardır. Böyük bir bölmə brokerlik və diler şirkətinin maliyyə vəziyyətinə dair məlumatlara həsr olunub. Bu, brokerlik və diler şirkətinin peşəkar fəaliyyəti haqqında fikir yaratmaq üçün tərtib edilmiş balans

hesabatını; ən böyük debitor və kreditor haqqında məlumatları; öz vəsaitlərin həcmi və xalis aktivlərinin dəyəri barədə məlumatları; broker və diler şirkətinin maliyyə vəziyyətini xarakterizə edən göstəriciləri ehtiva edir (bunlara likvidlik nisbəti, maliyyə sabitliyi və gəlirlilik daxildir). Ayrıca blok hesabatı broker-diler şirkətinin peşəkar fəaliyyəti haqqında məlumatları ehtiva edir:

- hesabat dövründə həyata keçirilən qiymətli kağızlarla və törəmə maliyyə alətləri ilə əməliyyatlar haqqında məlumat;
- broker xidmətlərinə dair müqavilələrə əsasən aparılmış əməliyyatlar üzrə məlumatlar;
- müştəri bazasının strukturu haqqında məlumat.

Broker-diler şirkətləri tənzimləyici orqanlara hesabat təqdim edirlər.

Mərkəzi Bankın başqa bir fəaliyyət sahəsi - nəzarət prosedurlarıdır. Nəzarət prosedurlarının keçirilməsinin məqsədi - qanun pozuntularını aşkar etmək və qarşısını almaqdır. Bu məqsədlə broker və diler şirkətlərinin fəaliyyətində mütəmadi yoxlamalar aparılır. Yoxlamalar Mərkəzi Bank və onun regional qurumlarının əməkdaşları tərəfindən həyata keçirilir. Pozuntular aşkar edildikdə sanksiyalar tətbiq olunur.

Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı peşəkar iştirakçılar haqqında məlumatların açıqlanması üçün məsuliyyət daşıyır. Təcrübə göstərir ki, brokerlik və diler şirkətlərinin fəaliyyəti daha şəffaf olsaydı, brokerlik müştəri xidmətinin keyfiyyəti əhəmiyyətli dərəcədə artardı. Qeyd etmək lazımdır ki, müştərilərin, brokerlərin və diler firmalarının qanuni hüquq və mənafelərinin pozulmasının mənfi nəticələrinin minimuma endirilməsində dövlət fondları hesabına formalaşan kompensasiya və ya sığorta fondları da müsbət rol oynayır. Xarici ölkələrin kompensasiya fondları, bir qayda olaraq, bu prinsiplər üzərində işləyir – kompensasiya, fondun xərclərini minimuma endirmək üçün, yalnız fond kimi eyni ölkədə çalışan brokerlərin və dilerlərin gətirdiyi ziyana görə ödənilir.

Bu təcrübə çox müsbət bir nümunədir, amma aydındır ki, bir tərəfdən mövcud iqtisadi vəziyyətdə kompensasiya dondurulacaq, digər tərəfdən isə zərərçəkən investorların sayı artacaq. Bu halda, özünü tənzimləyən təşkilatların (ÖTT) tənzimlənməsi sahəsində indi baş verdiyi kimi, investorların hüquqlarını

qanunvericilik səviyyəsində qorumaq və onların maraqlarını müdafiə etmək lazımdır. Əlavə olaraq ölkəmizdə uzun müddət fəaliyyət göstərən bazarın özünütənzimləmə mexanizmini qeyd etmək lazımdır. Belə təşkilatların yaradılması imkanları qanunvericilikdə nəzərdə tutulub. Özünü tənzimləyən təşkilatlar qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarna malik olan qeyri-kommersiya təşkilatı ilə təmsil olunur.

Ölkə qanunvericiliyi əsasında Azərbaycanda özünü tənzimləyən təşkilatların funksiyaları, hüquqları və vəzifələri nəzərdə tutulmuşdur [12, 16].

Bundan əlavə, ÖTT sığorta təşkilatları ilə birlikdə üzvlərinin risklərinin sığortalanması işlərini həyata keçirir. Məsələn, Fond Bazarı İştirakçıları Milli Assosiasiyasının üzvlərinin siyasətinin əsasını qanunsuz əməllərə qarşı peşə məsuliyyətinin sığortası və əmlak sığortası təşkil edir. Broker və diler firmalarının kompüter şəbəkəsinə qanunsuz daxil olma və elektron fırıldaqçılıq ilə əlaqədar risklərin sığortalanması da mümkündür.

Ümumiyyətlə, bazar tənzimləməsinə metodoloji yanaşmalar bir neçə qrupa bölünə bilər: hüquqi xarakterli metodik yanaşmalar, inzibati xarakterli metodik yanaşmalar və iqtisadi xarakterli metodik yanaşmalar.

Birinci qrupa aid edilməlidir:

- bazar qurumlarının fəaliyyətini tənzimləyən qanunvericilik aktlarının hazırlanması və qəbul edilməsi;

- Fond bazarı subyektlərinin hüquq və vəzifələrini normativ təsbiti; qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatların həyata keçirilməsi qaydalarının və standartlarının yaradılması və onların uyğunluğunu yoxlamaq;

- investorların hüquqlarının qorunması üçün hüquqi sistemlərin hazırlanması və s.

İnzibati xarakterli metodoloji yanaşmalar daxildir:

- qiymətli kağızların buraxılması və dövriyyəsinin tənzimlənməsi;
- Fond bazarında peşəkar fəaliyyətin həyata keçirilməsi üçün xüsusi icazə (lisenziya) verilməsi;

- fond bazarında peşəkar fəaliyyətə nəzarət və s.

İqtisadi xarakterli fond bazarının tənzimlənməsi üçün tətbiq olunan metodik yanaşmalar aşağıdakılardır:

- emitentlər və peşəkar bazar iştirakçıları, nəzarət orqanlarına verilən məlumatların etibarlılığına nəzarət;
- antiinhisar qanunvericiliyinə və bazar qiymətlərinə riayət edilməsinin monitorinqi;
- Fond bazarının respublika və regional səviyyədə infrastrukturla təmin edilməsi və s.

Qeyd etmək lazımdır ki, qiymətli kağızlar və səhmdar cəmiyyətlərinin fəaliyyəti haqqında məlumatların açıqlanması ilə bağlı milli qanunvericilik bazası sahədə ən mobil və inkişaf etməkdə olan sahələrdən biridir. Ən yeni dəyişikliklərin tətbiqi Azərbaycanın ümumi iqtisadi inkişafının tələblərinə cavab verir. Fond bazarı alətlərinin mövcud müxtəlifliyi korporativ istiqrazlar, dövlət istiqrazları, əmanət və depozit sertifikatları, veksəl, çek, konosament, daşıyıcısı üçün bank əmanət kitabçası, investisiya payı, sadə anbar şəhadətnaməsi, ikiqat anbar şəhadətnaməsi, ikiqat sertifikatın bir hissəsi kimi sertifikat; səhm və s. kimi rəsmi tanınmalı olan qiymətli kağızların tərkibinin dəqiqləşdirilməsini tələb edir. Lakin, hər bir ölkədə qiymətli kağızların növləri və onların emissiyasının, yerləşdirilməsi və dövriyyəsinin əsas xüsusiyyətləri milli qanunvericiliklə müəyyən edilir.

Qeyd edək ki, Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızların növləri Mülki Məcəllənin 997-ci maddənin 1-ci hissəsində verilmişdir: "Qiymətli kağızlara istiqraz, səhm, veksəl, depozitar qəbzi, investisiya fond payı, girov kağızı, ipoteka kağızı və daşınmaz əmlak sertifikatı aiddir". Azərbaycan qanunvericiliyinə görə, emissiya qiymətli kağızların hər hansı bir qiymətli kağız, o cümlədən qeyri - sənədli kağız olub, aşağıdakı xüsusiyyətlərlə xarakterizə olunur:

- bu qanunda nəzərdə tutulmuş forma və qaydaya uyğun olaraq sertifikatlaşdırma, təyinatlılıq və qeyd - şərtsiz həyata keçirilmək şərti ilə əmlak və qeyri-əmlak hüquqlarının məcmusunu təsbit edir;
- buraxılışlarla yerləşdirilir;
- qiymətli kağızların alındığı vaxtdan asılı olmayaraq, yalnız bir buraxılışı

daxilində hüquqlarının həyata keçirilməsi müddəti və həcmi eynidir.

Qiymətli kağızların əsas iqtisadi xüsusiyyətləri: likvidlik, gəlirlilik, təhlükəsizlik dərəcəsi, nominal dəyəri, etibarlılığı, müstəqil dövriyyə mövcudluğudur [117, s.22]. Qiymətli kağızların ümumi xüsusiyyətlərinə aiddir: bağışlama, saxlama, miras, girov təki istifadə edilməsi və s. kimi imkanları.

Göstərilən iqtisadi xüsusiyyətlər, qiymətli kağızları iki qrupa ayırmağa imkan verir: fərqsiz və mücərrəd xarakter daşıyan abstrakt (məsələn, veksəl) və qiymətli kağızların buraxılış şərtləri və ya buraxılması ilə əlaqədar əməliyyatın şərtləri qeyd olunmuş kauzal (məsələn səhmlər, bank sənədi, istiqrazlar və s.). Qiymətli kağızlara investisiyalar bir sıra risklərdən ibarətdir: biznes, kredit, maliyyə, inflyasiya, valyuta, faiz riskləri; likvidlik riski, bazar riski, təsadüfi, sənaye, ölkə və ümumi risklər.

Qeyd etmək lazımdır ki, məlumatların açıqlanması və milli emitentlərin endogen və ekzogen iqtisadi risklərdən qorunması mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi prinsipi ilə yanaşı, bəzən və bütövlükdə fond bazarı alətinin müəyyən edici xüsusiyyəti sayılan qiymətli kağızlardakı investisiyaların iqtisadi səmərəliliyi də vacibdir. Ən sadə formada, bir qayda olaraq, o, alınan gəlirin və investisiya xərclərinin nisbəti ilə müəyyən edilir. Eyni zamanda, səhmlərin alınması üçün lazım olan vəsaitin dəyəri xərc kimi çıxış edir; gəlir isə, qiymətli kağızların dəyəri və onların alınmasına sərf olunmuş aktivlərin məbləği arasındakı fərkdir. İnvestisiyanın səmərəliliyini (gəlir normasını) hesablamaq üçün aşağıdakı düsturdan istifadə edilir [79, s.126]:

$$GN = \frac{G_{eht}}{I} \times 100 = \frac{D-I}{I} \times 100 \quad (1.2.1)$$

burada GN – gəlir dərəcəsi və ya investisiya səmərəliliyi (faizlə);

D – investisiya dövrünə gətirilmiş fərdi alətlərin gələcək dəyəri;

G_{eht} – investisiyalardan təxmin edilən gəlir;

I – qiymətli kağızlara investisiya qoyulmuş aktivlərin dəyəri.

Səhmlərin gözlənilən gəlirliliyini müəyyən etmək, və onların əldə edilməsi və ya satılması barədə məlumatlandırılmış qərar qəbul etmək üçün, emitentin əməliyyat dövrünün hansı mərhələsində olacağı barədə, bir fikrə sahib olmaq lazımdır [135]. Səhmlərə investisiyanın səmərəliliyi aşağıdakı formula ilə hesablanıla bilər:

$$GN_{səhm} = \frac{P_{satış(t+T)} + D_t \cdot a_t - P_{realt}}{P_{realt}} \quad (1.2.2)$$

burada $GN_{səhm}$ – səhmə sahiblik dövründə, investisiyanın gəlir norması;

$P_{satış(t+T)}$ – T dövründən sonra səhm satış qiyməti;

P_{realt} – t dövründə səhmlərin əldə edilməsi dəyəri;

D_t – T dövründə alınan dividendlərin məbləği;

a_t – diskontlama əmsalı.

(1.2.2) düsturu bir səhm investisiya səmərəliliyinin hesablaması üçün kömək edir. Eyni zamanda, səhmlərin satış və alış tarixinin təsadüfi qaydada müəyyənləşdirildiyi təqdirdə, gəlirliliyi proqnozlaşdırmaq üçün bu formuldan istifadə edilməməlidir, çünki bu halda təsadüfi hadisələrin təsiri ehtimalı yüksəkdir. Layihənin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi ayrıca ümumi və imtiyazlı səhmlər üçün həyata keçirilirsə, bu hesablamaların ilkin məlumatları aşağıdakılardır:

- adi və imtiyazlı səhmlərin dəyərinin nisbəti;

- imtiyazlı səhmlərin səmərəsi və ya onun adi səhmlərin gəlirliliyi ilə əlaqəsi (bu göstəricilərdən hər hansı birinin dividendlərin pay tipləri ilə paylanmasını müəyyənləşdirir).

Sabit fəaliyyət göstərən və sərbəst pul vəsaitlərinə malik olan müəssisələr, onları etibarlı qiymətli kağızlara investisiya etməkdə maraqlıdırlar. Nəzəri olaraq, bu fürsəti istiqraz bazarı verir: korporativ və dövlət. Hər hansı bir investor üçün belə növ istiqrazlar vacibdir:

1. faiz ödəniş olmadan və ya kuponsuz istiqrazlar. Bu qiymətli kağızlar üzrə investorun gəlirləri istiqrazın nominal dəyəri ilə alış qiyməti arasındakı fərqlə müəyyən olunur;

2. növbəti kupon dövrünün əvvəlində və ödəmə müddətin sonunda elan edilmiş dəyişkən kupon faizli istiqrazlar;

3. razılaşdırılmış müddətin sonunda onun ödənilməsindən sonra faizlərin ümumi həcmi ödəmiş istiqrazlar.

Kuponsuz istiqrazlar üçün aşağıdakı fəaliyyət göstəriciləri hesablanabilir.

Ödəniş müddətinə olan istiqrazlar üzrə gözlənilən gəlir dərəcəsi. Bu halda, istiqrazın real dəyəri və onun nominal dəyəri P_{nom} olması nəzərə almaqla, hesablama (1.2.1) düsturuna əsasən həyata keçirilir. Bundan əlavə, bu göstərici aşağıdakı düstur ilə hesablanı bilər [79, s.129]:

$$G N_{ist} = \frac{P_{nom} - P_{real}}{P_{real}} \quad (1.2.3)$$

burada $G N_{ist}$ – kuponuz istiqrazlarına investisiyaların gəlir dərəcəsi, %;

P_{real} – istiqrazın alınması qiyməti;

P_{nom} – istiqrazın nominal qiyməti.

Səmərəliliyin növbəti göstəricisi ödəmə üzrə nominal gəlir – qiymətli kağızların alınması üzrə hazırkı tarix üçün faiz düsturunu (t n) istifadə edərək kuponuz istiqraz üçün hesablanmış YTM-dır [103, s.240]:

$$YTM = \frac{100 - P_{real} t_{real}}{P_{real} t_{real}} \cdot \frac{365}{T - t_{real}} \cdot 100 \quad (1.2.4)$$

YTM – ödəmə üzrə nominal gəlir;

$P_{real} t_{real}$ – istiqrazın cari alış qiyməti, t_{real} əldə etmə vaxtında nominal dəyərinə nisbətən %-lə;

$T - t_{real}$ – qiymətli kağızların alındığı vaxtdan istiqrazın ödəmə müddətinə qədər vaxt, gün.

Səmərəliliyin digər bir göstəricisi effektiv gəlirlilikdir - bu, faiz düsturu ilə hesablanan il üzrə istiqrazın qaytarılması dərəcəsidir:

$$G N_{ist.illik} = \left[\left(\frac{G N_{ist}}{100} + 1 \right) - 1 \right]^{t/T} \times 100 \quad (1.2.5)$$

burada $G N_{ist.illik}$ – bütün il ərzində hesablamalardan istiqrazların gəlirlilik norması (və ya effektiv gəlirlilik), illik faiz dərəcəsi ilə;

$G N_{ist}$ – T ödəmə vaxtına qədər tam müddəti ərzində istiqrazın gəlirlilik norması;

T – istiqrazların ödənilməsi vaxtına qədər il və ya günlər in sayı;

t – bir il ərzində gün sayı; illərdəki hesablamalarda bu əmsal birə bərabər qəbul edilir.

Qeyd edək ki, dəyişkən kupon faizli bir istiqrazın səmərəsi, Rusiya

Federasiyasında onlara federal kredit istiqrazları və hökumətin əmanət borcları daxildir, sistemdə oxşar göstəricilər müəyyənləşdirilir [79, s.129]:

$$G N_{ist}^k = \frac{K_{illik}}{P_{real}} \times 100 \quad (1.2.6)$$

burada $G N_{ist}^k$ – dəyişkən kupon faizli istiqrazın gözlənilən gəlir norması;

K_{illik} – kupon ödənişinin istiqrazın nominal dəyərində nisbəti, %-lə;

P_{real} – istiqrazın alınması qiyməti.

Ödənişdə nominal gəlirlilik aşağıdakı kimi hesablanır [129]:

$$YTM^k = \frac{100 + K_{t_n} - P_{real t_{real}}}{P_{real t_{real}}} \times \frac{365}{t_n - t_{real}} \times 100 \quad (1.2.7)$$

YTM^k – ödənişdə nominal gəlirlilik;

K_{t_n} – növbəti kupon ödənişi;

$P_{real t_{real}}$ – istiqrazın cari alış qiyməti,

t_{real} əldə etmə vaxtında nominal dəyərində nisbətən %-lə;

$t_n - t_{real}$ – istiqrazın ödəmə müddətinə qədər vaxt.

İnvestor qiymətli kağızlara investisiya qoyuluşunun səmərəliliyini müəyyən etmək üçün kupon istiqrazın ödəmə müddətinə qədər tutmaq niyyətində olduqda (yəni uzunmüddətli investor), aşağıdakı düstur ilə ödəniş axınının (NPV) xalis gəlirini hesablamaq mümkündür:

$$NRV = P_{real t_{real}} + \sum_{t_n > t_{alıs}} \frac{K_{t_n}}{(1 + E_d)^{t_n}} + \frac{100}{(1 + E_d)^{T - t_{real}}} \quad (1.2.8)$$

burada NRV – ödəniş axınından xalis pul gəliri;

E_d – digər investisiya variantları üzrə gəlir dərəcəsidir.

Bu düsturda, yalnız istiqrazın alınmasından sonra gələn kupon ödənişləri hesablanır.

Qısamüddətli investor istiqrazların ödəmə üçün ən münasib vaxtda reallaşdırır. Bu halda, qərar qəbul edərkən, o, gün ərzində istiqrazlar cari gəlirlilik qiymətlərlə istifadə etməlidir.

İstiqrazın cari gəlirlilik normasını illik gəlirlilik normasına saymaq olar [148, s.128]:

$$GN = (1 + GN_{ist.cari})^{365} - 1 \quad (1.2.9)$$

burada GN – istiqrazın illik gəlirlilik norması;

$GN_{ist.cari}$ – istiqrazın cari gəlirlilik norması.

Bir istiqrazın alınmasında aktivlərin investisiya edildiyi gündən etibarən satışın qiyməti məlum deyil, onun qiyməti yalnız proqnozlaşdırıla bilər, bu halda istiqrazlardakı qısamüddətli investisiyalar riski uzunmüddətli istiqrazlara nisbətən əhəmiyyətli dərəcədə böyükdür.

Qeyd etmək lazımdır ki, istiqrazların emissiya müddətinin tam ödənilməsi ilə bağlı ödənişlər edilməsinin effektivliyi ($GN_{ist.qayt.faizi}$) aşağıdakı düstur ilə müəyyənləşdirilə bilər:

$$GN_{ist.qayt.faizi} = \frac{100 + Q_{faiz}}{\left[\frac{P_{real_{real}}}{100} \right]^{\frac{1}{T - t_{real}}}} \quad (1.2.10)$$

burada Q_{faiz} – istiqrazlar üzrə faiz dərəcəsi.

$P_{real_{real}}$ – istiqrazın cari alış qiyməti, alınması zamanı nominal dəyərində olan faiz;

$T - t_{real}$ – istiqrazlar illər və ya günlərdə əldə edildikdən sonra ödənilənə qədər qalan vaxt;

Cədvəl 1.2.1
Layihə gəlirlərinin alınmaması riskinə təxmini düzəlişlər

Riskin kəmiyyəti	Layihənin məqsədləri nümunəsi	Riskə düzəlişlərin kəmiyyəti, %
Aşağı	Mənimşənilmiş texnika əsasında istehsalın inkişafına sərmayə	3-5
Orta	Mövcud məhsul satışı həcmnin artırılması	8-10
Yüksək	İstehsal və yeni məhsul bazarına irəlilətmə	13-15
Çox yüksək	Tədqiqatlara və innovasiyalara sərmayə	18-20

Mənbə: [121, s.67].

Maliyyə Nazirliyi və İqtisadiyyat Nazirliyi mütəxəssislərinin hazırladığı metodoloji tövsiyələr diqqətə çatdırdı ki, səmərəliliyi təhlil edərkən planlaşdırılan gəlirlərin alınmaması riskinə düzəlişlərin miqdarına diqqət yetirmək lazımdır. Xüsusilə, bu metodda investisiya layihəsinin məqsədlərinə əsasən riskləri aşağı, orta

və yüksək səviyyədə təsvir etmək təklif edilmişdir (Cədvəl 1.2.1).

İnvestisiya fondlarının mənbəyi kimi, investorlar fond bazarında müəyyən strategiyalardan və fəaliyyət taktikasından istifadə edirlər. Fəaliyyət strategiyasına əsasən, investorlar strateji institusional və spekulator olurlar, taktiki baxımdan isə riskli, orta və konservativ olurlar.

İnstitusional investorların məqsədləri nəzarət olunan şirkətin iqtisadi təhlükəsizliyini və idarəolunmasını qoruyub saxlaması ilə təsbit edilə bilər. Strateji nəzarəti həyata keçirmək üçün xərclərin azaldılması vəzifəsi birja bazarında əməliyyatların mühafizəkar taktika aparılmasını təşviq edir. İnstitusional investorların taktikası, qiymətli kağızlarının valyuta dəyərini artırmaqdan ibarətdir. Spekulatorlar üçün, riskli taktika tipikdir. Risklərin əhəmiyyətli hissəsini üzərinə alaraq, spekulatorlar fond bazarının likvidliyini və institusional investorlar üçün iş şəraitini təmin edir.

Qiymətli kağızlar bazarının əsas iştirakçılarından biri olan banklarda institusional quruculuq proseslərinin sürətlənməsi zəruriliyi bazar strategiyasının tələblərindən irəli gəlir [42, s. 165].

Müasir iqtisadiyyat təkcə institusional deyil, həm də özəl investorların fəaliyyəti üçün şərait yaradır. Hal-hazırda, yerli özəl fond bazarında bir sıra əsas məhsullar var ki, bu da özəl investor qruplarına aiddir. Özəl investorlar üçün bir neçə strategiya müəyyən etmək məcburidir.

Özəl investorlara da daxil olunmalıdır: eyni vaxtda ailə büdcəsinin əsas gəlir mənbəyi olan kiçik ailə müəssisələri; fiziki şəxslər kimi qeydiyyatda alınan, Mərkəzi Bankın istiqrazlarını alan fərdi sahibkarlar.

Bir qayda olaraq, özəl investorların istifadə etdiyi alətlərin likvidliyi yüksəkdir, çünki onların pul vəsaitlərini maliyyə bazarından dərhal çıxarmaq imkanı daha çoxdur. Xüsusi investorlar tərəfindən istifadə olunan alətlərin çeşidi genişdir, çünki sərmayəçilər müxtəlif investisiya məqsədləri və kifayət qədər diversifikasiya həyata keçirmək məqsədilə, risklərin azaldılmasına imkan verən böyük aktivlər tələb edirlər.

Mübadilə məlumatları göstərir ki, Azərbaycan fond bazarında xüsusi investorların investisiyalarına cəlbedici müxtəlif alətlər mövcuddur. Bunlar səhmlər, istiqrazlar və sabit müddətli müqavilələrdir. Özəl investorun gəlir və xərcləri, əsasən,

öz fondlarını idarə etmək strategiyasına əsaslanır.

Ənənəvi olaraq aktiv (fəal) və passiv investisiya strategiyaları mövcuddur. Fəal idarəetmə strategiyası dəyişən bazar şərtlərinə əsasən müntəzəm portfelin yenidən qurulmasını nəzərdə tutur. Bu, investor tərəfindən bazarın səhv qiymətləndirilmiş aktivləri və onların portfelinə daxil edilməsi ilə bağlıdır. Passiv strategiyasında isə, aktivlərin portfeli bir zamanda formalaşır və şirkətin fəaliyyət zamanı yalnız gəlirləri yenidən investisiya məqsədilə və ya qiymətli kağızların xüsusiyyətlərindəki əhəmiyyətli dəyişikliklə yenidən qurulur [109].

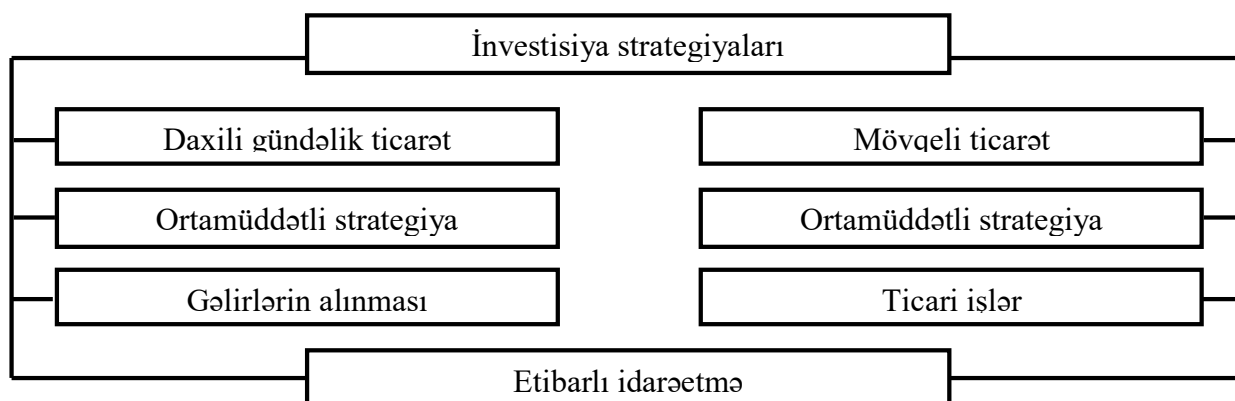
İnvestisiya şirkətləri yalnız tipik bir sıra broker xidmətləri yox, həm də böyük müştərilər üçün əlavə imkanlar təmin edən fərdi müştəri həlləri üçün bir etibarlı xidməti təqdim edə bilər. Etibarlı idarəetmə xidməti müştəri ilə xüsusi hazırlanmış bir strategiya ilə portfelin formalaşmasını nəzərdə tutur. Etibarlı idarəetmə üçün investisiya müddəti ən azı 6 aydır. Strategiyalar portfel meneceri tərəfindən müştəri ilə birlikdə hazırlanır. Bir müştərinin fərdi idarəetmə üsulunun inkişafı, adətən, standart (əsas) strategiyalardan birinə əsaslanır. Fond bazarında etibarın idarəedici formalarından biri də kollektiv investisiyalar təşkilatıdır - qarşılıqlı investisiya fondları (QİF) və bank rəhbərliyinin ümumi fondları (BRÜF) vasitəsilə.

Standart strategiyalar, bir qayda olaraq, üç növdən ibarətdir: aqressiv, bu fondların böyük hissəsi səhmlər almaq üçün gedir; mühafizəkar, borc qiymətli kağızlarına investisiyaların cəlb edilməsi, qarışıq. Mühafizəkar strategiyalarla fondlar istiqrazlara, depozitlərə, qarşılıqlı investisiya fondlarına, pul bazarı fondlarına yatırılır. Aqressiv strategiyalarda fondlar törəmə maliyyə alətləri, səhmdar investisiya fondları, indeks investisiya fondları, vençur qarşılıqlı fondlar, özəl kapital investisiya fondları səhmlərinə qoyulur. Qarışıq strategiyalarda: səhmlər istiqrazlara, depozitlərə qoyulur.

İnvestisiya strategiyalarına dair qərarların qəbul edilməsi üsulları haqqında 1.2.1-ci sxemdə göstərilmişdir.

Gün ərzində fond birjasının strategiyasını tətbiq edərkən, alqı-satqı ən likvid paylarla həyata keçirilir. Hal-hazırda Azərbaycan Respublikasının birjası çox dəyişkəndir, yəni səhmlərin bir iş günü üçün həcmi bir neçə faiz səviyyəsinə görə fərqlənə bilər ki, bu da oyunçuların bir neçə dəqiqə və ya bir neçə saat ərzində gəlir

əldə etməsinə imkan yaradır.



Sxem 1.2.1 Qiymətli kağızlara investisiyanın əsas strategiyaları

Konvensial ticarət vəziyyətində, əldə edilmiş səhmlər dəyərinin artması tendensiyası mövcudluğunda, qiymətli kağızların bir neçə gün ərzində alqı-satqı taktikası tətbiq edilir. Orta müddətli investisiyalarla, səhmlərin alınması bir neçə ay müddətinə, illik böyümə dövrünü və səhmlərin payını istifadə edərək həyata keçirilir. Bu strategiya, bir qayda olaraq, qiymətli kağızların böyük bir paketini idarə edərkən fond bazarı mütəxəssisləri tərəfindən istifadə olunur. Uzunmüddətli investisiyalarla, qiymətli kağızlar bir ildən çox müddətə alınır. Bu strategiyanın tətbiq olunmasına nümunə bir il ərzində fond bazarının bir neçə il ərzində yüzə yüz faiz olacağı 20-40% illik verə bilər.

Dividendlərin alınması üçün bir strategiya tətbiq edərkən, investorlar dividendlər kimi gəlir əldə etmək üçün səhmləri alırlar. Bu zaman, bir qayda olaraq, bunun üçün imtiyazlı səhmlər istifadə olunur, ona görə ki, dividendlər ümumi səhmlər üzrə dividendlərdən çoxdur. Bir çox investor yuxarıdakı strategiyaların birləşməsini qiymətli kağızlara investisiyaların səmərəliliyinin artırılması üçün istifadə edir.

Elmi ədəbiyyatlarda qiymətli kağızlar üzrə investisiya strategiyalarının başqa bir sistemləşdirilməsi mövcuddur. Bəzi mənbələrdə qiymətli kağızlara investisiya qoymaq üçün strategiyaların daha bir sistemləşdirilməsi, xüsusilə, onların risksiz super bazarın gəlirliyi imkanlarının yaradıcı axtarışını ifadə edən aktiv və geniş diversifikasiya edilmiş bazar portfelinin qurulmasını nəzərdə tutan passiv qruplara bölünməsi mövcuddur [86].

Alternativ təsnifata uyğun olaraq, onların əsas göstəricilərinə əsasən qiymətli

kağızlara uzunmüddətli investisiyalar üçün nəzərdə tutulmuş qənaət (investisiya) strategiyası; likvid payı daha çox verməyə hazır olan investitorlara yönəlmiş mövqələr (orta müddətli) strategiyalar; mövqələri növbəti günə köçürmədən, gün ərzində uzun və ya qısa mövqələrlə mübadilə ticarətini əhatə edən (daytrading); güclü bazar hərəkətlərində ticarətdən ibarət olan (intraday) spekulativ strategiyalardan biri kimi (scalping); bir investisiya obyektini kimi istiqrazların istifadəsinə əsaslanan istiqraz strategiyalarını meydana çıxarırlar.

Eyni zamanda, qiymətli kağızlara sərmayə qoymaq üçün effektiv bir strategiyayı hazırlayarkən, bazar fəaliyyətinin 4 illik dövrünü; effektiv diversifikasiyadan fəal istifadə; investisiyaların inflyasiyanın mənfi təsirindən qorunması üsullarını və s. nəzərə almaq lazımdır.

İnvestisiya metodları və investisiya qərarları haqqında tezislər üzərində işləyən nəzəri qaynaqların təhlili bizə Cədvəl 1.2.2-də verilmiş qiymətli kağızlar üzrə əsas investisiya strategiyalarını sistemləşdirməyə imkan verdi. Aşağıda qeyd olunanları nəzərə almaqla, təklif olunan sistemləşdirmə investitorun qiymətli kağızlar bazarında mövcud olan qiymətli kağızların çeşidindən özü üçün ən rahatını seçməyə imkan verəcəkdir.

Cədvəl 1.2.2
Qiymətli kağızlara investisiya strategiyaları

Sıra №-si	Qrup	Strategiyalar
1	Passiv strategiyalar	“Aldım və götür” strategiyası
		Dividend strategiyası
2	Aktiv strategiyalar	
2.1	Situasiyalı strategiyalar	Qovuşma prosesində yerləşən şirkətlərin səhmlərinə investisiyalar
		Yüklənmiş qiymətli kağızlarla (ipoteka kağızları daxil olmaqla) ticarət
		Korporasiyanın həyatında dəqiq fərqləndirilən digər nadir iqtisadi situasiyalar
2.2	Nisbi dəyər strategiyaları	Səhm bazarının market-neytral strategiyaları
		Təsbit edilmiş gəlirə malik kağızlara investisiyalar
		Dönərli kağızlara investisiyalar
		İpoteka yatırımı
		Törəmə maliyyə alətlərinə investisiyalar
2.3	Bazar hedcinqi strategiyaları	Adi səhmlərə investisiyalar
2.4	Spekulativ strategiyalar	Sistem strategiyaları
		Diskret strategiyaları

İşin bu hissəsinin nəticələrini yekunlaşdıraraq qeyd etmək lazımdır ki, Azərbaycan fond bazarının alətlərinə investisiya strategiyasının seçilməsi çox saylı amillərə həssasdır. İqtisadi səmərəliliyin hesablanmış göstəriciləri və QKB-nın tənzimlənməsi və nəzarətində dəyişikliklər, investorların inflyasiya gözləmələri, SRO və peşəkar iştirakçıların səlahiyyətləri yuxarıda müzakirə olunub.

Bundan əlavə, Azərbaycanda QKB hələ də yüksək inkişaf səviyyəsinə çatmamasına baxmayaraq, investorlar özləri üçün aydın və inamla müəyyən edilmiş strategiyaya riayət etməyə meyilli deyillər. Daha əvvəl qeyd etdiyimiz kimi, hazırkı dövrdə Azərbaycanda qiymətli kağızların idarə olunması üçün potensial fərdi investorların bilik və bacarıq səviyyəsi çox aşağıdır. Buna müxtəlif sosial-iqtisadi şərtlər təsir edir. Buna görə də, potensial strategiyaların olduqca ətraflı sistemləşdirilməsi (onların xüsusiyyətləri, üstünlükləri və mənfi cəhətləri) yönümündə investisiya qərarları qəbul etmək üçün göstərilən təşəbbüs metodik dəstək sənədlərindən biri kimi xidmət etməlidir.

Daxili QKB-nın uyğun inkişafının sonrakı çox mühüm təsiri olan fond bazarında edilən investisiyaların ümumi sosial təsirinin artımı baş verəcəkdir. Burada ikitərəfli fond bazarının səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi məsələlərinin mühüm əhəmiyyəti vardır. Belə ki, bu, Azərbaycan investorları tərəfindən perspektivli qərarların qəbul edilməsi üçün çox vacibdir.

Yerli tədqiqatçıların da qeyd etdiyi kimi, - “Bazar iqtisadiyyatının inkişaf etdiyi ölkələrdə müxtəlif layihələrə qoyulmuş vəsaitlərin gəlirliliyinin (səmərəliliyi) müqayisə edilməsinə əsaslanan qiymətləndirmə metodlarının tətbiq olunması Azərbaycanda da həyata keçirilməlidir. Bununla belə investisiyalara alternativ olaraq digər layihələrə maliyyə qoyuluşları çıxış edə bilər. Bunun metodikası geniş olmaqla iqtisadi subyektlərin müxtəlifliyinə və maliyyə bazarındakı mövqeyinə görə dəyişir” [39, s.156].

İnvestisiya siyasətinin qiymətləndirilməsi bir sıra meyarlar üzrə aparılır: ilk növbədə bu siyasətin bankın ümumi iqtisadi siyasətinə uyğun gəlməsi; onun məqsəd istiqamət və müddətləri ilə üst-üstə düşməsi; bu siyasətin reallaşdırma dərəcəsi və investisiya siyasətinin səmərəliliyi [41, s.142]. Banklarda institusional quruculuq

proseslərinin sürətlənməsi zəruriliyi bazar strategiyasının tələblərindən irəli gəlir [42, s.165].

İqtisadi ədəbiyyatda fond bazarının səmərəliliyini müəyyən etmək üçün bir neçə yanaşmadan istifadə olunur. Birinci yanaşmaya əsasən, qiymətləndirmə bazarın kapitalaşdırılması; birjada qeyd olunan səhmlərin emitentlərinin sayı; səhm ticarətinin dövriyyəsi kimi meyarlar əsasında həyata keçirilir. İkinci yanaşmaya əsasən fond birjasının fəaliyyətinin mahiyyətini birja ticarəti təşkil edir, ona görə də birja ticarətinin səmərəliliyini qiymətləndirməklə fond bazarının fəaliyyətinin səmərəliliyi qiymətləndirilə bilər. Üçüncü yanaşma fond birjası fəaliyyətinin kompleks səmərəlilik və cari səmərəlilik göstəricilərindən istifadəyə əsaslanır.

Fikrimizcə, bu və ya digər yanaşmaya üstünlük verməkdə heç bir ziddiyyət yoxdur və həm də onları hətta birləşdirmək də lazımdır, çünki variantlardan birini üstün tutmaqla, Azərbaycan kimi gənc və hələlik çox da dayanıqlı olmayan bazarın obyektiv mənzərəsini yaratmaq çətindir. Bu baxımdan, dissertasiyanın bu hissəsində əhəmiyyətli və düzgünlük baxımından onların sıralanması yox, əksinə onların qarşılıqlı əlaqələri və sinergetik effekti nəzərə alınaraq nəzərdən keçiriləcəkdir.

Beləliklə, məlum olduğu kimi, inkişaf etmiş fond bazarının fəaliyyətində mühüm rol fond birjalarına məxsusdur ki, bunu da xüsusilə o fakt sübut edir ki, inkişaf etmiş ölkələrin fond bazarında qiymətli kağızların alqı-satqısı əməliyyatları həcmnin 95%-dən çoxu məhz onların vasitəsilə həyata keçirilir [85]. Ona görə də, fond bazarının fəaliyyətinin səmərəliliyini, birja ticarətinin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsini aparmaqla müəyyən etmək olar.

Qiymətli kağızlara investisiya strategiyalarına yuxarıda baxılmışdır. Bu və ya digər strategiyanın tətbiqi birja ticarətinin səmərəliliyi ilə bağlıdır. Şübhəsiz ki, birjada ticarətin alternativləri var – bir bank depozitinə pul investisiyası və inflyasiya ilə müqayisədə, daha kiçik risklə mənfəət qazanmaq. Odur ki, əgər bu fəaliyyətin gəlirliliyi orta bank depozitinin gəlirləri ilə müqayisə olunsaydı, birjada fəal idarəetmənin mənası yoxdur [116]. Birja ticarətinin risklərini nəzərə alaraq, bu riskləri əsaslandırmaq üçün gəlir bank gəlirindən bir neçə dəfə çox olmalıdır. Buna görə, birja ticarətinin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi üçün ilkin mövqe bank

depozitinin gəlirliliyi ilə müqayisəsidir.

Uzunmüddətli perspektivdə, əsas problem qazanc əldə edərkən riskdir. Bu vəziyyətdə, birja ticarətinin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi riskə olan gəlir ilə əlaqədar həyata keçirilir. Birja ticarətində gəlirlik/risk nisbəti mümkün qədər yüksək olmalıdır, əks halda aktiv idarəetmədə heç bir məna yoxdur-bazarda uzun müddət sərmayə qoymaq və mövqeyini saxlamaq daha yaxşı olar.

Nəzəri mənbələrdə rast gəlinən digər bir yanaşma, birja ticarətinin səmərəliliyinin iki bir-birinə bağlı göstəricilərinin istifadəsinə əsaslanır:

1) daxili və xarici bazarlarda inkişafın və rəqabət qabiliyyətinin qiymətləndirilməsini təmin edən birja fəaliyyəti səmərəliliyinin kompleks göstəricisi;

2) bazarın inkişaf tendensiyalarını və qiymətli kağızların alqı-satqısı prosesinin dinamikasına müxtəlif amillərin təsirini əks etdirən fond birjasının səmərəliliyinin cari göstəricisi.

Bir qayda olaraq, fond birjalarının səmərəliliyi bazar kapitallaşması; birjada qeyd olunan səhmlərin emitentlərinin sayı; fond ticarətinin dövriyyəsi kimi meyarlardan istifadə etməklə qiymətləndirilir. Birja dövriyyəsində iştirak edən qiymətli kağızların valyuta dəyərini əks etdirən kapitallaşma birja fəaliyyətinin səmərəliliyinin bir kompleks göstəricisidir. Fond bazarının kapitallaşdırılması, müntəzəm kotirovkaya malik şirkətlərin buraxılmış səhmlərinin ümumi valyuta məzənnəsi kimi başa düşülür. Bu göstərici, qiymətli kağızlarla və potensial investorların emitent kapitalının investisiya prosesində iştirakı ilə əlaqəli milli sərvətin böyüklüyünü göstərir. Bu konsepsiyanın xarakterizə olunması üçün müxtəlif yanaşmalar nəzərə alınmaqla, kapitalizasiya aşağıdakı kimi müəyyənləşdirilə bilər:

a) mənfəətin sərmayəyə çevrilməsi;

b) qiymətli kağızlardan əldə olunan gəlir əsasında hesablanan xəyali kapitalın formalaşması prosesi;

c) illik gəlirlərin yığılmasından kapital sərmayələrini əks etdirən təkrarlanmayan xərclərin ödənilməsi;

d) səhmlərin ümumi sayına görə şirkətin adi səhmlərinin kotirovkası.

1.3. Qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti və inkişafı sahəsində beynəlxalq təcrübə

Qiymətli kağızlar bazarının mövcud modellərini qiymətləndirmək üçün, ilk növbədə, tarixə müraciət etmək lazımdır. Məlum olduğu kimi, dünya qiymətli kağızlar bazarının təcrübəsi 150 ildən çoxdur və bir neçə əsas mərhələyə bölünə bilər:

1) XIX əsrin sonu (Birinci Dünya müharibəsindən əvvəl) - XX əsrin əvvəli-Maliyyə resurslarına ehtiyacı olan xarici emitentlərin istiqrazlarının epizodik buraxılışı;

2) XX əsrin 50-60-cı illər - Elmi və texnoloji inqilab, inteqrasiya proseslərinin inkişafı, ümumi çoxmillətli valyutaların tətbiqi, bankçılıq və mübadilə biznesinin səmərəliliyi şəraitində doğulmuş böyük layihələrin həyata keçirilməsi üçün müxtəlif ölkələrdən sərmayəni cəlb etmək zəruriliyi ilə, transmilli korporasiyalar və bankların yaradıldığı ölkələrdən kapitalın kütləvi ixracı;

3) XX əsrin 60-cı illərin sonu - XX əsrin 90-cı illəri-Dünya iqtisadiyyatının formalaşması, sənayeləşmiş ölkələr arasında güclü əlaqələrin qurulması, xəyali kapitalının milli istiqrazlarından, beynəlxalq müqavilələrlə müəyyən edilmiş qanunlar əsasında fəaliyyət göstərən euro istiqrazlarına və avro səhmlərinə keçid.

4) XX əsrin 90-cı illər - Beynəlxalq fond bazarında Azərbaycan da daxil olmaqla, keçmiş sosialist dövlətlərinin qoşulması.

QKB təkamülünün göstərilən dövrləşməsi dövlət və cəmiyyət tərəfindən nəzarət olunan, maliyyə öhdəlikləri vasitəsilə azad ticarətin tənzimlənməsi mexanizmin inkişaf etdirilməsinin uzunmüddətli proses olduğunu sübut edir. İqtisadi təcrübə qiymətli kağızlar bazarının Avropa və Amerika modelləri kimi iki modelin mövcudluğunu göstərir:

Alman və ya qitənin adı ilə adlandırılan Avropa modeli [102, s.12-14] daha yetkin yaşa malikdir (1602-ci ildən - Amsterdam Fond Birjasının qurulma vaxtı). Bu modelin özəlliyi də odur ki, qiymətli kağızlar bazarında əsas yeri banklar tutur [169] – onlara adi bank əməliyyatlarını fond bazarında əməliyyatlarla birləşdirməyə icazə verilir. Belə bir sistem Almaniya ilə yanaşı, Fransa, İsveçrə və digər Avropa

ölkələrində fəaliyyət göstərir - Belçika, İtaliya, Avstriya və s. Avropa sistemində dövlətin müdaxiləsi minimaldır, lakin buna baxmayaraq, mövcuddur [97, s.37]. Bu onunla izah edilir ki, belə bir modelin fəaliyyət göstərdiyi ölkələrdə, qiymətli kağızlar bazarı daxil olmaqla, biznesin aparılması üçün yüksək hüquqi mədəniyyət mövcuddur. Qeyd etmək lazımdır ki, Avropa qitəsindəki investisiyalar, Amerika modelindən fərqli olaraq, daha çox qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçı kimi ixtisaslaşan banklar tərəfindən həyata keçirilir. İnvestisiya cəlb etməyin belə bir sistemi daha çox kiçik Avropa ölkələri üçün xarakterikdir.

Amerika modelinin (həmçinin Anglo - Sakson da adlanır) [168]. Avropa ilə əsas fərqi bazarın idarə olunmasında dövlətin tətbiqidir. Bu sahədə qanunvericiliyin tətbiqi təcrübəsi xüsusi maraq kəsb edir. Belə ki, qiymətli kağızların dövriyyəsi bir ştatla məhdudlaşdıqda, o zaman regional qanunlar tətbiq olunur. Dövriyyə sahəsi ştatla məhdud olan qiymətli kağızlar, qiymətli kağızlarla əməliyyatlar aparan brokerlər, dilerlər və birjalar federal qanunlar çərçivəsinə düşürlər [120, s.23]. Eyni zamanda, ştatların böyük səlahiyyətləri var. Nəticədə, federal qanunların ştat qanunlarına əlavə olunması sayəsində bu sxemlə investorların mümkün itkilərdən ikiqat müdafiəsi sistemi yaradılır.

Bu gün London Fond Birjası müzakirə olunmayan liderdir (ingilis dilindən London stock exchange – LSE). O, iki sahə ilə təmsil olunur: əsas (main market) və alternativ (alternative investment market - AIM). London fond birjasında illik onlarla milyard dollar həcmi ilə qiymətli kağızların açıq yerləşdirilməsi keçirilir [151].

Azərbaycan şirkətlərinin əksəriyyəti üçün LSE prestiji səbəbindən cəlbedicidir. Lakin, onlardan çoxu London bazarına girməyə qadir ola bilmirlər və buna görə də daha sərt xarakter daşıyan alternativ sahəni seçirlər.

AIM-ə gedən şirkətlər LSE-ə daxil olduqları kimi eyni tələblərə malik deyillər. Bu variantın da öz məhdudiyyətləri var. Beləliklə, bu sahəyə çıxması yalnız şirkətin yerləşdirəcəyi payın dəyəri 70 milyon dollardan artıq olan halda əsaslandırılacaq; əks halda onun xərcləri həddindən artıq böyük olacaq. AIM, LSE-dən yerləşdirmə həcmnin az olduğu, qiymətlər isə bir qədər aşağı olması ilə xarakterizə olunur. Lakin eyni zamanda bu alternativ sahədə kotirovkaların dəyişməsi daha əhəmiyyətlidir və

yerləşdirmə dəyəri daha yüksəkdir (əsas sahəyə yerləşdirmə miqdarı 3-5% ilə müqayisədə 8-15% təşkil edir) [192].

London Fond Birjasına daha əlverişli alternativini olmaq üçün Varşava və Frankfurt fond birjalrı tərəfindən addımlar atılır. Onlar Avropa şirkətləri arasında, öz xidmətlərinin inkişafına nisbətən yaxın dövrlərdə başlamışdırlar, halbuki London fond birjası artıq kifayət qədər uzun müddət və inadla bununla məşğul olur. LSE həmişə, yerli şirkətlərin xidmət xərcləri və bu sahədə yerləşdirmə qaydaları barədə ətraflı məlumatlandırmasına kömək edən aktiv reklam kampaniyaları ilə tanınmışdır.

Hazırda Frankfurt Fond Birjasının operatoru Deutsche Börse Qrupunun ictimai hüquq fəaliyyətinə malik olan bir təşkilatıdır. O, ən optimal və şəffaf rejimdə tenderin təşkilini təmin edir. Frankfurt Fond Birjasında Almaniyada səhmlərin dövriyyəsinin təxminən 90%-ə qədəri həyata keçirilir. Bu fond birjasına beynəlxalq hüququ listingdə iştirak edən 300 müəssisədən 140-nın xarici olması faktı qazandırır və bugünkü gəlir, mənfəət və bazar kapitalizasiyası göstəriciləri onu dünyanın ən böyük fond birjası edir [179].

Frankfurt fond birjası listingi kifayət qədər aşağı dəyərli emitentləri cəlb etməyə cəhd göstərir. Bununla yanaşı Frankfurtda IPO (səhmlərin ilkin kütləvi təklifi) həyata keçirən şirkətlər, akkreditə edilmiş birja məsləhətçilərinin (listing partners) xidmətlərinə də xərclər ödəməlidir, bu da listing qiymətini əhəmiyyətli dərəcədə artırır. Buna baxmayaraq, Frankfurt Fond Birjasına qəbul prosesi ən operativ proses kimi təqdim olunur. Müqayisə üçün: London Fond Birjasında öz səhmlərini yerləşdirmək üçün şirkətin illərlə hazırlaşması lazımdır, halbuki Frankfurta düşmək üçün təxminən beş ay hazırlıq tələb olunur. Frankfurt Fond Birjası dünyanın bütün investorlarına çıxışını təmin etmək üçün dünya bazarında nağd əməliyyatların ən sıx elektron ticarət sistemlərindən biri olan və Avropada likvidliyin təmərküzləşməsində aparıcı mövqe tutan Xetra ticarət sistemindən istifadə edir [179].

Daha aşağı qiymətlərlə emitentləri cəlb etmək istəyən Varşava birjasıdır. Bəyan edilən məzənnələrə görə burada yerləşdirməyə çəkilən orta xərclər cəlb edilən ümumi məbləğin 5%-ni təşkil edir. Varşava Fond Birjasında bazarın tənzimlənməsinin vacibliyi vurğulanır - bu səbəbdən gələcəkdə Milli Qiymətli Kağızlar Komissiyaları

tərəfindən tənzimlənən digər dünya birjalarında yerləşdirmək mümkün olacaqdır. Nəticədə, üç investor qrupu fəaliyyət göstərir: fiziki şəxslər, Polşa və xarici institusional investorlar. Buna baxmayaraq, Varşava bazarının imkanları hələ də çox əhəmiyyətsizdir və buna görə də yalnız istəkləri olduqca ciddi olan müəssisələr üçün cəlb edici ola bilər (təxminən 50 milyon ABŞ dolları). Səhmləri ən azı 100-200 milyon ABŞ dollarına satmaq istəyən emitentlər bu bazarda səmərəsizdirlər. Lakin, buna baxmayaraq, Varşava Fond Birjasının kiçik yerləşdirmələr üçün özünün fəth etdiyi mövqeyi və yeri var. Yerli şirkətlərin işi də bu mübadilədə yalnız 10 xarici emitentin verildiyi faktı ilə dəstəklənir. Bundan başqa yüzlərlə xarici şirkətlərə malik olan Londondan fərqli olaraq, Varşavadada investorların diqqətini cəlb etmək daha asandır.

Fond bazarlarının iki növ modelinin əsas konsepsiyasını götürsək, onların 1.3.1-ci cədvəldə göstərilən əsas fərqlərini müəyyən etmək olar.

Cədvəl 1.3.1

Əsas fond bazarı modellərinin xüsusiyyətləri

	<i>AVROPA MODELİ</i>	<i>AMERİKA MODELİ</i>
<i>Nümayəndələri</i>	Almaniya, Fransa, İsveçrə, Belçika, İtaliya, Avstriya	Birləşmiş Ştatlar, Böyük Britaniya
Bankların qiymətli kağızlarla işləmək hüququ	Banklar demək olar ki, məhdudiyyətsiz dəyərli qiymətli kağızlarla fəaliyyət göstərirlər	Səhmlər üzrə investisiyalar banklara qadağandır
Dövlətin iştirakı	Dövlətin minimal müdaxiləsi	Bazarın idarə olunmasında dövlətin fəal iştirakı
Korporativ İdarəetmə	Insider korporativ idarəetmə sistemi	Korporativ idarəetmənin outsider növü
Maliyyə sektorunda hökmranlıq	İqtisadiyyatda bankların hökmranlığı	Maliyyə sektorunda kapital bazarının böyük əhəmiyyəti
Korporativ strategiya	Mühafizəkar	Xarici dəyişikliklərin idarəetmə strategiyasına uyğun, çevik uyğunlaşdırılmışdır

Mənbə: Müəllif tərəfindən yerli və xarici elmi mənbələrin müqayisəsi əsasında tərtib edilmişdir.

Bununla yanaşı, biz ayrı-ayrılıqda vurğulamalıyıq ki, fikrimizcə, aşağıda göstərilən meyarlara əsasən Avropa və ya Anglo-Sakson tipinə uyğun olaraq təsnifləşdirilə bilməyən milli fond bazarı modellərinin bir hissəsi var. Buraya, xüsusilə 1990-cı illərin əvvəllərində mövcud olan post-sosialist ölkələrini daxil edə bilərik. İnzibati və iqtisadi struktur dəyişikliyindən sonra, özəlləşdirmə, əmlakın özəlləşdirilməsi başlandı, bazar sistemində xas olan iqtisadi qurumlar yaranmışdır və

ilk qeyri-dövlət qiymətli kağızları ortaya çıxmışdır.

Yaşar Məmmədovun fikrincə, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üzrə modellər iqtisadi inkişaf modellərindən asılı olaraq formalaşsa da, onlar daha çox maliyyə vasitəçilərinin (bankların və ya qeyri-bankların) xarakteri ilə bağlı olmaqla üç modelin mövcudluğu anlamına gəlir [46, s.162]:

- qiymətli kağızlar üzrə qeyri-bank təşkilatlarının vasitəçi rolunda çıxış etdiyi qeyri-bank modeli (ABŞ);

- bankların vasitəçi rolunda çıxış etdiyi bank modeli (Almaniya);

- bankların və qeyri-bank təşkilatlarının vasitəçi rolunda çıxış etdiyi qarışıq model (Yaponiya).

Qiymətli kağızlar bazarının rolu baxımından, bankın rolu, bankların payı və qeyri-bank maliyyə qurumları ilə əlaqələri, müxtəlif ölkələrin iqtisadiyyatlarının institusional tənzimlənməsi baxımından, maliyyə sisteminin təşkilinin üç əsas modeli aşağıdakılardan ibarətdir:

1. Anglo-Amerikan modeli (Anglo-Saxon modeli): qiymətli kağızların verilməsi yolu ilə iqtisadiyyatın maliyyə bazarında maliyyələşdirilməsini təmin edir.

2. Avropa modeli (Alman, bank, kontinental): bazarda əsas fiqur universal kommertiya bankı, "maliyyə supermarketi" dir.

3. Həm kommertiya banklarının, həm də qeyri-bank broker-diler şirkətlərinin eyni vaxtda və təxminən bərabər hüquqlarla bazarda iştirak edən qarışıq bir modeldir.

1990-cı illərin əvvəllərində Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının qarışıq modeli özbaşına seçildi. Ancaq Azərbaycan kapitalın əsas transformatorları olan bankların Avropa maliyyə modelinə doğru daha çox meyillidir. Qeyd etmək lazımdır ki, 1933-cü ildə Glass-Steagall Aktı ilə ABŞ-da olduğu kimi, 1990-cı illərdə bankların kommertiya və investisiya banklarına sərt bölünməsi sistemi yaradılmalı idi. Bankların bu qanunvericilik bölməsi hazırda investisiya banklarının özlərinin fəaliyyətinin tənzimlənməsi kimi mövcud deyildir.

NAUFOR (Milli Fond Birjası İştirakçıları Milli Assosiasiyası) məlumatlarına əsasən, onların peşəkar fəaliyyətini həyata keçirmək üçün lisenziyalaşdırılmış təşkilatların ümumi sayının 43,5% -i banklardır.

Fond bazarında bankların fəaliyyətini banklar tərəfindən qiymətli kağızlarla aparılan müəyyən əməliyyatlar zamanı yerinə yetirilən müxtəlif rolü əks etdirən dörd növünü ayırmaq olar:

1. bankların emitentlər kimi fəaliyyəti;
2. investor kimi bankların fəaliyyəti;
3. qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları kimi bankların fəaliyyəti;
4. qiymətli kağızlar bazarının xidmətinə aid ənənəvi bank əməliyyatlarının aparılması.

Tədqiqatların nəticələrinə uyğun olaraq qeyd etmək olar ki, qiymətli kağızlar bazarında veksəl münasibətlərinin ən açıq və etibarlı iştirakçıları kommersiya banklarıdır. Kommersiya bankları isə öz növbəsində veksəl təqdimatçıları və veksəl bazarlarının fəal operatorları hesab edilirlər [60, s.174].

Yuxarıda qeyd olunduğu kimi, bankların investisiya fəaliyyətinin təşkilinin bir neçə modeli mövcuddur. Birinci amerikan modeli investisiya bankçılığının və kommersiya bankının fəaliyyətinin ayrılmasını nəzərdə tutur. Depozitlərin cəlb edilməsi və qiymətli kağızlarla əməliyyatlar üzrə söylərini birləşdirilməsinin mümkünsüzlüyü kommersiya bank əmanətçilərinin qiymətli kağızların dəyərinin dəyişməsindən və fond indeksləri göstəricilərinin mənfi dəyişikliklərindən qorunmasını həyata keçirərək, kommersiya bankında depozitin azad seçiminə və ya qiymətli kağızlar bazarında qiymətli kağızların yatırıma zəmanət verir.

İkinci qitə modeli Avropa üçün daha ənənəvidir, depozitlərin cəlbini həyata keçirən, kapital bazarında kreditləşmə və fəaliyyət, o cümlədən vəsaitlərin bazara cəlbinin təşkili ilə məşğul olan bölmələrə malik universal bankların fəaliyyətini nəzərdə tutur. Qiymətli kağızların ticarəti həm kredit təşkilatının, həm də müştərilərin hesabına baş verir. Belə universal transmilli bankların nümunələri kimi, Fransız BNP Paribas və Alman Deutsche Bank göstərilə bilər [87, s.60].

N.B.Kozlov, öz monoqrafiyasında QKB-nın MDB ölkələrində və Şərqi Avropada formalaşmasını nəzərdən keçirir [108, s.83-123]. Məsələn, o, Ukrayna bazarını Rusiya bazarına çox bənzədir, Belarus bazarını isə - əksinə, tənzimlənmənin inzibati üsullarını əsasən qoruyub saxlayan bir bazar kimi səciyyələndirir. Qazaxıstan

QKB MDB-nin Orta Asiya hissəsində, avtoritar - kapitalist Özbəkistan, Tacikistan, Türkmənistandan fərqli olaraq ən inkişaf etmiş hesab edilir. Qeyd etmək lazımdır ki, Qırğızıstanda QKB 2000-ci illərin əvvəllərində həm nəzəri, həm də praktiki səviyyədə olduqca sabit şəkildə inkişaf etmişdir. Elmi əsərlərdə tədbirlər təklif olunmuş, sonra bunlar praktikada planlı şəkildə həyata keçirilmişdir [54], lakin, 2005 və 2010-cu illər dövründəki inqilablar, milli bazarı 1990-cı illərin əvvəllərindəki səviyyəyə qaytardı. Fikrimizcə, eyni tale Ukrayna fond bazarını gözləyir. Yuxarıda göstərilənlərlə əlaqədar olaraq, qeyd etdiyimiz kimi, MDB və Şərqi Avropada dünya fond bazarının seqmenti, Avropa və ya Amerika modelinə aid edilə bilməz. Ona görə də, onlar post-sosialist regionun xüsusi bir növü kimi qəbul edilməlidir. Bununla yanaşı, fond bazarı modellərinin müqayisəli təhlili Azərbaycan fond bazarının formalaşmasında dünya təcrübəsindən istifadə imkanları baxımından maraqlıdır. Bazar iqtisadiyyatının transformasiyası prosesində onun inkişafı çox sürətlə baş vermişdir. Buna görə də dünyanın qabaqcıl ölkələrinin fond bazarı təcrübəsi və modelləri fəal şəkildə istifadə edilmişdir. Bu, Azərbaycanın banklar və qeyri-bank investisiya institutları bazarında bərabər iştirakını nəzərdə tutan qarışıq modelin təşəkkülünə səbəb olur.

Nəzərdən keçirilən modellərin səmərəliliyi ölkələrin fond bazarlarının səmərəlilik göstəriciləri ilə müəyyən olunur. Əvvəlki bölmədə bu barədə geniş məlumat verilmişdir. Lakin, bu aspektdən mütləq və nisbi göstəricilərlə ifadə edilmiş fond birjasının kapitallaşmasının kəmiyyət xüsusiyyətlərini müəyyən etmək vacibdir. Fond birjasının kapitallaşmasının mütləq dəyəri birja dövriyyəsində iştirak edən kapitalın həcmi ilə ölçülür. Kapitallaşmanın nisbi dəyəri ümumi ehtiyatlar miqdarında kapitalın bir hissəsidir. Fond birjasının xəyali kapitallaşmasının müəyyən edilməsi xüsusiyyəti, onun təsviri ümumi kapitalın miqdarına deyil, dövriyyədə iştirak edən kapitalın miqdarına əsaslanır. Belə ki, fond birjasının real kapitallaşmasının ÜDM-ə nisbəti onun nisbi kapitallaşmasının qiymətləndirilməsinin əsas göstəricisidir.

Müqayisə üçün, 1.3.2-ci cədvəldə 2012, 2013 və 2018-ci ildə dünyanın ən böyük 20 fond birjası üzrə bazar kapitallaşmasının həcmi göstərilir.

Cədvəl göründüyü kimi, 2018-cü ildə bazarda kapitallaşma baxımından dünyanın ən böyük fond birjası NEXE Euronext-dir. 2018-cü ildə NEXE Euronext ABŞ bazarı 28,0 trilyon ABŞ dolları həcmində qiymətləndirilir, bu da 2012-ci ilin eyni dövründəkindən 2 dəfə çoxdur. Nasdaq OMX reytinginin ikinci pilləsində yer alıb. Onun eyni dövrdə kapitallaşdırılmanın dəyəri 13,0 trilyon ABŞ dolları təşkil edib, üçüncü pillədə - Tokio Fond Birjası yer alıb. Bu fondun kapitallaşdırılması 6,2 trilyon dollar təşkil edir[189].

Cədvəl 1.3.2

**Bazarın kapitallaşdırılması baxımından dünyanın ən böyük 20 fond birjası
(trilyon ABŞ dolları ilə)**

Mövqe	Birja	2012-ci il	2013-cü il	2018-ci il	2018-ci il 2012-ci ilə nisbətən %-lə
1	NYSE Euronext (ABŞ)	13,7	16,5	28,0	204,4
2	NASDAQ OMX	4,8	5,5	13,0	270,8
3	Tokio Fond Birjası	3,3	4,5	6,2	187,9
4	London Fond Birjası	3,5	4,1	4,6	131,4
5	NYSE Euronext (Avropa)	2,6	3,4	4,6	176,9
6	Hong Kong Fond Birjası	2,5	2,9	4,4	176,0
7	Şanxay Fond Birjası	2,3	2,5	5,0	217,4
8	Toronto Fond Birjası	2,3	2,1	2,2	95,7
9	Deutsche Borse	1,4	1,7	2,3	164,3
10	İsveçrə Fond birjası	1,1	1,4	1,5	136,4
11	Shenzhen Fond Birjası	1,3	1,4	3,5	269,2
12	Avstraliya Fond Birjası	1,2	1,5	1,4	116,7
13	Koreya Fond Birjası	1,1	1,1	1,8	163,6
14	NASDAQ OMX Nordic Exchange	1,2	1,0	1,5	125,0
15	Madrid Fond Birjası	1,2	1,0	0,9	75,0
16	San Paulo Fond Birjası	1,0	1,2	1,0	100,0
17	Bombay Fond Birjası	1,0	1,1	2,3	230,0
18	Hindistan Milli Fond Birjası	1,2	1,1	2,3	191,7
19	Johannesburq Fond Birjası	0,9	0,9	1,2	133,3
20	Tayvan Fond Birjası	0,7	0,8	1,0	14,9

Mənbə: [189]. <http://capitalgains.ru/fondovyj-rynok/20-krupnejshih-birzh-mira.html>

Dünya təcrübəsində fond birjalarının ictimai-hüquqi, xüsusi və qarışıq birjalar kimi 3 tipi məlumdur.

İctimai-hüquqi birjaların yaranması və fəaliyyəti dövlətin nəzarəti altında olur. Dövlət birja ticarəti qanunlarını tərtib edərkən əsas iştirakçı kimi çıxış edir və onların icrasına nəzarəti həyata keçirir, ticarət prosesində birjadakı qayda-qanunlara riayət

olunmasını təmin edir. Belə birja tipi Almaniya və Fransada geniş yayılmışdır.

Xüsusi birjalar adətən səhmdar cəmiyyəti formasında təşkil olunmaqla tam olaraq sərbəst birja ticarəti şəklində fəaliyyət göstərir. Lakin, burada dövlətin heç bir iştirakı olmamasını demək olmaz. Dövlət birja ticarətinin tənzimlənməsində öz öhdəsinə heç bir təminat götürməsə də, burada bağlanan bütün sazişlər qanun çərçivəsində həyata keçirilir, qanun pozuntusunun qarşısı alınır, qanunu pozanlar isə cinayət məsuliyyətinə cəlb edirlər. Böyük Britaniya və ABŞ üçün belə birjalar səciyyəvidir.

Fond birjası səhmdar cəmiyyətləri formasında təşkil olunursa və onların kapitalının yarısından az olmayan hissəsi dövlətə məxsusdursa, onda belə birjalara qarışıq birjalara aid edirlər. Həmin birjaların idarəçiliyi seçilmiş birja orqanı tərəfindən aparılır. Birjanın fəaliyyətinə birja komissarı nəzarəti həyata keçirir və rəsmi olaraq birja məzənnələrini qeydiyyatdan keçirirlər. Belə birjalar İsveçə, İsveçrəyə və Avstriyaya xarakterikdir.

Birja sazişlərində iştirak edəcək iştirakçıların hər biri fond birjası tərəfindən eyni səviyyədə məlumatlandırılmalıdır. Fond birjasının vasitəçi qismində çıxış etməsinə baxmayaraq, o müştəriyə əldə edəcəyi qiymətli kağızın gəlir gətirib-gətirməyəcəyi barədə təminat verə bilməz. Birja tərəfindən müştəriyə ancaq əldə edəcəyi qiymətli kağız haqqında ətraflı məlumat verilə bilər. Qeyd edək ki, birjada yalnız listinqdən keçmiş şirkətlərin səhmləri kotirovka edilir. Birja qiymətli kağızı qiymətləndirmək və onun ekspertiza qiymətini müəyyənləşdirmək üçün qiymətli kağızı emissiya edən şirkətdən mühasibat balansını (auditor tərəfindən yoxlanılmış), mənfəət və zərər hesabat sənədlərini tələb etmək hüququna malikdir. Birja tərəfindən bütün sənədlər toplandıqdan sonra bir ay müddətində onlarla tanış olur və yekun rəy bildirilir.

Listinqin digər bir üstünlüyü odur ki, listinqdən keçmiş şirkətlər kredit idarələri tərəfindən etibarlı hesab olunurlar. Məsələn, Nyu-York Fond Birjasının listinqinə düşmək üçün şirkətlər aşağıdakı tələblərə cavab verməlidirlər:

1. Səhmlərin bazar qiyməti 18 mln.ABŞ dolları olmalı;
2. Tədavüldəki səhmlərin sayı 1100 ədəddən az olmamalı və onların bazar dəyəri 18 mln.ABŞ dolları olmalı;

3. Şirkətin 100 və daha çox səhminə sahib olan 2000 səhmdarı olmalı;

4. Son maliyyə ilinə vergi ödənildikdən sonra gəliri 2,5 mln.ABŞ dolları olmalı və sonuncu iki il üçün 2 mln.ABŞ dolları olmalı;

5. Şirkətin əmlakı isə 18 mln.ABŞ dollarından az olmamalıdır.

Həmçinin qeyd edək ki, hər bir birjanın özünəxas müxtəlif şərtləri vardır. Hər hansı bir birjadan listinqdən uğurla keçməyən şirkət başqa bir birjada listinqdən uğurla keçə bilər. Qiymətli kağızları birjada listinqdən keçmiş şirkətlər investorlar üçün daha faydalıdır. Bu şirkətlər qanun çərçivəsində qiymətli kağızlar emissiya edirlər, beləliklə də investorların aldanılması imkansızlaşır.

Listinqdən uğurla keçmiş şirkətlər öz fəaliyyətləri, həmçinin maliyyə vəziyyətlərinə dair son məlumatları birjaya təqdim etmək məcburiyyətindədirlər. Bununla əlaqədar olaraq investorlar qiymətli kağızların alqı-satqısı zamanı dolğun informasiya əldə edə bilirlər.

Listinqdən keçmiş qiymətli kağızlar üçün birjada sabit bazar mövcuddur.

Fond birjasının mövcud fəaliyyətinin dünya səviyyəsində ümumi qəbul edilmiş səmərəlilik göstəricisi birja indeksləridir. Onların köməkliyi ilə birja sisteminin hazırkı inkişaf vəziyyəti qiymətləndirilir. Belə bir qiymətləndirmənin köməyi ilə birja prosesinin problemləri vaxtında müəyyənləşdirilə və onları həll etmək üçün lazımı tədbirlər görülmə bilər.

Eyni zamanda, fond birjalarının fəaliyyətinin səmərəliliyinin hərtərəfli qiymətləndirilməsi üçün, ölkənin valyuta sisteminin səmərəliliyinin əsas göstəricilərinin tərfi kifayət qədər deyil və fond indeksləri çox az informativdir. Bunun üçün iqtisadi səmərəliliyin əldə edilmiş qiymətləndirmələrin müqayisə bazasını yaratmaq lazımdır. Belə ki, hesablamaların təhlili üçün müqayisəli göstəricilərə, əldə edilmiş nəticələrə müqayisə etməyə imkan verən müəyyən edilmiş normativlərə ehtiyac var. Müqayisə bazasının formalaşması səmərəlilik nəzəriyyəsinin əsasını təşkil edir.

Bu sahədə tədqiqat aparən alimlərin fikrincə, bazar iqtisadiyyatı şəraitində birləşmə və qovuşma üzrə sövdələşmələrin aparılması fond bazarında səhmdar cəmiyyətin qiymətli kağızlarının tədavülünün gəlirliliyi vasitəsilə onların səmərəliliyinin uçotu zərurətini müəyyən edir. Sahibkarlıq fəaliyyətinin səhmdar

formasını mexanizmlərinin reallaşmasının təhlili sənaye və bank kapitalının genişlənməsi meyllərini aşkara çıxardı.

Şirkətin bazar dəyərinin modelləşdirilməsinin nəzəriyyə və təcrübəsində yeniliklərin meydana çıxması məqsədəuyğunluğuna dair bəzi arqumentləri irəli sürmək olar ki, bu da səhmin qiymətləndirilməsinə ənənəvi yanaşmaların nöqsanlarını aradan qaldırır.

Səhmdar kapitalın qiymətləndirilməsi nəzəriyyəsi təkcə ənənəvi qiymətləndirmə metodlarının təkmilləşdirilməsini deyil, həm də real yaradılmış dəyər metodu və real opsiya metodu əsasında yeni yanaşmaların işlənilib hazırlanmasını nəzərdə tutur [54, s.125, 127, 128].

Yerli və xarici mənbələrin təhlili, bizə bir müqayisəli bazanın formalaşması üçün aşağıdakı əsas meyarların müəyyənəşdirilməsinə imkan verdi:

- təhlil edilən variantlardan ən yaxşılarının kəmiyyətləri. Yəni, alınan göstəricilər arasında bazanı müəyyən etmək olar;
- ən yaxşı yerli və xarici variantların kəmiyyətləri;
- mövcud vəziyyətin kəmiyyəti (xüsusən istifadə olunan nümunənin);
- şərti normativin kəmiyyəti, yəni milli iqtisadiyyat, sənaye, region, təşkilat miqyasında təsdiqlənmiş.

Birja fəaliyyətinin səmərəliliyinin kompleks göstəricisi standartını müəyyən etmək üçün, bir neçə il ərzində dünya ölkələrinin kapitallaşmasının orta artımını müəyyən etmək lazımdır. Təhlilə görə, ölkələrin kapitallaşmasında bu artım 160% - dır. Beləliklə, kapitalizasiya standartı növbəti aralıqda yerləşir: $120\% < 160\% < 200\%$, burada, 120% - birja fəaliyyətinin əhəmiyyətsiz dərəcədə səmərəliliyi; 160% - birja fəaliyyətinin orta səmərəliliyi; 200% - birja fəaliyyətinin yüksək səmərəliliyi [84, s.89-90].

Nisbi kapitallaşma normativinin yaradılması fond birjasının fəaliyyətinin səmərəliliyini sona qədər qiymətləndirməyə imkan vermir. Bu, nisbi kapitallaşmanın tərifinin fond bazarının tədqiqat predmeti sayılmayan və çoxsaylı amillərdən asılı olmayan ölkənin ÜDM göstəricisinə əsasən olması ilə izah edilir. Birja əməliyyatlarının səmərəsini fond indeksi əsasında qiymətləndirmək üçün, bizim

fikrimizcə, bu göstəricinin mövcud vəziyyətdə nəzərə alınması zəruridir. Bu, indeksin kifayət qədər dinamik bir meyar olması ilə bağlıdır, buna görə də bazar vəziyyətinin təhlili üçün yeni dəyərin əvvəlki ilə müqayisə edilməsi lazımdır. Birja indeksinin dəyəri satış həcmi və qiymət dinamikasından təsirləndiyinə görə, bu göstəricinin dəyəri daha yüksək olduğundan, birja funksiyaları daha effektivdir. Buna görə, birjaların səmərəliliyini qiymətləndirmək, müəyyən bir müddət ərzində onların fəaliyyətinin nəticələrinin hərtərəfli əsaslandırılmasının istifadəsini nəzərdə tutur.

Bəzi yerli tədqiqatçıların fikrincə, portfel investisiya qoyuluşu fond bazarının müxtəlif sahələrində bütün investisiya fəaliyyətinin nəticələrini planlaşdırmaq, qiymətləndirmək və onlara nəzarət etmək imkanını yaradır. Bu baxımdan portfel investisiya qoyuluşunun əsas məqsədi qiymətli kağızlara müəyyən investisiya xarakteristikası verməklə investisiya şərtlərinin yaxşılaşdırılmasıdır. Bu şərtlərin yaxşılaşması üçün isə ayrıca götürülmüş qiymətli kağız deyil, onların kombinasiyası tələb olunur.

Hal-hazırda inkişaf etməmiş qiymətli kağızlar bazarı şəraitində xarici portfel investisiya qoyuluşu prosesi qeyri-sabit həyata keçirilir. Keçid iqtisadiyyatlı ölkələrin qiymətli kağızlarının dünya fond bazarında yerləşdirilməsi üzrə xarici investisiya fondlarının və banklarının yardımına baxmayaraq xarici portfel investisiyalarının həcmi, hələ ki, böyük deyildir [57, s.171].

Fond birjalarının səmərəliliyinin növbəti göstəricisi birjada göstərilən səhmlərin emitentlərinin sayıdır ki, bu da fond bazarı ilə bağlı investisiyalarda emitentlərin maraqlı olduqlarını və öz investisiya layihələrini həyata keçirmək üçün qiymətli kağızlar bazarının investisiya imkanlarının istifadəsindəki emitentlərin peşəkarlıqlarını göstərir. Bu göstərici dövlət iqtisadi sistemində fond bazarının inkişaf səviyyəsini əks etdirir.

Əgər bazar kapitallaşması baxımından üç lideri götürsək, NYSE Euronext ABŞ (3111 emitent), Kanada (88 emitent), Karib adaları (56 emitent), Latin Amerikasını (87 emitent), Cənubi Afrika (6 emitent), Yaxın Şərq (4 emitent), Avropa (188 emitent), Asiya və Okeaniya (88 emitent) yüksək kapitallaşdırılmış, orta və kiçik şirkətlərinin səhmləri ilə təmsil olunur. NASDAQ OMX, əsasən bio və informasiya

texnologiyaları, media, maliyyə xidmətləri və pərakəndə satış sahələrindən 37 ölkədən 3700 şirkətin səhmlərini satır [190]. Tokio Fond Birjasına gəlincə, 1517 emitent qeydə alınıb ki, bu da ölkədə istehsal olunan malların və xidmətlərin 25 faizindən çoxunu təşkil edir [191]. Fond birjalarının səmərəliliyinin daha bir göstəricisi fond birjasında səhmlərin likvidlik dərəcəsini və fond bazarında brokerlərin marağ dərəcəsini, habelə səhmlərin satışı və səhm bazarının texnologiyasına cəlb olunma miqyasını əks etdirən səhmlərin ticarət dövriyyəsidir.

II FƏSİL. AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ VƏ MALİYYƏ-KREDİT İNSTİTUTLARININ FƏALİYYƏTİNİN MÜASİR VƏZİYYƏTİNİN TƏHLİLİ VƏ QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ

2.1. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dinamikasının təhlili

Azərbaycan Respublikasında fond bazarının formalaşması keçmiş sosialist ölkələrinin əksəriyyətində olduğu kimi özəlləşmə proseslərinin başlanması ilə eyni vaxta düşür.

Keçən əsrin 80-ci illərinin axırı, 90-cı illərin başlanğıcında Şərqi Avropada və keçmiş sovetlər məkanında baş vermiş siyasi transformasiyaların nəticəsində planlı təsərrüfatdan bazar iqtisadiyyatına keçid baş verdi. Yaranmış vəziyyət özəl mülkiyyətə və azad sahibkarlığa əsaslanan yeni hüquqi münasibətlər sisteminin formalaşdırılmasını da tələb edirdi. Bu cür hüquqlarla təminat vasitələrindən biri isə məhz qiymətli kağızlar idi. Heç də təsadüfi deyildir ki, siyasi-iqtisadi tarix baxımından oxşar olan digər ölkələrdəki kimi, Azərbaycan Respublikasında da bu iqtisadi modelin hüquqi əsaslarını yarada bilən ilk qanunvericilik aktları arasında hələ 1992-ci ildə qəbul olunmuş "Qiymətli kağızlar və fond birjaləri haqqında" Qanun da var idi [15].

Bununla belə, keçən əsrin 90-cı illərinin əvvəllərində Azərbaycanda mövcud olan siyasi, hərbi və sosial-iqtisadi şərait əsaslı iqtisadi islahatların aparılması, xüsusilə də maliyyə və fond bazarlarının normal fəaliyyəti üçün lazımi mühiti təmin etmirdi. Lakin, ölkədə sabitlik yalnız 1994-cü ildə təmin olundu və bunun əsasında da radikal iqtisadi islahatların aparılmasına başlandı. 1995-ci ildə özəlləşmənin ilk mərhələsinə start verilməklə səhmlərin buraxılışı və tədavülü ilə bağlı ilkin hüquqi münasibətlər, eləcə də Milli Depozit Mərkəzi və Aukşion Mərkəzi olaraq özəlləşdirmə proseslərinin zəruri infrastrukturunu təmin edən və konkret vəziyyətdə fond bazarı təsisatları funksiyalarını icra edən qurumlar formalaşdı. O dövrdə 1000-

dən artıq səhmdar cəmiyyəti, təqribən 70 min səhmdarı özündə birləşdirən investor təbəqəsi yarandı. Əsaslı iqtisadi islahatlar çərçivəsində yaranmış həmin qurumlar, əslində klassik fond bazarı institutlarının funksiyalarını yerinə yetirmirdilər. Lakin mülkiyyət münasibətlərinin dinamik olması bu aspektdə dövlət tənzimlənməsinə tələbatı zəruriləşdirirdi.

Digər tərəfdən, uğurla aparılan iqtisadi islahatların sayəsində yaranmaqda olan özəl sektor tərəfindən maliyyə xidmətlərinə çıxışı genişləndirmək və uzunmüddətli sərmayə imkanlarını qarşılamaq bu dövrdə aparılan iqtisadi siyasətin başlıca hədəflərindən birinə çevrilirdi. Məhz bununla bağlı səmərəli şəkildə tənzimlənən fond bazarları yaratmaq və beləliklə də qiymətli kağız bazarında vahid dövlət siyasəti formalaşdırmaq və həyata keçirmək üçün 1998-ci ilin 30 dekabrında ölkə Prezidenti tərəfindən "Azərbaycan Respublikası Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi yaratmaq haqqında" fərman imzalandı. Fərman imzalandığı vaxtdan qiymətli kağızlar bazarı növbəti inkişaf mərhələsinə keçdi. Komitənin yaradılması Azərbaycanda mütəşəkkil fond bazarlarını inkişaf etdirmək və tənzimləmək yönündə hərtərəfli uzlaşdırılmış vahid strategiyanın icrasını təmin etdi.

Qiymətli kağız bazarının fəaliyyəti və tənzimlənməsi ilə bağlı hüquqi normativ bazanın təkmilləşdirilməsi həyata keçirildi. Mülki Məcəllədə edilən müvafiq əlavə və dəyişikliklər nəticəsində baza qanunvericiliyinin yeni nəslə qəbul olundu. Mülki Məcəllə ilə müəyyənləşdirilmiş hüquqi çərçivənin tətbiqi üçün bir çox alt normativ sənədlər qəbul edildi.

2000-ci ilin 15 fevralında bir neçə iri bankın və maliyyə strukturlarının təsisçilik etməsi ilə qiymətli kağızlar bazarında əsas ticarət infrastrukturunu hesab olunan Bakı Fond Birjası yaradıldı. Onun əsas funksiyası ölkə qanunvericiliyində nəzərdə tutulan qiymətli kağızların bütün növləri üzrə alqı-satqının təşkil edilməsindən ibarətdir. Həmçinin Milli Depozit Mərkəzinin yenidən təşkili baş verdi, müasir fond bazarının vasitəçiləri olan broker və diler institutları yaranmağa başladı.

Ölkə Prezidenti tərəfindən 2008-ci ilin 19 noyabrında imzalanan "Azərbaycan Respublikası Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsini yaratmaq haqqında" 52 sayılı Sərəncamı və 2009-cu ilin 5 martında imzalanan "Azərbaycan Respublikası Qiymətli

Kağızlar Dövlət Komitəsi haqqında Əsasnamənin və Komitənin Strukturunun təsdiq olunması barədə” 70 sayılı Fərmanı ilə ölkənin qiymətli kağızlar bazarında yeni inkişaf mərhələsi başlanmışdır.

Beləliklə, bazara bir çox müxtəlif maliyyə alətləri daxil edildi və istər özəl, istərsə də dövlət sektoru üzrə kapital bazarlarından maliyyələşmə üçün zəruri şərait yaradıldı.

Ölkə iqtisadiyyatını şaxələndirmək, regional inkişafı, özəl sektoru dəstəkləmək və əhalinin məşğulluq səviyyəsini yüksəltmək yönündə aparılan uğurlu iqtisadi islahatların sayəsində Azərbaycan iqtisadiyyatı 2005-ci ildən etibarən yeni inkişaf mərhələsinə daxil oldu.

Ayrı-ayrı sahələrdə maliyyə resurslarına olan tələbatının ödənilməsi, eləcə də əmtəə istehsalçılarının rəqabətə davamlılığının yüksəldilməsi üçün bəzi yerli iqtisadçılar istər dövlət və istərsə də regional səviyyələrdə fond bazarlarının formalaşdırılmasının normativ bazasının yaradılması və regional korporativ qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması və onların dünya fond bazarlarına çıxışının təmin edilməsi üzrə tədbirlərin görülməsini təklif edirlər [44, s. 163].

2021-ci ilin aprel ayının sonuna olan məlumata əsasən Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyət göstərən investisiya şirkətlərinin sayı 11-ə, fond birjası, eləcə də mərkəzi depozitar və klirinq təşkilatının sayı 1-ə bərabər olmuşdur.

Apardığımız araşdırmalardan aydın olur ki, son illər ərzində respublikanın qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsində xeyli irəliləyiş əldə olunmuş, pozitiv kəmiyyət göstəriciləri ilə bərabər mühüm keyfiyyət dəyişiklikləri də müşahidə edilmişdir. Belə ki, 2020-ci ildə 2010-cu ilə nisbətən bütövlükdə investisiya qiymətli kağızlar bazarında 6,1 dəfə, o cümlədən dövlət qiymətli kağızları 5,7 dəfə korporativ qiymətli kağızlar bazarında 4,2 dəfə artıma nail olunmuşdur.

2019-cu illə müqayisədə isə 2020-ci ildə qiymətli kağızlar bazarının həcmi 65,7% azalaraq 14 130 mln.manata çatmışdır. Bu daha çox həm beynəlxalq, həm də bir çox ölkələrin milli maliyyə bazarlarının əhatə edən global pandemiya ilə əlaqədar biznes aktivliyinin kəskin şəkildə azalmasının nəticəsidir. Gördüyümüz kimi bu Azərbaycan daxili maliyyə bazarından da yan keçməmişdir. Hətta bizim daxili maliyyə bazarımızda bu effekt 2020-ci ildə baş vermiş II Qarabağ müharibəsi

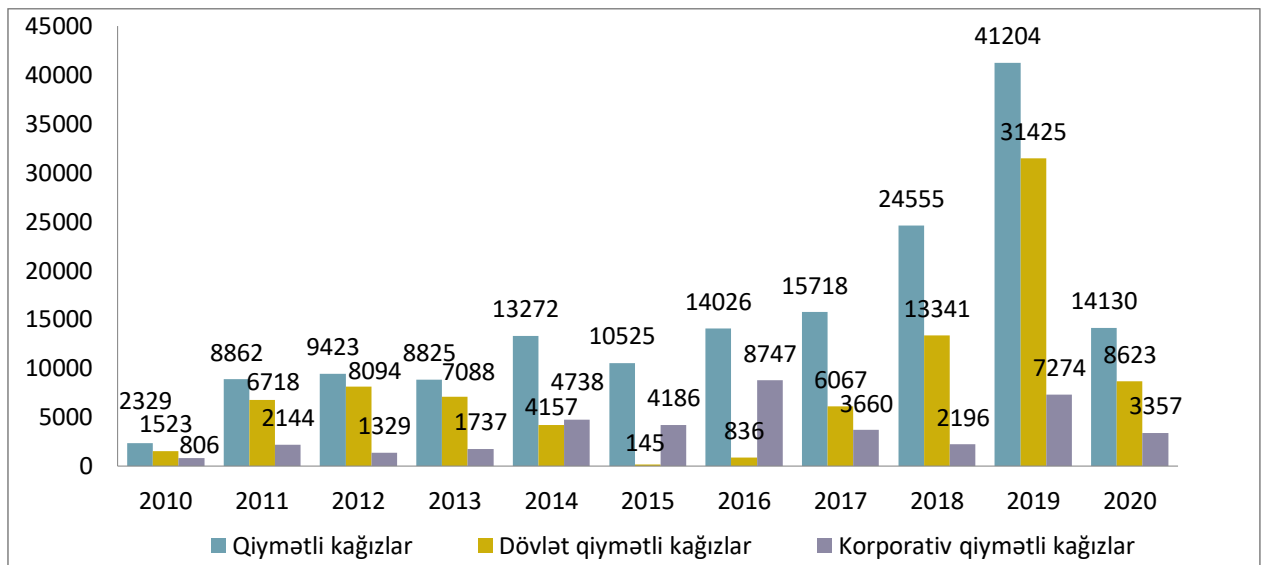
amilinin təsiri ilə daha da güclü olmuşdur. Məlum olduğu kimi müharibə bütün iqtisadi resursların həmçinin də maliyyə resurslarının səmərəli istifadəsinə şərait yaratmır. 2019-cu illə müqayisədə 2020-ci ildə dövlət qiymətli kağızlar bazarı 72,6%, korporativ qiymətli kağızlar bazarı isə 53,9% azalmışdır (Cədvəl 2.1.1 və Qrafik 2.1.1).

Cədvəl 2.1.1

Azərbaycanın investisiya qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsi (mln.manatla)

İllər	Qiymətli kağızlar	o cümlədən	
		Dövlət qiymətli kağızlar	Korporativ qiymətli kağızlar
2010	2 329	1 523	806
2011	8 862	6 718	2 144
2012	9 423	8 094	1 329
2013	8 825	7 088	1 737
2014	13 273	4 157	4 738
2015	10 525	145	4 186
2016	14 026	836	8 747
2017	15 718	6 067	3 660
2018	24 555	13 341	2 196
2019	41 204	31 425	7 274
2020	14 130	8 623	3 357
2020-ci il 2010-cu ilə nisbətən %-lə	606,7	566,2	416,5

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.



Qrafik 2.1.1 Azərbaycanın investisiya qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dinamikası (mln.manatla)

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Nəticədə investisiya qiymətli kağızlar bazarının strukturunda korporativ qiymətli kağızlar bazarının payı 2015-ci ildəki 39,8%-dən, 2016-cı ildə 62,4%-ə yüksəlmiş və 2017-ci və 2018-ci ildə müvafiq olaraq 23,3%-dən və 8,9%-ə enmişdir. 2019-cu ildə isə bu göstərici üzrə 17,7%-artım olduğu halda 2020-ci ildə isə yenidən 23,8%-ə enmişdir. Dövlət qiymətli kağızların və törəmə maliyyə alətlərinin payı isə müvafiq olaraq 2015-ci ildə 1,4 və 58,8%, 2016-cı ildə 6,0 və 31,7%, 2017-ci ildə 38,6 və 37,8%, 2018-ci ildə isə 54,3 və 34,3%, 2019 və 2020-ci illər üzrə isə müvafiq olaraq 76,3% və 61% təşkil etmişdir, törəmə maliyyə alətləri üzrə məlumatlar təqdim olunmamışdır (Cədvəl 2.1.2).

Cədvəl 2.1.2

Azərbaycanın investisiya qiymətli kağızlar bazarının strukturunu (mln.manatla)

Qiymətli kağızların növləri	2015		2016		2017		2018		2019		2020	
	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə
Cəmi	10525	100,0	14026	100,0	15718	100,0	24555	100,0	41204	100,0	14130	100,0
Korporativ qiymətli kağızlar	4186	39,8	8747	62,4	3660	23,3	2196	8,9	7274	17,7	3357	23,8
Dövlət qiymətli kağızlar	145	1,4	836	6,0	6067	38,6	13341	54,3	31425	76,3	8623	61
Törəmə maliyyə alətləri	6194	58,8	4441	31,7	5940	37,8	8406	34,3	-	-	-	-
Repo/əks-repo	-	-	2,0	0,0	52	0,3	612	2,5	2505	6,1	2150	15,2

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Təhlil göstərir ki, korporativ qiymətli kağızlar bazarının strukturunda da xeyli dəyişikliklər baş vermişdir. Belə ki, korporativ qiymətli kağızlar bazarının səhm seqmentində əməliyyatların həcmi 2019-cu ildə 2010-cu illə müqayisədə 2,8 dəfə artaraq 1 446 mln.manat təşkil etmişdir, lakin 2020-ci ildə 2019-cu illə müqayisədə 59,7% azalaraq az qala 2010-cu ilin göstəricisinə çatmışdır - 583 mln.manata çatmışdır. Qeyd edək ki, 2010-cu ildə bu göstərici 502 mln.manat idi yəni, 2020-ci ilin göstəricisindən yalnız 1,2 % az. Korporativ istiqrazlar seqmentində isə 2020-ci

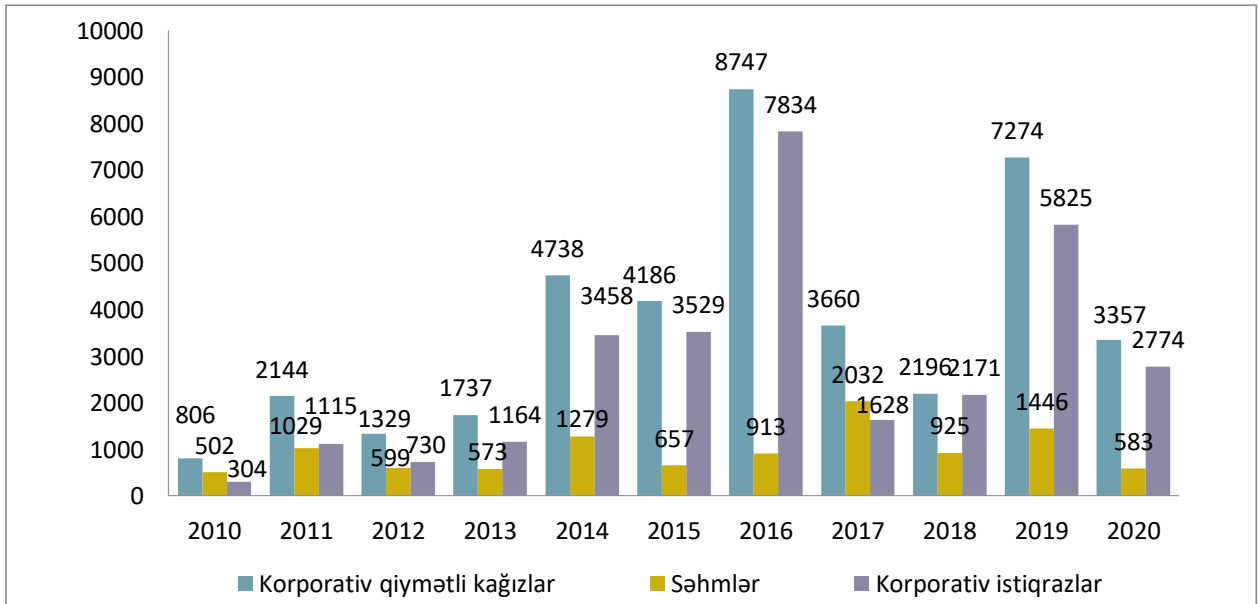
ildə 2010-cu illə müqayisədə 9,1 dəfə artaraq 2774 mln.manata çatmışdır (Cədvəl 2.1.3 və Qrafik 2.1.2).

Cədvəl 2.1.3

Azərbaycanın korporativ qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsi (mln.manatla)

İllər	Korporativ qiymətli kağızlar	o cümlədən	
		Səhmlər	Korporativ istiqrazlar
2010	806	502	304
2011	2 144	1 029	1 115
2012	1 329	599	730
2013	1 737	573	1 164
2014	4 738	1 279	3 458
2015	4 186	657	3 529
2016	8 747	913	7 834
2017	3 660	2 032	1 628
2018	2 196	925	1 271
2019	7 274	1 446	5 828
2020	3 357	583	2 774
2020-ci il 2010-cu ilə nisbətən %-lə	416,5	116,1	912,5

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir



Qrafik 2.1.2 Azərbaycanın korporativ qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dinamikası (mln. manatla)

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Cədvəl 2.1.4

Azərbaycanın korporativ qiymətli kağızlar bazarının strukturu (mln.manatla)

Korporativ qiymətli kağızların növləri	2015		2016		2017		2018		2019		2020	
	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə
Cəmi	4186	100,0	8747	100,0	3660	100,0	2196	100,0	7274	100,0	3358	100,0
Səhmlər	657	15,7	913	10,4	2032	55,5	925	42,1	1446	19,9	583	17,4
Korporativ istiqrazlar	3529	84,3	7834	89,6	1628	44,5	1271	57,9	5828	80,1	2774	82,6

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Nəticədə korporativ qiymətli kağızlar bazarının strukturunda səhmlərin xüsusi çəkisi 2015-ci ildəki 15,7%-dən 2016-cı ildə 10,4%-ə enmiş və 2017-ci ildə 56,0%-ə qalxsa da 2018-ci ildə yenidən 42,1%-ə qədər azalmışdır. 2019-cu ildə səhmlərin xüsusi çəkisi əvvəlki iki ilə nisbətən xeyli azalmış cədvəldən də göründüyü kimi 19,9% təşkil etmişdir. 2020-ci ilin yekun təhlilinə əsasən isə bu göstərici 17,4%-ə enmişdir. Korporativ istiqrazların payı isə bu dövrdə müvafiq olaraq 84,3%-dən 89,6%-ə qalxmış və 2017-ci ildə 44,5%-ə enmə də 2018-ci ildə yenidən 57,9%-ə yüksəlmişdir. 2019-cu ildə 80%, 2020-ci ildə isə əvvəlki illə müqayisədə cüzi artımla (2,5%) 82,6%-ə çataraq yüksəlmə müşahidə edilir ki, bu da xeyli irəliləyişin olduğunu göstərir 2017 və 2018-ci illərə nisbətən (Cədvəl 2.1.4).

Təhlillərdən göründüyü kimi Azərbaycan korporativ qiymətli kağızlar bazarında son on il ərzində (2010-2020-ci illər) istiqrazların xüsusi çəkisi səhmlərin xüsusi çəkisinə nisbətən çox olmuşdur. 2020-ci ildə 2010-cu ilə nisbət 4,2 dəfə üstələmişdir. Belə ki, 2020-ci ildə səhmlər korporativ qiymətli kağızlar bazarının 17,4%-i, istiqrazlar isə 82,6%-i təşkil etmişdir. Bu isə onu göstərir ki, Azərbaycanın daxili korporativ qiymətli kağızlar bazarında borclanma səhmlərə kapital qoyuluşlarından daha çoxdur.

Azərbaycanda dövlət qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsinin 2010-2020-ci illər ərzində təhlili göstərir ki, onların həcmində 2010-2015-ci ildən etibarən azalması müşahidə olunmuş və yalnız 2016-2018-ci illərdə bu yenidən yüksəlməyə

meylli olmuşdur. Xüsusilə də bu özünü 2017-2018-ci illərdə göstərmişdir. Belə ki, 2017-ci ildə ölkənin Maliyyə Nazirliyi tərəfindən daxili borclanma siyasətinin həyata keçirilməsi, eləcə də manata olan təzyiqlərin azaldılması məqsədilə Mərkəzi Bank tərəfindən not buraxılışlarının kəskin artması (2016-cı illə müqayisədə 20 dəfəyə yaxın artaraq 5227 mln.manat təşkil etməsi) nəticəsində dövlət qiymətli kağızlar bazarı 2016-cı illə müqayisədə 2017-ci ildə 7,3 dəfə artaraq 6,1 mlrd.manata çatmışdır. 2019-cu ildə də dövlət qiymətli kağızlar bazarında bu yüksəlmə davam etmiş (2018-ci illə müqayisədə 2,4 dəfə) lakin 2020-ci ildə yenidən 3,9 dəfə yaxın azalaraq 8,6 mlrd.manat olmuşdur (Cədvəl 2.1.5 və Qrafik 2.1.3).

Cədvəl 2.1.5

Azərbaycanda dövlət qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsi

(mln.man)

İllər	Dövlət qiymətli kağızları	o cümlədən		
		Dövlət istiqrazları	Mərkəzi Bankın notları	Repo/əks-repo
2010	1523	456	229	838
2011	6718	281	655	5782
2012	8094	168	1070	6857
2013	7088	135	344	6609
2014	4157	108	508	3541
2015	145	21	-	124
2016	838	567	269	2
2017	6067	839	5227	52
2018	13953	1098	12243	612
2019	33930	2884	28541	2505
2020	8623	1684	6939	2150

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Cədvəl 2.1.5-dən görüldüyü kimi dövlət qiymətli kağızlarının həcmi 2015-ci ildə fevral devalvasiyasından sonra 2014-cü illə müqayisədə 96.5% azalmışdır. 2016-cı ildə isə əvvəlki illə müqayisədə 5,7 dəfə, 2017-ci ildə 7,2 dəfə, 2018-ci ildə 2,3 dəfə, 2019-cu ildə 2,4 dəfə artmışdır. 2020-ci ildə isə 74,6% azalmışdır.

Dövlət qiymətli kağızlarının həcmnin 2016-2019-cu illər ərzindəki artımı AR MB-nın sterilizasiya alətlərindən fəal şəkildə istifadəsi ilə bağlıdır. Belə ki, 2018-ci ildə MB-nın not buraxılışının həcmi 2017-ci ilə nisbətən 6 mlrd.manat və ya 2,3 dəfə artaraq 12 mlrd.manatı üstələyib. MB-nın notları ilə fond birjasında keçirilmiş 51 hər-rac nəticəsində notlar üzrə orta çəkili gəlirliliyin səviyyəsi 8,45 faizə bərabər olmuş-

dur. 2019-cu ildə notların həcmi 2,4 dəfə artaraq 28,541mlrd.manat təşkil etmişdir.

Repo və əks-repo əməliyyatlarına gəldikdə, qeyd edək ki, dövlət istiqrazları üzrə 2017-ci ildə ümumi həcmi 52 milyon manat təşkil etmişdir ki, bu da 2016-cı illə müqayisədə 25 dəfə çoxdur. 2018-ci ildə isə investisiya qiymətli kağızlar bazarında keçirilən repo əməliyyatlarının ümumi məbləği 612 milyon manata bərabər olmuş, aparılan əməliyyatların həcmnin artımı 11,9 dəfə artmış, bu artımın 67%- i və ya 373 mln.manatı dövlət istiqrazları üzrə həyata keçirilmişdir. Repo bazarında bu seqment üzrə əməliyyatların həcmi 13,1 dəfə artmışdır. Onu da qeyd edək ki, 2017-ci ildə AR MB-nın notları ilə repo əməliyyatlarının aparılmamasına rəğmən, 2018-ci ildə keçirilən repo əməliyyatlarının həcmi 180 milyon manat olmuşdur.

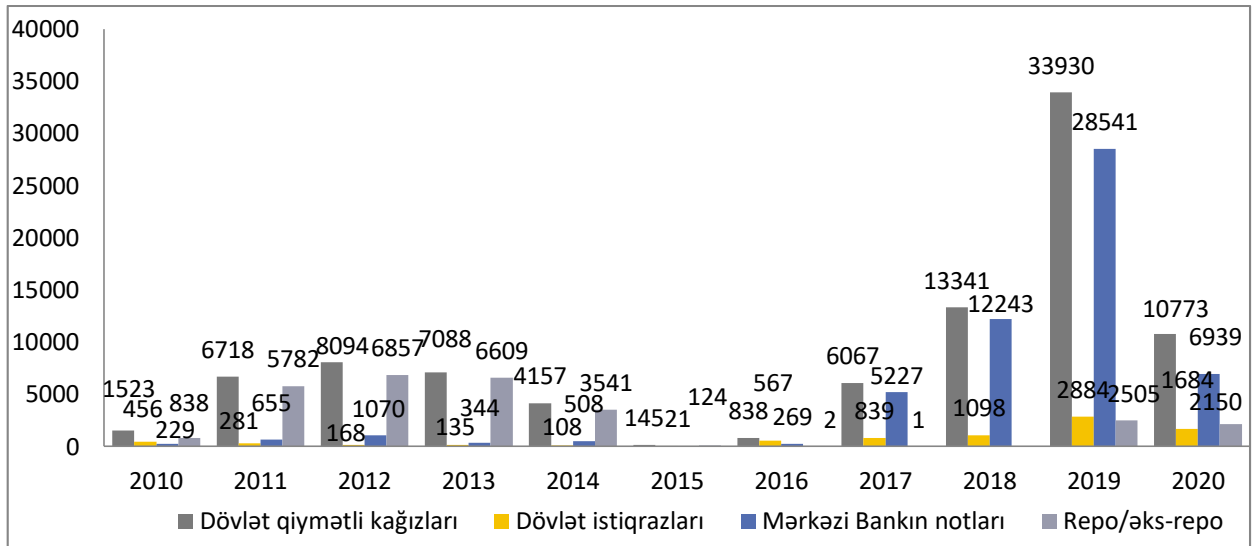
Ölkənin dövlət qiymətli kağızlar bazarının strukturunda əhəmiyyətli dəyişiklik baş vermiş, dövlət istiqrazlarının payı 2015-ci ildəki 14,5 %-dən 2016-cı ildə 67,7%-ə yüksəlsə də, 2017-ci ildə yenidən 13,8 %-ə, 2018-ci ildə 8,2%-ə enmişdir. 2018-ci illə müqayisədə cüzi artım 2019-cu ildə olmuş 8,5%, 2020-ci ildə isə son illərə nəzərən xeyli yəni, 15,6% yüksəlmə qeydə alınmışdır (Cədvəl 2.1.6).

Cədvəl 2.1.6

Azərbaycanın dövlət qiymətli kağızlar bazarının strukturunu (mln.manatla)

Dövlət qiymətli kağızların növləri	2015		2016		2017		2018		2019		2020	
	mln. man	Yekuna görə %-lə	mln. man	Yekuna görə %-lə	mln. man	Yekuna görə %-lə	mln. man	Yekuna görə %-lə	mln. man	Yekuna görə %-lə	mln. man	Yekuna görə %-lə
Cəmi	145	100,0	838	100,0	6067	100,0	133,41	100,0	33930	100,0	10773	100,0
Dövlət istiqrazları	21	14,5	567	67,7	839	13,8	1098	8,2	2884	8,5	1684	15,6
Mərkəzi Bankın notları	-	-	269	32,1	5227	86,2	12243	91,8	28541	84,1	6939	64,4
Repo/ əks-repo	124	85,5	2	0,2	1	0,0	-	-	2505	7,4	2150	20

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.



Qrafik 2.1.3 Azərbaycanda dövlət qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dinamikası (mln.manatla)

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Ölkədə törəmə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsinin 2014-2018-ci illər üzrə təhlili göstərir ki, törəmə maliyyə alətləri bazarının ümumi həcmi 2015-ci ildə ən pik nöqtəyə çatdısa da 2016-cı ildə azalma və 2017-ci və 2018-ci illərdə yenidən artım baş vermişdir (Cədvəl 2.1.7).

**Cədvəl 2.1.7
Azərbaycanda törəmə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsi (mln. manatla)**

İllər	Törəmə qiymətli kağızlar bazarı	o cümlədən	
		əmtəə əsaslı	valyuta əsaslı
2014	4379	205	4173
2015	6194	99	6095
2016	4441	272	4169
2017	5940	402	5538
2018	8406	1030	7376
2019	-	-	-
2020	-	-	-

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

2018-ci il ərzində Bakı Fond Birjasında törəmə maliyyə alətləri platforması üzrə ümumi həcmi 7,4 milyard manat olan valyuta əsaslı, ümumi həcmi 1030 milyon manat təşkil edən əmtəə əsaslı törəmə maliyyələşmə alətləri vasitəsilə ticarət əməliyyatları yerinə yetirilmişdir. Bütövlükdə 2018-ci ildə törəmə maliyyə alətləri

bazarı üzrə ümumi məbləğ 8,41 milyard manata bərabər olmuş və bazarda 2017-ci ilin müvafiq dövrünə nisbətən 41,5 % irəliləmə müşahidə edilmişdir.

Azərbaycanın törəmə maliyyə alətləri bazarının strukturuna nəzər yetirsək görürük ki, valyuta əsaslı maliyyə alətlərinin payında bir qədər azalma baş versə də, o bu bazarda hakim mövqeyini qoruyub saxlamaqdadır (Cədvəl 2.1.8).

Cədvəl 2.1.8
Azərbaycanın törəmə maliyyə alətləri bazarının strukturunu (mln. manatla)

Törəmə maliyyə alətlərinin növləri	2015		2016		2017		2018		2019		2020	
	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə	mln. man.	Yekuna görə %-lə
Cəmi	6194	100,0	4441	100,0	5940	100,0	8406	100,0	-	100,0	-	100,0
əmtəə əsaslı	99	1,6	272	6,1	402	6,8	1030	12,3	-	-	-	-
valyuta əsaslı	6095	98,4	4169	93,9	5538	93,2	7376	87,7	-	-	-	-

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Respublikamızda “2011-2020-ci illərdə qiymətli kağızlar bazarının inkişafını” əhatə edən Dövlət Proqramında nəzərdə tutulan məqsədə nail olunması üçün aşağıdakı vəzifələrin icrası qarşıya qoyulmuşdur:

- qiymətli kağızlar bazarında tənzimləmə mexanizmlərini müasir beynəlxalq təcrübəyə uyğun şəkildə təkmilləşdirmək, qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişaf səviyyəsini yüksəltmək və onun beynəlxalq standartlara uyğunluğunu təmin etmək;
- kapitallaşma dərəcəsinin artırılmasına nail olmaq, iqtisadi layihələri maliyyələşdirərkən qiymətli kağızlar bazarında cəlb edilən inflyasiya mənşəyinə malik olmayan investisiya vəsaitlərindən istifadəni genişləndirmək;
- əhaliyə və iqtisadi subyektlərə məxsus yığımları fond bazarında səmərəli yerləşdirmək məqsədi ilə investisiyaların mühafizə olunduğu və risklərin etibarlı şəkildə idarə edildiyi əlverişli şəraiti yaratmaq;
- milli qiymətli kağızlar bazarını beynəlxalq kapital bazarlarına inteqrasiya etmək üçün müvafiq şərait formalaşdırmaq.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı məqsədilə Dövlət Proqramı çərçivəsində müəyyənləşdirilmiş vəzifələrin mərhələlərlə icrası reallaşdırılmaqdadır.

Hal-hazırda Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarında dövlət qiymətli kağızlar bazarının xüsusi çəkisi 54,3%-dir ki, bunun da 92%-ə qədəri qısamüddətli notlardır, korporativ qiymətli kağızlar bazarının payı isə cəmi 9%-ə bərabərdir.

2.2. Milli fond bazarının infrastrukturunun inkişaf səviyyəsinin və müasir vəziyyətinin qiymətləndirilməsi

Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunu bu bazarda bir sıra funksiyaları həyata keçirməkdə önəmli rola malik peşəkar iştirakçılar təmsil edir. Həmin iştirakçıların sırasına bazarda əqdləri bağlamaqda iştirak edən broker və dilerlər, ticari platformanı, qarşılıqlı öhdəlik və hesablaşmalar aparılmasına şərait yaradan Bakı Fond Birjası, qiymətli kağızların mərkəzləşdirilmiş saxlanmasını və qeydiyyatını təmin edən Milli Depozit Mərkəzi daxildir. Bununla yanaşı, səhmdarlarının sayı 20-yə qədər olan səhmdar cəmiyyətlər qeydiyyatın aparılmasını uyğun ixtisas şəhadətnamələri əldə etməklə özlərinin daxili resurlarının hesabına qarşılaya bilərlər.

Yerli tədqiqatçılar dövlətin iqtisadi siyasətinin mühüm tərkib hissəsi sayılan maliyyə siyasətinin əsas istiqamətləri kimi maliyyə, kredit və pul bazarlarının, eləcə də fond birjalarının fəaliyyətinin təşkili işlərinin aparılması və s. göstəririlər [49, s. 146].

İnvestisiya qoyuluşlarından istifadənin səmərəliliyinin təmin olunması məqsədilə ölkə qanunvericiliyində islahatların davam etdirilməsi, eləcə də enerji bölməsinin özəlləşdirilməsi, qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması, bank sisteminin müasir standartlara uyğunlaşdırılması ilə gələcəkdə Azərbaycan iqtisadiyyatına investisiya axını prosesinə mühüm təsir göstərə bilər [52, s. 350].

Bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarında dövlət nəzarəti və siyasətini həyata keçirmək missiyasını Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi yerinə yetirirdi.

Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin [16] 15-ci paragrafında qiymətli kağız bazarının inkişafında peşəkar iştirakçıların: broker fəaliyyətinin; diler fəaliyyətinin; aktivləri idarəetmə fəaliyyətinin; klirinq fəaliyyətinin; depozitar fəaliyyətin; qiymətli kağız sahiblərinin qeydiyyatının aparılması üzrə fəaliyyətin;

fond birjası fəaliyyətinin bütün növləri öz hüquqi ifadəsini tapmışdır.

Bu günə qədər Azərbaycanın qiymətli kağız bazarında 8 investisiya şirkəti broker və diller lisenziyası almışdır. Hazırda onların 7-i fəaliyyət göstərir (“PSG-Kapital” Investisiya Şirkəti QSC, “Kapital Menecment” Investisiya şirkəti, “İnvest-Az” Investisiya Şirkəti, “AzFinance” Investisiya şirkəti, “Unicapital” Investisiya şirkəti, “PAŞA Kapital” Investisiya şirkəti QSC, “Xalq Kapital” Investisiya şirkəti QSC, “BTB Kapital” Investisiya şirkəti ASC) və onların əksəriyyəti də banklardan törəmə şirkətlərdir.

Hazırda dünyanın bir sıra dövlətlərində mövcud investisiya şirkətləri və fondları sərmayədarların milyonlarla vəsaitini toplayırlar. Onlar nisbətən asan investisiya qoyuluşları, kapital yatırımları hesab olunur. Şəxs pulunu bank hesabından çıxarır və onu fondun səhmlərinə qoyur.

Azərbaycanda investisiya fondlarının təşəkkül tapmamasının əsas səbəblərindən biri bu fondların investisiya vəsaitlərinin formalaşması üçün kifayət qədər zəruri maliyyələşmə mənbələrinin olmamasıdır. Beləki, ölkədə fəaliyyət göstərən fondlar (məsələn, Azərbaycan Respublikasının İpoteka və Kredit Zəmanət Fondu, Azərbaycan Əmanətlərin Sığortalanması Fondu və s.) əsasən dövlət vəsaitləri hesabına fəaliyyət göstərir və investisiya vəsaitlərinin yatırılmasını isə dövlətin müxtəlif sosial-iqtisadi proqramlarının reallaşdırılması çərçivəsində həyata keçirirlər. Özəl investisiya fondlarının təşəkkül tapmamasının əsas səbəblərindən biri də qanunvericilikdəki boşluqlardır. Qeyd edək ki, mövcud dövlət fondları da maliyyələşdirmə və vəsait qoyuluşlarını birbaşa deyil bankların vasitəçiliyi ilə həyata keçirirlər.

Təcrübədə klirinq təşkilatlarını hesablama palatası, klirinq mərkəzi, hesablama mərkəzi və s. kimi təqdim edirlər. Ümumən götürdükdə hesablaşma – klirinq təşkilatlarını ixtisaslaşmış bank tipli təşkilatlar kimi adlandırmaq olar ki, bu da qiymətli kağız bazarı iştirakçılarında hesablaşma ilə əlaqədar xidmətlər göstərir. Onun əsas məqsədlərinə aşağıdakılar aid edilir:

- bazar iştirakçıları üçün hesablaşma xidmətləri xərclərini minimuma endirmək;
- haqq-hesab vaxtını qısaltmaq;

- hesablaşma vaxtı yaranan bütün riskləri minimum səviyyəyə endirmək.

Depozitar fəaliyyəti dedikdə, qiymətli kağızlar və onların sertifikatlarını saxlamaq, uçota almaq və qiymətli kağızlarla bağlı hüquqlara sahib olmaq üzrə xidmətin təqdim edilməsi başa düşülür. Qiymətli kağızlar bazarında bu fəaliyyətlə məşğul olan peşəkar iştirakçıları depozitar adlandırırlar. Qiymətli kağızları uçota almaq məqsədilə müəyyən olunmuş hesabatı "depo" hesabı kimi qəbul edirlər. Depozitar adını yalnız hüquqi şəxslər əldə edə bilər. Dünyada fond birjalarına xidmət etmək məqsədilə ilk depozitar sistem yaradılıb. Həmin fəaliyyətlə bağlı əməliyyat depozitara deponentin arasında bağlanmış müqaviləyə əsasən aparılır. Yazılı şəkildə bağlanan depozitar müqaviləsinin əsasında qiymətli kağızlar üzərindəki deponent hüququ depozitara keçir. Deponent tərəfindən saxlanılan qiymətli kağız sertifikatlarını qorumaq məsuliyyəti depozitarın üzərinə düşür. Bunun üçün depozitar razılaşmasında aşağıdakı mühüm şərtlərin nəzərə alınması zəruri sayılır:

- müqavilə predmetini birmənalı olaraq müəyyənləşdirmək, qiymətli kağız sertifikatlarını saxlamaq və ya qiymətli kağızlar üzərindəki hüquqları uçota almaq üzrə xidmətlər göstərmək;

- saxlanılan qiymətli kağızlar barədə sərəncamın verilməsi ilə əlaqədar deponent tərəfindən depozitara məlumatın çatdırılma forması;

- müqavilə şərtlərinin qüvvədə saxlanılma dövrü;

- müqavilə üzrə nəzərdə tutulan depozitar xidmətlərin ödəniş üsulu və proseduru;

- depozitarın deponentə hesabatlılıq qaydası və ardıcılığı;

- depozitarın qarşısında duran vəzifələr.

Reyestr fəaliyyətinin həyata keçirilməsi qiymətli kağız sahibləri tərəfindən reyestr aparmaq sistemini təşkil etməklə bağlıdır və burada tələb olunan göstəriciləri toplamaq, qeydiyyatı almaq, işləyib hazırlamaq, saxlamaq və təqdim etmək kimi istiqamətlər fərqləndirilir. Belə fəaliyyət ilə tək-cə hüquqi şəxslərin məşğul olması məqbul sayılır.

Respublikamızda qüvvədə olan depozitar lisenziyasına malik 3 şirkət: "Bakı Fond Birjası" və "Milli Depozit Mərkəzi" qapalı səhmdar cəmiyyətləri, habelə

Korporeyt Trast Eycensi" Məhdud Məsuliyyətli Cəmiyyət fəaliyyətdədir.

İnkişaf etmiş ölkələrin bəzilərində qeydiyyatçılar institutu yoxdur. Onların toplanması və emitentə təqdim edilməsi vəzifəsini depozitar sistemlər öz öhdəsinə götürür. Bu cür ölkələrin sırasına İsveçrəni, Almaniyanı və Skandinaviya ölkələrini aid etmək olar. Bir sıra dünya ölkələrində qeydiyyatçılar hələ də mövcuddurlar, lakin onlar tədricən sıxışdırılır.

Qeyd etmək lazımdır ki, ümumilikdə, investorların qorunması həm adi üsullarla, həm də yalnız qiymətli kağızlar bazarı üçün xas olan xüsusi üsullarla həyata keçirilir. İnkişaf etmiş ölkələrdə bu qorunma üsulu fəal şəkildə istifadə olunur, məsələn, əsas məqsədi mövcud investisiya risklərini kompensasiya etməkdən ibarət olan müxtəlif kompensasiya sxemlərinin və ya fondların yaradılması. Bu fondlar investorların zərərlərini kompensasiya etmək üçün effektiv vasitədir. Məsələn, 1988-ci ildən 1996-cı ilədək, kompensasiya fondu İngiltərədəki investorlar üçün borcunu ödəyə bilməyən 300-dən çox investisiya şirkətini ayıraraq, nəticədə onlara 103 milyon funtdan çox vəsait ödənilmişdir. Bu vəsaitlər həmin şirkətlərin 10 mindən çox zərər çəkmiş investorunu kompensasiya etmək üçün istifadə edilmişdir. Eyni zamanda, dövlət bu kompensasiyalara heç bir vəsait sərf etməmişdir. Bu kompensasiya sxemi əsasında ödənilən iddiaların əksəriyyəti 30 min funtdan çox məbləğ təşkil edir ki, bu da bütün investorların itkilərini kompensasiya etməyə imkan verib [148,s.128]. Oxşar təzminat vəsaitləri və sxemləri ABŞ, Kanada və Avropa İttifaqında fəaliyyət göstərir.

Aşağıdakı məlumatlardan göründüyü kimi, Azərbaycan Respublikasında fiziki və hüquqi şəxslər tərəfindən beynəlxalq maliyyə bazarlarına daxilolma səviyyəsi Qərbi Avropa ölkələrinə, Türkiyə və Rusiyaya nisbətən xeyli aşağıdır (Cədvəl 2.2.1).

Cədvəl 2.2.1

Bəzi ölkələrin beynəlxalq maliyyə bazarlarına çıxışı (ÜDM-də payı, faizlə)

	Maliyyə bazarında əməliyyatların həcmnin ÜDM-də payı,%-lə	
	<i>Səhm bazarında</i>	<i>İstiqraz bazarında</i>
Azərbaycan	1	7
Rusiya	12	12
Türkiyə	50	26
Qazaxıstan	2	4
Qərbi Avropa	67	61
Şərqi Avropa	11	0

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir

Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatına əsasən 2019-cu ildə 16,6 mlrd. manat dəyərində qiymətli kağızlar dövlət qeydiyyatından keçmişdir ki, bu da 2018-ci illə müqayisədə 44,3% çoxdur. Eyni zamanda 1,1 mlrd. manat dəyərində 52 korporativ istiqraz buraxılışı dövlət qeydiyyatına alınmışdır. Bunun 159 mln.manatı kredit təşkilatlarının, 948 mln. manatı isə digər təşkilatların payına düşür.

Həmçinin 2019-cu ildə ümumi dəyəri 1,113 mlrd. manat təşkil edən 95 səhmin dövlət qeydiyyatına alınması müşahidə edilmişdir. Bunlardan 642 mln. manatı kredit təşkilatlarına, 66 mln. manata qədəri sığorta şirkətlərinə, 405 mln. manatı isə digər təşkilatlara mənsubdur (Cədvəl 2.2.2).

Cədvəl 2.2.2

2019-cu ildə səhmlərin müxtəlif təşkilatlar üzrə dövlət qeydiyyatı

<i>Təşkilatın növü</i>	<i>Qeydiyyat sayı</i>	<i>Məbləği (mln.azn)</i>
Kredit təşkilatları	14	642
Sığorta şirkətləri	3	66
Digər təşkilatlar	78	405
CƏMİ	95	1113

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında tərtib edilmişdir.

Bundan əlavə, 2019-cu ildə 1107,3 mln.manat dəyərində 52 korporativ istiqrazların dövlət qeydiyyatı baş vermişdir. Onu da qeyd edək ki, 2017-ci ilin martında uzunmüddətli fasilədən sonra ilk dəfə olaraq avro ilə 349 min avro dəyərində 1 korporativ istiqraz (son dəfə 2011-ci ildə) dövlət qeydiyyatına alınmışdır. 2019-cu il ərzində qeydiyyatı aparılmış korporativ istiqrazların bütövlükdə 159,4 mln.manatı kredit təşkilatlarına, 947,9 mln.manat isə digər təşkilatlara, məxsus olmuşdur.

2019-cu ildə ümumən 14 mlrd.manatdan çox məbləğdə dövlət qiymətli kağızları qeydiyyata alınmışdır. Ötən dövr müddətində Maliyyə Nazirliyinin dəyəri 1177,6 mln.manata bərabər olan dövlət istiqrazları və Mərkəzi Bankın dəyəri 12,85 mlrd.manat olan notları dövlət qeydiyyatına alınmışdır (Cədvəl 2.2.3).

Cədvəl 2.2.3

2019-cu ildə dövlət qiymətli kağızların müxtəlif təşkilatlar üzrə dövlət qeydiyyatı

<i>Təşkilatın növü</i>	<i>Qeydiyyat sayı</i>	<i>Məbləği (mln.man)</i>
Dövlət istiqrazları	3	1177,6
Mərkəzi Bankın notları	51	12850

CƏMİ	54	14027,6
------	----	---------

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında tərtib edilmişdir.

Bazarda likvidlik səviyyəsinin aşağı olması sərmayədarların qiymətli kağız bazarına marağının azalmasına səbəb olur. Milli qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatlar aparılsa da, ticarət həcmələri kiçikdir. 2015-ci ildən sonra sərt tənzimlənməsi həyata keçirilən təkrar bazardakı əməliyyatların məcmu əməliyyatlar həcmində payı 2 %-ə bərabər olsa da, 2018-ci ildə bu göstəricilər səhm və istiqrazlar bazarlarında müvafiq olaraq 30 və 47 % təşkil etmişdir (Cədvəl 2.2.4). 2019-2020-ci illərin təhlilindən isə səhm bazarı üzrə ilkin bazarda əməliyyatların məcmu əməliyyatlar həcmində payının üstünlük təşkil etdiyini görürük, müvafiq olaraq 93,3 və 62,6%. Lakin, 2019-2020-ci illərin istiqraz bazarı üzrə statistik göstəricilərinə nəzər saldıqda təkrar bazardakı əməliyyatların məcmu əməliyyatlar həcmində payının əhəmiyyətli dərəcədə arıq olduğunu görürük, müvafiq olaraq 85,5 və 62,1% (Cədvəl 2.2.4). Bu isə təkrar bazar üzrə əməliyyatlara marağın xeyli artdığını göstərir.

Cədvəl 2.2.4

Azərbaycanın səhm və istiqraz bazarlarında əməliyyatların həcmi

Göstəricilər	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1. Səhm bazarı (mlrd.man.)	1,3	0,7	0,9	2,0	0,9	1,4	0,6
o cümlədən:							
- ilkin bazarın payı, %-lə	88	42	67	92	70	93,3	62,6
- təkrar bazarın payı, %-lə	2	2	33	8	30	6,7	37,4
- qeyri mütəşəkkil bazarın payı, %-lə	10	56	-	-	-	-	-
2. İstiqraz bazarı (mlrd.man.)	3,6	3,5	7,8	1,6	1,3	5,8	2,8
o cümlədən:							
- ilkin bazarın payı, %-lə	63	46	98	24	53	14,5	37,9
- təkrar bazarın payı, %-lə	37	50	2	76	47	85,5	62,1
- qeyri mütəşəkkil bazarın payı, %-lə	-	4	-	-	-	-	-

Mənbə: AR Mərkəzi Bankının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Səhm və istiqrazlar bazarlarında əməliyyatların daxili institusional sərmayədarlar vasitəsilə aparılması onların az olmasını şərtləndirən başlıca amillərdən biridir (Cədvəl 2.2.5).

Azərbaycanın səhm və istiqraz bazarlarında əqdlərin sayı, min ədəd

İllər	Cəmi əqdlərin sayı	o cümlədən	
		Səhm bazarında	İstiqraz bazarında
2011	5,1	4,7	0,4
2012	4,9	4,6	0,3
2013	4,8	4,4	0,4
2014	6,5	6,0	0,5
2015	4,9	4,2	0,7
2016	3,3	2,6	0,7
2017	2,9	2,0	0,9
2018	3,6	2,6	1,0
2019	4,5	3,3	1,9
2020	3,2	2,5	0,7
2020-ci il 2011-ci ilə nisbətən %-lə	62,7	89,4	175

Mənbə: AR Mərkəzi Bankının və Bakı Fond Birjasının məlumatları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Qiymətli kağızların təkrar bazarında başlıca yerlərdən birini məhz fond birjası tutur. O, qiymətli kağızların dövriyyəsi üçün zəruri şərait yaratmaq, onların bazar qiymətlərini müəyyən etmək, kağızlara olan tələb və təklifin arasındakı tarazlığı əks etdirmək, həm də onlar barədə lazımi informasiyanı yaymaq, bazar iştirakçılarının yüksək peşəkarlığını nümayiş etdirməyə şərait yaratmaq istiqamətlərində müstəqil şəkildə fəaliyyət göstərən təşkilatdır. Qapalı səhmdar cəmiyyət formasında fəaliyyət göstərən Fond birjası yalnız birja üzvləri arasındakı ticarətin təşkil edilməsi ilə məşğul olur.

Fond birjası fəaliyyətini həyata keçirərkən müvafiq icra hakimiyyəti orqanı tərəfindən verilən xüsusi razılıq alır. O, depozitar və klirinq fəaliyyətindən başqa, digər fəaliyyət növü ilə məşğul ola bilməz. Birja tərəfindən nizamnamə, onun ticarət qaydaları və habelə digər daxili sənədlərdəki qaydalar pozulduğu təqdirdə cərimələr tətbiq olunur. Birja üzvlərinə məxsus daxili normativ-hüquqi aktlar fond birjasının özü tərəfindən onun üzvlərinin verdikləri təkliflər nəzərə alınmaqla müstəqil olaraq qəbul olunur.

Fond birjasının əsas funksiyalarını aşağıdakı kimi ifadə etmək olar:

- likvidlik üzrə tələblərin təmin olunması;
- qiymətli kağızların alış və satışını aparmaq məqsədilə alıcı və satıcıların bir məkanda birləşdirilməsi;

- qiymətli kağızların real məzənnəsinin müəyyənləşdirilməsi;
- sahələr arasında kapitalın sərbəst axınının təmin olunması;
- real bazarın təşəkkülünə şərait yaratmaq.

İnvestorlar qısa müddət ərzində portfellerində olan səhmləri və ya istiqrazları nağd vəsaitə çevirə bilirlər. Qiymətlər birjada günlük yayımlandığı üçün, investorlar tərəfindən qiymət indeksi izlənilir və buna əsasən də riskə qarşı qoruma imkanı əldə etmiş olurlar.

Qiymətli kağızların birjada alqı-satqısı zamanı investorlar çox da böyük olmayan məbləğdə komisyon haqq ödəyirlər, beləliklə də, qiymət barədə aldanılma mümkünsüzləşir, səbəb isə alqı-satqı qiymətinin rəsmən bilinməsidir.

İnvestorlar üçün daha çox listinqdən keçmiş səhmlər əmanətli investisiya aləti hesab olunur. Bu gün birjaları ancaq iqtisadi həyatın deyil, həmçinin sosial siyasətin də barometri olduğunu qeyd edə bilərik. Birjaya müxtəlif iqtisadi hadisələrlə yanaşı və bəlkə də daha çox sosial-siyasi hadisələrin əhəmiyyətli təsiri var.

Azərbaycan Respublikasının fond bazarı (Bakı Fond Birjası) bütövlükdə ölkənin qiymətli kağızlar bazarı (QKB) infrastrukturunun əsasında durur. Lakin, bu bazarın inkişafında mövcud nöqsanlar, həmçinin birjadakı vəziyyəti səciyyələndirir. Deməli, indiki bazar həm Azərbaycanın Mərkəzi Bankı və Maliyyə Nazirliyi, həm də daha çox bank qiymətli kağızları olan investorların arasında vasitəçiliklə məşğul olur. Birjada korporativ sektor demək olar ki, yetərincə inkişafa məruz qalmamışdır. Bu qurumda həm də əsas hissəsi bankların buraxdığı möhkəmləndirilmiş başlıca rola malik qiymətli kağızlar ilə ilkin bazar üzrə istiqrazlar iştirakçı olurlar.

Bakı Fond Birjasının fəaliyyətini araşdırsaq görərik ki, burada dövlətin buraxdığı qiymətli kağızlar hələlik özlərinin hakim mövqeyini qoruyub saxlayır. Məhz bunun nəticəsidir ki, dövlət tərəfindən həmin bazarın inkişafı məqsədləri ilə müqayisədə bank sektoru ehtiyacları daha çox qarşılır.

Büdcə kəsirinin örtülməsində və tədavüldəki pul kütləsinin tənzimlənməsində Maliyyə Nazirliyi tərəfindən buraxılan istiqrazların və Mərkəzi Bank notlarının əhəmiyyəti cüzi olmaqla qısamüddətli xarakterə malikdirlər. Yüksək satınalma təminatı ilə bağlı çətinliklərin mövcudluğu nəticə etibararı ilə uzunmüddətli alətlərin

müstəsnalığına səbəb olur. Fond bazarında bankların fəaliyyəti daha çox nəzərə çarpır və hələ də onların payı yüksək olaraq qalmaqdadır.

2019-cu ilin 1 aprelinə olan vəziyyətə görə, ölkədə fəaliyyət göstərən 30 bankdan 24-nün aktivlərində son bir il ərzində qiymətli kağızlara investisiyalar olubdur ki, bunların da 11-ində fond bazarında investisiyaların illik dinamikasında mənfi tendensiya müşahidə edilib. Həmin banklar "Yapı Kredi Bank Azərbaycan", "Atabank", "AFB Bank", "Express Bank", "Nikoyl Bank", "Bank BTB", "Access Bank", "Bank of Baku", "Ziraat Bank Azərbaycan", "Turan Bank" və "Amrah Bank"dır. "Amrah Bank" ən çox azalmaya (100%), "Yapı Kredi Bank Azərbaycan"ən az azalmaya (6,2%) məruz qalıb.

Qiymətli kağızlar bazarına investisiyaların artımına 11 bankda rast gəlinmişdir. Bunların sırasına "PAŞA Bank", "Kapital Bank", "Unibank", "Bank Avrasiya", "Bank Respublika", "Xalq Bank", "Rabitəbank", "Azər-Türk Bank", Pakistan Milli Bankının Bakı filialı, İran Milli Bankının Bakı filialı və "Azərbaycan Beynəlxalq Bankı" daxildir. "PAŞA Bank"da ən yüksək dinamika (5,2 dəfə), İran Milli Bankının Bakı filialında isə ən aşağı dinamika (3,8%) müşahidə olunub.

Qiymətli kağızlara investisiyaları dəyişməyən bank "Muğan Bank", fond bazarında yenidən investisiya qoymağa başlayan isə "Bank VTB Azərbaycan"dır. 2018-ci ilin birinci rübü ilə müqayisədə 2019-cu ilin müvafiq dövründə fond bazarına investisiya qoymayan bankların sırasına AGBank", "Günay Bank", "Azərbaycan Sənaye Bankı", "Naxçıvan Bank", "Premium Bank" və "NBC Bank" daxildir.

4 bankın qiymətli kağızlara investisiya yatırımları 200 milyon manatdan yuxarı olmuşdur. Bunların sırasına "PAŞA Bank"ı (1,6 mlrd.manat), "Azərbaycan Beynəlxalq Bank"ı (1,2 mlrd.manat), "Kapital Bank"ı (820,2 mln.manat) və "Xalq Bank"ı (268,1 mln.manat) aiddir.

12 bankda qiymətli kağızlara investisiya yatırımlarının həcmi 10-100 milyon manat civarında olduğu halda, 7 bankda bu göstərici 10 milyon manatdan da az olmuşdur.

Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinin təhlükəsizliyini və səmərəliliyini artırmaq üçün hazırda fəaliyyət göstərən bazarın institusional

tənzimləyici mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsilə əlaqədar mühüm islahatların aparılması davam edir. Emitentlərə və investora keyfiyyətli maliyyə xidmətləri təklif edən, peşəkar kadr potensialına, adekvat maliyyə resurslarına və effektiv əməliyyat idarəetmə sistemlərinə malik qiymətli kağız bazarında fəaliyyət göstərəcək peşəkar iştirakçı şirkətlərinin formalaşması üçün həyata keçirilən müvafiq tədbirlər davam etdirilməklə bu sahənin fəaliyyətini təmin edən hüquqi əsasın-qanunverici bazanın hazırlanmasına başlanmışdır.

2.3. Ölkənin qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin əsas problemləri

İnvestisiya mühitinin səviyyəsinə bir çox amillər, eləcə də kredit resurslarına çıxışın mövcudluğu, infrastrukturun inkişafı, əmək bazarında ixtisaslı işçilərin olması və şübhəsiz ki, investorların qorunması təsir edir. Sonuncu qeyd olunan amil birbaşa mülkiyyət hüququnun və həmçinin biznesin inkişafına öz vəsaitlərini yatan şəxslərin hüquqlarının qorunmasına zəmanət verən qanunvericilik bazasından, məhkəmə prosesləri zamanı münaqişələrin həlli prosedurları və s. ilə şərtlənir.

Ölkəmizdə dəyişikliklərin baş verməsindəki gecikməni nəzərə alaraq, bu sahədə baş verən müsbət dəyişikliklərin davamlı olmasına və reallığına investorları inandırmaq üçün digər ölkələrə nisbətən daha çox intensiv səylər göstərmək lazımdır. Üstəlik, Azərbaycan beynəlxalq ehtiyatların həcminə görə Cənubi Qafqaz regionunda aparıcı mövqeyə malikdir. Həmçinin, Azərbaycanın əhəmiyyətli təbii ehtiyatlara; kapitallaşdırılmış bank sistemə, nisbətən aşağı korporativ gəlir vergisi dərəcəsinə, böyük bir istehlak bazarına malik olması kimi üstünlüklərini qeyd etmək lazımdır. Eyni zamanda, bu üstünlüklərə baxmayaraq, dövlət qurumlarının zəifliyi, korrupsiyanın müəyyən səviyyəsi və bürokratik maneələrin hələ də mövcudluğu Azərbaycan iqtisadiyyatına investisiya qoyarkən investorları ehtiyatlı davranmağa məcbur edir.

Məlum olduğu kimi, investisiya şirkəti dedikdə adətən, investisiya fəaliyyətini həyata keçirmək üçün lisenziyaya malik, müstəsna fəaliyyət predmeti əsas və yaxud

yardımcı investisiya xidmətləri olan səhmdar cəmiyyətləri formasında təşkil edilən hüquqi şəxs başa düşülür.

Əsas və ya yardımcı investisiya xidmətlərinin tənzimlənməsi “İnvestisiya şirkətləri tərəfindən investisiya xidmətlərinin (əməliyyatlarının) həyata keçirilməsi qaydası” [8], “Qiymətli kağızlar bazarında marja ticarətinə dair Qaydalar” [13] ilə aparılır.

İnvestisiya şirkətləri tərəfindən hesabatların tərtibi və təqdimatı “İnvestisiya şirkətinin hesabatlarının tərtib və təqdim edilməsi Qaydaları” na uyğun olaraq aparılır [13].

Qiymətli kağızlar bazarında təklif edilən investisiya xidmətlərinə aşağıdakılar aiddir:

- qiymətli kağızlar və törəmə maliyyə alətləri ilə keçirilən əməliyyatlarla əlaqədar alıcı sifarişlərinin qəbul edilməsi və icrası;
- sərmayə məsləhətlərinin verilməsi;
- fərdi sərmayədarlara məxsus portfelin idarə olunması;
- öhdəlik götürmək şərtilə qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və anderrayting;
- öhdəlik götürməmək şərtilə qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və anderrayting;
- Marja ticarətini həyata keçirmək;
- Fond birjasına və Mərkəzi depozitara üzv kimi şəxsi hesabı vasitəsilə əməliyyat aparmaq və s.

Milli qiymətli kağızlar bazarında mövcud investisiya şirkətləri arasında daha çox aktivlərə malik olan şirkətlər “AzFinance Invest” (66,9 milyon manat və ya 61,7%), “PSG Kapital” (22,8 milyon manat və ya 21,0%) və “Invest-AZ”dır (11,5 milyon manat və ya 10,6%) (Cədvəl 2.3.1). Şirkətlərin cari aktivlərinin səviyyəsində də demək olar ki, fərq azdır (Cədvəl 2.3.2).

Cədvəl 2.3.1
İnvestisiya şirkətlərinin aktivlərinin dinamikası

	2015		2016		2017		2018	
	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə
“AzFinance Invest”	13,8	76,2	22,3	55,8	48,8	65,5	66,9	61,7
“Invest-AZ”	3,3	18,2	7,6	19,0	6,9	9,3	11,5	10,6
“PSG Kapital”	-	-	5,6	14,0	14,4	19,3	22,8	21,0
“Unicapital”	0,5	2,8	2,9	7,2	2,7	3,6	3,8	3,5
“PAŞA Kapital”	0,5	2,8	0,8	2,0	1,2	1,6	2,6	2,4
“Kapital Menecment”	-	-	0,4	1,0	-	-	0,3	0,3
“Xalq Kapital”	-	-	0,4	1,0	0,5	0,7	0,6	0,5
Cəmi	18,1	100,0	40,0	100,0	74,5	100,0	108,5	100,0

Mənbə: Şirkətlərin rəsmi hesabat materialları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir

Cədvəl 2.3.2
İnvestisiya şirkətlərinin cari aktivlərinin dinamikası

	2015		2016		2017		2018	
	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə
“AzFinance Invest”	13,8	78,9	22,3	56,5	49,7	66,6	66,9	62,7
“Invest-AZ”	2,9	16,5	7,3	18,5	6,6	8,8	10,7	10,0
“PSG Kapital”	-	-	5,5	13,9	14,3	19,2	22,8	21,4
“Unicapital”	0,4	2,3	2,9	7,3	2,6	3,5	3,6	3,4
“PAŞA Kapital”	0,4	2,3	0,8	2,0	1,1	1,5	2,5	2,3
“Kapital Menecment”	-	-	0,3	0,8	-	-	0,2	0,2
“Xalq Kapital”	-	-	0,4	1,0	0,3	0,4	0,0	0,0
Cəmi	17,5	100,0	39,5	100,0	74,6	100,0	106,7	100,0

Mənbə: Şirkətlərin rəsmi hesabat materialları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Cədvəl 2.3.3
İnvestisiya şirkətlərinin uzunmüddətli aktivlərinin dinamikası

	2015		2016		2017		2018	
	mln. man.	yekuna görə %-lə	mln. man.	yekuna görə %-lə	mln. man.	yekuna görə %-lə	mln. man.	yekuna görə %-lə
“AzFinance Invest”	0,14	20,0	0,12	8,6	0,11	13,3	0,11	4,4
“Invest-AZ”	0,43	61,4	0,35	25,0	0,32	38,6	0,8	32,0
“PSG Kapital”	-	-	0,07	5,0	0,08	9,6	0,07	2,8
“Unicapital”	0,07	10,0	0,1	7,1	0,08	9,6	0,12	4,8
“PAŞA Kapital”	0,06	8,6	0,06	4,3	0,06	7,2	0,06	2,4
“Kapital Menecment”	-	-	0,3	21,4	-	-	0,8	32,0
“Xalq Kapital”	-	-	0,4	28,6	0,18	21,7	0,54	21,6
Cəmi	0,70	100,0	1,40	100,0	0,83	100,0	2,50	100,0

Mənbə: Şirkətlərin rəsmi hesabat materialları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

“İnvest-AZ” və “Kapital Menecment” şirkətlər arasında daha çox uzunmüddətli aktivlərə malikdirlər (0,8 mln.manat) (Cədvəl 2.3.3).

İnvestisiya şirkətlərinin əsas göstəricilərinə nəzər salsaq görürük ki, “AzFinance” şirkətinin 2018-ci ildə nizamnamə kapitalına daha çox malik olmasına baxmayaraq, həm də xeyli öhdəliklərə sahibdir. Bunu eyni ilə “PSG Kapital” və “İnvest-AZ” haqqında da deyə bilərik (Cədvəl 2.3.4).

İnvestisiya şirkətlərinin 2015-2018-ci illər üzrə hesabat materiallarının təhlilinə əsasən 2015-ci ildə aktivlərin müqayisəsi nəticəsində 2016-cı ildə aktivlərin həcmi “İnvest - AZ” üzrə 2,3 dəfə artım, 2016-cı illə müqayisədə 2017-ci ildə 9,2% azalma baş versə də, 2018-ci ildə 2017-ci ilə nisbətən 1,7 dəfə artım olmuşdur. “Unicapital” da da illər üzrə müvafiq olaraq 6,2 dəfə artım, 11,2% azalma və 40,7% artım, “PAŞA Kapital” – 78,7% artım, 46,4% artım, və 2,2 dəfə artım, “AzFinance” – 61,7 % artım, 2,2 dəfə artım və 37,1% artım, “PSG Kapital”da 2017-ci ildə 2016-cı ilə nisbətən 2,6 dəfə, 2018-ci ildə 2017-ci ilə nisbətən 1,6 dəfə artım, ”Xalq Kapital” da da 2017-ci ildə 25%, 2018-ci ildə 20% artım baş vermişdir.

Cədvəl 2.3.4
İnvestisiya şirkətlərinin əsas göstəriciləri (illər üzrə, mln. manatla)

	İllər üzrə	AzFinance Invest	İnvest -AZ	PSG Kapital	Unicapital	PAŞA Kapital	Kapital Menecment	Xalq Kapital
Balans kapitalı	2015	0,52	0,32		0,47	0,45	–	
	2016	0,91	0,85	0,99	0,83	0,71	0,4	0,36
	2017	1,01	1,17	1,03	0,87	1,02	–	0,39
	2018	1,70	2,25	2,48	1,04	1,53	0,3	0,54
Nizamnamə kapitalı	2015	1	0,8		0,3	0,3	–	
	2016	1,55	0,8	1	0,3	0,3	0,38	0,42
	2017	1,55	0,8	1	0,3	0,3	–	0,42
	2018	1,55	1,6	2	0,3	0,3	-	0,42
Öhdəliklər	2015	13,28	2,99		0,003	0,01	–	
	2016	21,30	6,76	4,59	2,16	0,11	0,003	0,001
	2017	47,54	5,72	13,35	1,78	0,17	–	0,06
	2018	65,22	9,25	20,36	2,71	1,07	-	0,04
Əsas gəlirlər	2015	0,75	1,58	-	0,42	0,12	–	-
	2016	1,22	2,40	0,43	0,75	0,36	0,05	–
	2017	1,55	2,86	1,21	1	0,54	–	0,06
	2018	3,10	3,91	1,23	0,79	0,77	0,01	0,22
Əsas xərclər	2015	1,23	1,43		0,26	0,06	–	
	2016	1,85	1,40	0,48	0,58	0,10	0,08	0,017
	2017	1,61	2,10	1,3	0,37	0,10	–	0,02
	2018	2,75	3,06	1,09	0,44	0,19	0,08	0,06

Mənbə: Şirkətlərin rəsmi hesabat materialları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Balans kapitalı üzrə müvafiq dinamika 2016, 2017 və 2018-ci illərdə müvafiq olaraq “İnvest-AZ” – 2,7 dəfə, 37,6% və 1,9 dəfə, ”Unicapital” – 76,6%, 4,8% və 19,5%, “AzFinance” – 75,%, 10,1% və 68,3%, “PAŞA Kapital” – 57,8%, 43,7% və 50,0%, “PSG Kapital”da isə 2017-ci ildə bu göstərici 4,04%, 2018-ci ildə 2,4 dəfə artım ilə müşaiyət olunmuşdur.

Nizamnamə kapitalı üzrə isə əsas dəyişiklik 2016-cı ildə “AzFinance” şirkəti üzrə (55% artım), 2018-ci ildə “İnvest-AZ” və “PSG Kapital”da (hər birində 2 dəfə artım) qeydə alınmışdır.

Təhlil edilən dövrdə (2015-2018-ci illər üzrə) şirkətlərin öhdəliklərində də xeyli artım özünü göstərmişdir (cədvəl 2.3.4).

İnvestisiya şirkətləri arasında 2016-cı ildə daha çox gəlir əldə edən şirkətlər “İnvest-AZ” (2,4 mln.manat və ya 46,1%) və “AzFinance”dir (1,22 mln.manat və ya 23,4%), 2017-ci və 2018-ci illərdə yenə “İnvest-AZ” (müvafiq olaraq 2017-ci ildə 2,86 mln.manat və ya 39,6%, 2018-ci ildə 3,91 mln.manat və ya 39,0%) şirkəti əldə etdiyi gəlirlə lider olmuş, ikinci yeri 2017-ci ildə xüsusi çəkisi bir qədər (1,9 faiz bəndi) azalsa da “AzFinance” (müvafiq olaraq 2017-ci ildə 1,55 mln.manat və ya 21,5%, 2018-ci ildə 3,1 mln.manat və ya 30,8%) şirkəti tutur (Cədvəl 2.18).

İnvestisiya şirkətlərinin gəlirləri və xərclərinin dinamikasını 2018-ci il üzrə nəzərdən keçirərkən aydın olur ki, “AzFinance” üzrə bu göstəricilər müvafiq olaraq – 2,0 dəfə və 1,7 dəfə artım, “PAŞA Kapital” – 42,6% və 2,8 dəfə artım, “PSG Kapital” – 1,7% artım və xərclərdə 16,1% qənaət müşahidə etmiş oluruq. “İnvest-AZ” da gəlirlər 36,7%, xərclər isə 45,7 % artmışdır (Cədvəl 2.3.5 və Cədvəl 2.3.6).

Cədvəl 2.3.5
İnvestisiya şirkətlərinin əsas gəlirləri

	2015		2016		2017		2018	
	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə
“AzFinance Invest”	0,75	26,1	1,22	23,4	1,55	21,5	3,10	30,8
“İnvest-AZ”	1,58	55,1	2,4	46,1	2,86	39,6	3,91	39,0
“PSG Kapital”	-		0,43	8,3	1,21	16,8	1,23	12,3
“Unicapital”	0,42	14,6	0,75	14,4	1,0	13,8	0,79	7,9
“PAŞA Kapital”	0,12	4,2	0,36	6,9	0,54	7,5	0,77	7,7

Cədvəl 2.3.5.-in nardı

“Kapital Menecment”	-	-	0,05	0,9	-	-	0,01	0,1
“Xalq Kapital”	-	-	-	-	0,06	0,8	0,22	2,2
Cəmi	2,87	100,0	5,21	100,0	7,22	100,0	10,03	100,0

Mənbə: Şirkətlərin rəsmi hesabat materialları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Cədvəl 2.3.6
İnvestisiya şirkətlərinin əsas xərcləri

	2015		2016		2017		2018	
	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə	mln. man	yekuna görə %-lə
“AzFinance Invest”	1,23	41,3	1,85	39,7	1,61	29,5	2,75	35,9
“Invest-AZ”	1,43	48,0	1,40	30,1	2,10	38,5	3,06	39,9
“PSG Kapital”	-	-	0,48	10,3	1,3	23,9	1,09	14,2
“Unicapital”	0,26	8,7	0,58	12,5	0,37	6,8	0,44	5,7
“PAŞA Kapital”	0,06	2,0	0,10	2,1	0,05	0,9	0,19	2,5
“Kapital Menecment”	-	-	0,08	1,7	-	-	0,08	1,0
“Xalq Kapital”	-	-	0,17	3,6	0,02	0,4	0,06	0,8
Cəmi	2,98	100,0	4,66	100,0	5,45	100,0	7,67	100,0

Mənbə: Şirkətlərin rəsmi hesabat materialları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Azərbaycanın investisiya şirkətləri üzrə əsas keyfiyyət göstəriciləri 2.3.7 sayılı cədvəldə verilmişdir.

Cədvəl 2.3.7
İnvestisiya şirkətlərinin əsas keyfiyyət göstəriciləri (illər üzrə, mln.manatla)

	İllər üzrə	AzFinance	Invest -AZ	PSG Kapital	Unicapital	PAŞA Kapital	Kapital Menecment	Xalq Kapital
Mənfəət/zərər	2015	-0,49	0,15			0,06		
	2016	-0,63	1,00	-0,05	0,79	0,26	-0,04	-0,02
	2017	-0,06	0,72	-0,09	0,62	0,44		0,04
	2018	-0,35	0,85	-0,14	0,34	0,58	-0,08	0,16
Digər gəlirlər/xərclər	2015	0,30				0,007	-	-
	2016	0,72	-0,32	0,04	-0,35	0,003	0,00	-
	2017	0,58	-0,32	0,13	-0,13	-	-	-
	2018	0,87		0,07	-0,05	-	0,02	-
Vergiyə qədərki mənfəət/zərər	2015	-0,05	-0,05				-	-
	2016	-0,16	0,68	-0,01	0,44	0,33	-0,04	0,02
	2017	0,02	0,53	0,06	0,49	0,39	-	0,37
	2018	0,40	0,84	0,49	0,38	0,63	-0,06	0,18
Xalis mənfəət/zərər	2015	-0,05	-0,05					
	2016	-0,16	0,53	-0,01	0,35	0,26	-0,04	-0,02
	2017	0,002	0,34	0,04	0,39	0,31		0,03
	2018	0,33	0,65	0,39	0,30	0,51	-0,05	0,15

Mənbə: Şirkətlərin rəsmi hesabat materialları əsasında müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

2015-ci ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 2016-cı ildə əməliyyat mənfətinin zərərə nisbəti göstəricisinə görə artım dinamikası “Invest-AZ” da – 6,8 dəfə, “PAŞA Kapital” da – 4,2 dəfə və “Azfinance” da 28,5 %, 2018-ci ildə bu göstərici həmin şirkətlər üzrə müvafiq olaraq 18,1%, 31,8% və 5,8 dəfə təşkil etmişdir.

Azərbaycan iqtisadiyyatının qeyri-neft sahələrində reallaşdırılan layihələrin xarici sərmayədarların iştirakı ilə müştərək maliyyələşdirilməsi məqsədilə Azərbaycan Investisiya Şirkəti müvafiq əməkdaşlıq modellərindən istifadə edir. Bu cür modellərdən biri də birgə investisiya fondlarını yaratmaqdır.

Bugün ölkənin fond bazarında əsas problemlərdən biri investorlar üçün dövlətin kompensasiya proqramının - vahid hüquqi sahəsinin olmamasıdır. Bu baxımdan investorlar üçün Azərbaycan Respublikasının qanunvericiliyində kompensasiya proqramının fəaliyyətini tənzimləyən normativ aktların qəbul edilməsinə zərurət var. Təklif edirik ki, investisiya fondlarının yaradılması və fəaliyyət prinsiplərini tənzimləyən “İnvestisiya fondları haqqında” [6] mövcud qanun təkmilləşdirilsin və ya Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə bu barədə müvafiq əlavə və dəyişikliklər edilsin.

Dissertasiyanın birinci fəslində “investisiya fondları” anlayışının şərh zamanı qeyd olunan təriflərin tərəfimizdən təklif edilən ümumiləşdirilmiş və dəqiqləşdirilmiş variantı praktiki baxımdan bu zaman tətbiqini tapa bilər.

Həmçinin Azərbaycanda Əmanətlərin Sığortalanması Fondundan başqa heç bir zəmanət fondu fəaliyyət göstərmir, bu fondun fəaliyyəti isə sərt çərçivədə məhdudlaşmışdır. Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının səmərəli inkişafı və maliyyə bazarları vasitəsilə investisiyaların təşviqi, yerli və xarici investorların stimullaşdırılması məqsədilə əmanətçi və səhmdarların hüquqlarının qorunması üçün tədbirlər həyata keçirilməlidir. Bu aspektdən Azərbaycanda “Əmanətçi və səhmdarların hüquqlarının qorunması üzrə tədbirlər haqqında” qanunun qəbul edilməsi və bu sahədə dövlət və qeyri-dövlət zəmanət (kompensasiya) fondlarının yaradılması zəruridir. Eyni zamanda, bu normativ aktların vasitəsilə kompensasiya sxemlərinin fərqli hüquqi rejimləri müəyyənləşdirilə bilər.

Bu qanunda investorlara kompensasiya ödənişlərini həyata keçirmək üçün

xüsusi qeyri-kommersiya təşkilatı olan kompensasiya fondunun yaradılması və fəaliyyətinin hüquqi əsasları öz əksini tapmalıdır. Dünya təcrübəsində olduğu kimi kompensasiya fondlarının alıcıları pul vəsaitlərinin və ya digər əmlakın olmaması səbəbindən məhkəmə qərarlarına uyğun olaraq itkilərə görə ödəniş etməyən şəxslərdir. Qanunda fond bazarında peşəkar iştirakçı tərəfindən onlara verilmiş zərərə görə, fərdi investorların kompensasiya ödənişləri hüquqları qeyd edilməlidir. Adətən, kompensasiya fondları ixtisaslı investorlar üçün nəzərdə tutulan qiymətli kağız sahibləri sayılan fiziki şəxslərə kompensasiya ödənişləri vermir. Eyni zamanda, kompensasiya fondlarının formalaşması mənbələri xüsusi qaydada qanunla tənzimlənməlidir.

Qeyd etmək istərdik ki, məhkəmələrə edilən müraciətlər bu kompensasiya mexanizminin səmərəliliyinin azalmasına səbəb olur beləki, məhkəmə prosesi uzun müddət davam edərsə, iddiaçının pul vəsaitləri əhəmiyyətli dərəcədə dəyərsizləşə bilər. Eləcə də qeyd edək ki, kompensasiya ödənişləri üçün pul vəsaitlərinin formalaşması mənbələrinin konkret müəyyən edilmiş göstəricisi yoxdur.

"İnvestisiya fondları haqqında" [6] qanununda kompensasiya sxemi nəzərdə tutulur. İdarəedici şirkətlərdən, səhmdar investisiya fondlarından, vahid investisiya fondları və səhmdar investisiya fondları üzrə ixtisaslaşmış depozitarlardan, investisiya sahiblərinin reyestrinin aparılmasını həyata keçirən şəxslər tərəfindən maddi ziyan dəyən şəxslərə kompensasiyalar ödənilir. Kompensasiya ödənişlərinin prosedurlarını və maksimal məbləğlərini Mərkəzi Bank müəyyən edir. Ümumiyyətlə, fond bazarının iştirakçılarının sayı həm azdır həm də bu bazarın peşəkar iştirakçılarının tərkibinə investisiya fondları daxil olsalar da hüquqi şəxs investisiya sxeminin təşkilatçısıdır.

Bu qanunda həmçinin kompensasiya ödənişlərinin alıcıları olan Azərbaycan vətəndaşları müəyyənləşdirilir. Əgər "Qiymətli kağızlar bazarında investorların hüquqlarının və qanuni maraqlarının müdafiəsi haqqında" [12] qanununda və daha sonra Mülki Məcəllədə [16] bütün fiziki şəxslər qeyd olunubsa, bu qanunvericilik aktlarında vətəndaşlar da qeyd olunub. Bu normalara riayət edilərkən, digər kateqoriyalı – vətəndaşlığı olmayan şəxslər və xarici investorların hüquqları bu

ödənişlərin yönləndiyi şəxslərin sırasına daxil olmaya bilər.

Bu qanunun kompensasiya fondundan vətəndaşlara zərərlərə görə kompensasiya tələb etmək hüququnu verir.

MDB ölkələrində məsələn, Rusiyada "Əmanətçilərin və səhmdarların hüquqlarını qorumaq üçün bəzi tədbirlər haqqında" qəbul edilmiş fərmana uyğun olaraq bu sahədə dövlət kompensasiya sxemi nəzərdə tutulur. Bu normativ sənədlə investorlar və səhmdarların hüquqlarının müdafiəsi üzrə İctimai və Dövlət Fondu (FİDF) formalaşmış. Bu fərmanın qəbul edilməsi 1990-cı illərin əvvəllərində əksər MDB ölkələrində və eləcə də Azərbaycanda da meydana çıxmış "maliyyə piramidaları"nın qarşısının alınması üzrə dövlət tədbirlərinə aid idi və çox mühüm kompensasiya sxemi idi. Belə ki, bu fərmanın hüquqi tənzimlənmə sferasındakı səhmdarlara, əmanətçilərə və əmlaka ödənişlər ilə heç bir əlaqə yox idi. Bu təşkilatın aktivlərinin əhəmiyyətli bir hissəsi büdcə mənbələri ilə formalaşmışdır. Mənfi tərəfi odur ki, fiziki şəxslər hansı qaydada və necə sübut etməlidir ki, onlar kompensasiya ödənişlərini almaq üçün tam hüquqa malikdirlər.

Bu sənəddə kompensasiyaların ödənilməsi prosedurları qeyd edilir. Lakin kompensasiya fondunun fəaliyyətinin əsas məqsədləri müəyyən qədər dəyişmişdi, kompensasiya almaq üçün əsaslar və qaydalar təsbit edilmişdi. Fərmana görə, yalnız reyestrə daxil edilmiş təşkilatlardan zərər çəkmiş şəxslər bu kompensasiya fondundan vəsait ala bilərlər. Lakin, bu reyestrin formalaşma xüsusiyyətləri və buraya daxil edilən bazar subyektlərinin meyarları qeyd edilməmişdir.

Qeyd olunan fərmanın ancaq birja bazarının peşəkar iştirakçılarında zərər çəkmiş şəxslərə kompensasiya ödəməklə yanaşı, icazəsiz fəaliyyətlərin yerinə yetirilməsi nəticəsində dəyən zərəri kompensasiya etmək üçün nəzərdə tutulduğunu göstərmək lazımdır.

Həmçinin yuxarıda qeyd olunan normativ aktlar, əsasən, dövlət kompensasiya proqramlarının müxtəlif versiyalarını təqdim edir. Bununla yanaşı qeyd edək ki, bu kompensasiya sxemlərinin heç biri tam inkişaf etdirilməyib. Azərbaycanda dövlət kompensasiya sxemləri, proqramları və fondları ilə yanaşı, ölkənin mövcud qanunvericiliyi çərçivəsində zəmanətlərin, kompensasiya və digər fondların

formalaşması üçün bir çox variantlar nəzərdə tutulmalıdır. Eyni zamanda, belə fondların təşkilatçıları fond bazarının peşəkar iştirakçıları, fond bazarında peşəkar iştirakçıların özünü tənzimləyən təşkilatları, investorların ictimai birlikləri ola bilər.

İnkişaf etmiş xarici ölkələrdə olduğu kimi, ölkəmizdə də belə kompensasiya proqramlarının dəstəklənməsinə görə maliyyə vəsaitlərini "fond bazarı"nın özü təqdim etməlidir. Bununla yanaşı ölkəmizdə hüquqi bazanın yaradılması, belə müəssisələrin fəaliyyət prinsipləri, əmlakın istifadəsi və formalaşdırılması qaydası, bu vəsaitlərin kompensasiya ödənişlərinin qaydası və meyarları müəyyənləşdirilmiş normativ aktlar mövcud deyil yaxud da qeyri-təkmildir.

Beləliklə, fond bazarında zəmanət proqramlarının formalaşdırılması üçün bu problemi köklü şəkildə həll edəcək qanunverici akt qəbul edilməlidir. Bu normativ akt açıq şəkildə investorların ehtimal olunan zərərlərinin kimlər tərəfindən ödənilməsi, zərərin hansı riskləri və hansı həcmdə belə mexanizmlə kompensasiya ediləcəyini dəqiq müəyyən etməlidir. Birja bazarının səmərəli fəaliyyət göstərməsi üçün əlavə dəstəkləyici mexanizm kimi çıxış edən dövlət dəstəyi də nəzərdə tutulmalıdır.

Bir sıra yerli alimlərin fikrincə, maliyyə siyasətində daha bir yeni addım, fikrimizcə, investisiyaların sığortalanması sisteminin yaranması, investisiya fondları və qiymətli kağızlar bazarının formalaşmasının sürətləndirilməsi vasitəsilə ölkəyə portfel investisiyaların axınının stimullaşdırılmasıdır [32, s.127].

Qiymətli kağızlar bazarının əsas iştirakçılarından biri olan hedcərlərin (sığorta xidmətləri göstərənlərin) fəaliyyəti isə ölkəmizdə çox zəif inkişaf etmiş, demək olar ki, yox səviyyəsindədir. Belə ki, ümumiyyətlə, biznesin sığortalanması mədəniyyəti Azərbaycanda çox aşağı səviyyədədir və bu sahənin inkişaf etdirilməsi fikrimizcə, prioritet məsələlərdən olmalıdır.

Fikrimizcə, bir qrupun öz peşəkarlıq fəaliyyətini keyfiyyətsiz reallaşdırması və başqalarının sərmayə risklərini bütün ölkə əhalisinin üzərinə qoyulması ədalətsizlikdir. Bundan əlavə, dövlət fondundan kompensasiyanın ödənilməsi çox bahalı bir zövqdür, çünki dövlət subsidiyaları ümumiyyətlə, ölkə üçün, məsələn, tibb və sosial sahə üçün çox vacibdir. Beynəlxalq təcrübəyə əsasən, Azərbaycanda bir

neçə kompensasiya fondu sistemi mövcud olmalıdır və fond bazarının müştərilərinə zərərlərin kompensasiya edilməsinin aparıcı rolu olmalıdır. Fond bazarında səhmdarların və investorların hüquqlarının qorunmasının yaxşılaşdırılması üçün mühüm addım Azərbaycanın bu sahədə vahid qanunvericilik aktının yaradılmasıdır.

III FƏSİL. AZƏRBAYCANIN QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARINDA MALİYYƏ-KREDİT İNSTİTUTLARININ FƏALİYYƏTİNİN İNKİŞAF PERSREKTİVLƏRİ

3.1. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarı infrastrukturunun səmərəli fəaliyyət mexanizmlərinin işlənilib hazırlanması

Qiymətli kağızlar bazarının maliyyə-kredit institutları hər bir dövlətin iqtisadiyyatının idarəetmə strukturunun tərkib hissələrindən biri hesab olunur və onların fəaliyyətinin düzgün qiymətləndirilməsi, proqnozlaşdırılması və təkmilləşdirilməsi yollarının müəyyənləşdirilməsi vacib problemdir. Qeyd edək ki, dünya maliyyə böhranı dövründə inkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsi bir daha qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti olmadan iqtisadiyyatın sabit artımına nail olunmasının qeyri-mümkünlüyünü təsdiq etdi. Bu həm də qiymətli kağızlar bazarının təsərrüfat subyektləri tərəfindən maliyyə vəsaitlərinin əldə edilməsi prosesinin sadələşdirməsi və genişləndirməsinə əlverişli şərait yaratması ilə bağlıdır.

Xatırladaq ki, iqtisadiyyatın qeyri-sabit inkişafı vəziyyətində qiymətli kağızlar bazarının tənəzzülü iqtisadi artımın ləngiməsinə səbəb ola bilər. Odur ki, əksər inkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan ölkələrdə qiymətli kağızlar bazarının bütün iştirakçılarının, o cümlədən dövlət qiymətli kağızlar bazarının düzgün təşkilinə və tənzimləməsinə xüsusi diqqət yetirirlər.

Azərbaycanda fond bazarının davamlı inkişafı mexanizminin yaradılması probleminin həlli dövlət qurumlarının, həm də qiymətli kağızlar bazarının maliyyə-kredit institutlarının strateji inkişafının mühüm şərti hesab olunur. Bu, həmçinin investorların pul vəsaitlərinin səmərəli hərəkətini təmin edə bilər. Qiymətli kağızlar bazarının monitorinqi prosesindən və təhlilindən aydın olur ki, onun özünəməxsus maliyyə-kredit institutlarının investisiya imkanlarından tam istifadə olunmur. Qiymətli kağızlar bazarının emitentlərinin qiymətli kağızların buraxılmasından əldə etdiyi vəsaitlər istehsal investisiyalarına deyil, əsasən şirkətin maliyyəsinin düzgün

planlaşdırılmasına yönəldilir və ya bank hesabında dondurulmuş şəkildə saxlanılır.

Azərbaycanda təkrar qiymətli kağızlar bazarının inkişafını əngəlləyən əsas amillərdən biri səhmdar cəmiyyətlərinin davamlı fəaliyyət problemi. Bu sahələrdə beynəlxalq təcrübə müvəqqəti sərbəst vəsaitlərin və əlavə investisiyaların toplanmasının əhəmiyyətli bir mənbəyi kimi qiymətli kağızlar bazarının inkişafına daha çox diqqət tələb edir. Ümumiyyətlə, qiymətli kağızlar bazarının maliyyə-kredit institutlarının inkişafında infrastrukturun qeyri-təkmil inkişaf səviyyəsi, vahid fəaliyyət sisteminin olmaması kimi mövcud problemlərin həlli yolları tapılmalıdır.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafında bir sıra həllini gözləyən problemlərin olması inkarolunmazdır. Nəzərə alınmalıdır ki, Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsinə və qiymətli kağızlar bazarı institutlarının inkişafına mane olan əsas problemləri ardıcılıqla təqdim etmək olar. Bunlardan birincisi Bakı Fond Birjasının və milli qiymətli kağızlar bazarı vasitəçilərinin aşağı səviyyəli fəaliyyətidir.

Müasir dövrdə davamlı fəaliyyət göstərən maliyyə-kredit institutları (xüsusilə Bakı Fond Birjası) kapital bazarının əhəmiyyətli mobil və formalaşmış elementlərindən biridir. O, milli iqtisadiyyatda maliyyə resurslarının təmərküzləşdirilməsində və istifadə olunmasında mühüm rol oynayır. Belə qənaətə gəlmək olar ki, Azərbaycanda maliyyə-kredit institutlarının təkmil fəaliyyətinin təşkili və tənzimlənməsi yaşadığımız dövrün vacib problemlərdən biri hesab olunur.

Hər bir ölkədə fond birjası kapitalın formalaşmasında, əmanətlərin səmərəli şəkildə cəlb edilməsində mühüm rol oynayır, investisiya təhlükəsizliyini təmin edir və maliyyə aktivlərinin mübadiləsini təşkil edir.

Qiymətli kağızlar bazarının əhəmiyyətini, ilkin və təkrar qiymətli kağızlar bazarlarının inkişafı yolu ilə ölkədə investisiya mühitinin inkişaf etdirilməsinin zəruriliyini anlamaqla belə qənaətə gələ bilərik ki, təkrar qiymətli kağızlar bazarı və fond birjası milli iqtisadiyyatın maliyyə sferasının əhəmiyyətli hissəsi olmaqla sərbəst vəsaitlərin cəlb edilməsi və onların iqtisadiyyatın digər sahələrinə investisiya qoyulması üçün real əsas yaratmaq imkanına malikdir.

Azərbaycan hökuməti tərəfindən investisiya layihələrinin cəlb edilməsi üçün vahid platforma yaratmaq məqsədilə 2000-ci ildə "Bakı Fond Birjası" QSC yaradılmışdır. Həmin prosesdə bu birjanın mütəxəssisləri tərəfindən Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarına aid bütün normativ hüquqi aktlar, habelə qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinin infrastruktur problemləri və onun gələcək inkişafı öyrənilmişdir, lakin, tədqiqatlar zamanı aydın oldu ki, onların bəziləri Azərbaycan kapital bazarının inkişafına kömək etmir.

Qeyd etməliyik ki, ilk növbədə, əsas çatışmazlıqları fond birjasının fəaliyyət planında və broker və diler fəaliyyətində görmək olar. Bu fəaliyyət proseslərindən aydın olur ki, fond birjasının, brokerlərin və dilerlərin fəaliyyətində qiymətli kağızların alıcıları arasında birja əməliyyatları aparmaqda marağın olmamasının səbəbi birja ticarətinin üstünlükləri və peşəkar bazar iştirakçılarının təliminə lazımı diqqət yetirilməməsi barədə ictimai-izahlı işin aparılmamasıdır.

Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının normativ-hüquqi bazasının hələ 1992-ci ildən etibarən formalaşdığını nəzərə almasaq, təəssüf ki, indiyə qədər qiymətli kağızların ticarətini təşkil etməyə qadir olan fond birjasının təkmil institutları fəaliyyət göstərmir. Apardığımız araşdırmalardan bizə aydın oldu ki, Bakı Fond Birjası tam fəaliyyət göstərmir. Əgər fond birjası tam fəaliyyət göstərsə idi, onda onun fəaliyyət prosesi yerli və xarici investorlara yerli firmaların qiymətli kağızlarının satışı vasitəsilə real iqtisadiyyata investisiya qoymaq üçün vahid platformanı təqdim etmiş olardı.

Ona görə də Bakı Fond Birjasının qeyri-aktiv fəaliyyəti və respublikada qiymətli kağızlar bazarı vasitəçilərinin fəaliyyətinin zəifləməsi problemi hər iki dövlət qurumunun (Maliyyə Nazirliyi və Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı) və qeyri-dövlət qurumlarının (sahibkarların) nəzarəti altındadır.

Digər bir problem qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının, o cümlədən: brokerlik, depozitar fəaliyyət və qiymətli kağızların qeydiyyatı sahiblərinin fəaliyyəti kimi fəaliyyətlərin məhdudluğudur.

Dünya fond bazarlarının fəaliyyət mexanizmindən aydın olur ki, qiymətli kağızların dövriyyəsinin səmərəli fəaliyyəti və dövriyyə həcmının sürətləndirilməsi

qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçılardan asılıdır. Odur ki, Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçıların məhdud fəaliyyətinin əsas problemi onların obyektiv və qanuni xarakteridir.

Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçıların formalaşdırılması üzrə məhdud fəaliyyətin obyektiv xarakteri, mütəşəkkil birjaların dayanıqsız olmasında (müvəqqəti olaraq təşkil edilmiş birjaların) və bazarın peşəkar iştirakçılarının kifayət qədər təcrübəli olmamasındadır.

İnvestorların və qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçıların hüquqlarının qorunması barədə hüquqi bazanın möhkəm olmaması da əsas problemlərdəndir.

Hərtərəfli və səmərəli hüquqi baza kapital bazarının fəaliyyətində həyati vacib əhəmiyyətə malikdir. Səmərəsiz və ya məhdudlaşdırıcı hüquqi baza kapital bazarının inkişafını ləngidir, çox liberal hüquqi baza isə bazar iştirakçıları üçün, eləcə də bütövlükdə iqtisadiyyat üçün külli miqdarda risklər yarada bilər.

Biz bundan əvvəlki bölümlərdə qiymətli kağızlar bazarının maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyəti ilə bağlı hüquqi bazanı müəyyən qədər nəzərdən keçirmişdik.

Dünya təcrübəsini nəzərə alaraq, normativ-hüquqi aktların yaxşılaşdırılması və təkmilləşdirilməsi məqsədilə Azərbaycan Respublikasının Mülki və Vergi Məcəllələri və s. ilə əlaqədar dövlət qurumları tərəfindən bir sıra dəyişikliklər təklif olunmuşdur, lakin bu dəyişikliklər ölkənin qiymətli kağızlar bazarında investorların sonrakı fəaliyyətində müsbət nəticələr vermədi. Belə ki, qiymətli kağızlar bazarı və onun peşəkar iştirakçıları haqqında qanunvericilikdəki aşağıdakı qüsurlar hələ də qalmaqdadır:

- qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçıları həvəsləndirə biləcək uzunmüddətli birja əməliyyatları aparmaq qaydalarının olmaması;
- fond birjasında listing əməliyyatlarının aparılması və yeni yaradılmış müəssisələrə güzəştlərin verilməsi qaydalarının olmaması;
- qiymətli kağızlar bazarında brokerlərin və dilerlərin fəaliyyətinə dair təlimatların müasir bazarın tələblərinə uyğun gəlməməsi;
- qiymətli kağızlar bazarında qiymətli kağızların qeydiyyatı sahiblərinin əməliyyatlar aparması qaydalarının olmaması;

- fond birjasında broker və diler əməliyyatlarının aparılması qaydalarının olmaması və s.

Qarşıya qoyulmuş məqsədə nail olmaq üzrə bu problemlərin həlli, Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarında əlverişli mühit yaratmaq və investorların hüquqlarını qorumaqdır.

Əsas problemlərdən biri də qiymətli kağızlar bazarının maliyyə-kredit institutlarının və onun iştirakçılarının idarəetmə strukturunun mürəkkəbliyi hesab olunur.

Hər bir dövlət qiymətli kağızlar bazarının maliyyə-kredit institutlarının və onun iştirakçılarının struktur səviyyəsini, bazar qaydalarını, tənzimləyicilərə olan inamı, kapitalın həcmi və bu bazarda mübadilə olunan maliyyə alətlərinin həcmi nəzərə alınmalıdır.

Həm də yadda saxlamaq lazımdır ki, hazırda kapital bazarında əsas bazar iştirakçılarının birindən - müstəqil investisiya broker şirkətlərindən tamamilə məhrumdur. Qiymətli kağızlar bazarının qanunvericiliyinin mövcud normalarına əsaslanaraq bazar infrastrukturunu yaratdıqda da bazarın sürətli (spiralvari) inkişafına təsir göstərmək üçün çoxlu sayda ticari iştirakçılara ehtiyac yaranır.

Digər bir problem qiymətli kağızlar bazarının imkanları haqqında əhalinin aşağı səviyyədə məlumatlandırılmasıdır və bu da bazarın yavaş inkişafının amilidir.

Yuxarıda göstərilənlərdən belə bir nəticə əldə edə bilərik ki, Azərbaycan Respublikasında dövlət və qeyri-dövlət qiymətli kağızlarının qeydiyyatı üzrə vahid dövlət sistemi mövcud deyildir ki, bunların da hamısı qiymətli kağızlar bazarının idarə edilməsi üzrə vahid bir sistemin yaradılması problemini həll etməyi tələb edir.

Digər bir problem investorlar üçün qiymətli kağızlar bazarında buraxılmış səhmlərin, veksəl və istiqrazların cəlbədicilənməməsidir.

Ölkə iqtisadiyyatının inkişafının üstünlüklərindən biri hesab edilən Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarına investorların cəlb edilməsi qiymətli kağızların buraxılması yolu ilə iqtisadiyyatın bir segmentindən digərinə pul köçürməsinə təmin edir.

Emissiya edilmiş səhmlərin, veksəllərin və istiqrazların qiymətli kağızlar bazarına cəlb edilməməsinin səbəbləri fond birjasının zəif fəaliyyətidir, qeyri-

mütəşəkkil bazarda veksellərin və istiqrazların aşağı gəlirlilik səviyyəsi və investorların səhmdar cəmiyyətlərin buraxdığı səhmlərinin ödəmə qabiliyyətinə güvənməməsidir.

Səhm bazarına gəldikdə, o, qeyri-mütəşəkkil formada fəaliyyət göstərir, yəni fond birjasının və qiymətli kağızlar bazarı vasitəçilərinin xidmətindən istifadə edilmir – bu o deməkdir ki, səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin alqı-satqısı üzrə əməliyyatlar dövlət əmlakının satışı üzrə dövlət idarəsi, Ədliyyə Nazirliyinin notarial kontorları və səhmdarlar arasında müstəqil olaraq satılır ki, nəticədə səhmlərin bazar dəyərinin qeyri-müəyyənliyinə gətirib çıxarır.

Bununla yanaşı, son illərdə səhmdar cəmiyyətlərinin sayının azaldılması tendensiyası müşahidə olunmuşdur. Xüsusən, dövlət müəssisələrinin özəlləşdirilməsi və dövlət səhmlərinin hərraclarda satışı zamanı onların daha çoxu məhdud məsuliyyətli cəmiyyətlərə çevrilir və nəticədə qiymətli kağızlar bazarının ümumi kapitallaşması azalır və səhmlər isə dövriyyədən çıxır.

Digər tərəfdən, səhmdar cəmiyyətlərinin öz səhmlərini fond birjasına təqdim etməsində maraqlı olmaması, az sayda qapalı formada səhmdarı olan səhmdar cəmiyyətlərinin təşkili, onların zərərli fəaliyyəti, beynəlxalq mühasibat uçotu qaydalarına riayət etməməsi və qiymətli kağızlar bazarında korporativ istiqrazlar kimi gəlirli maliyyə vəsaitlərinin olmaması səbəbindən qiymətli kağızlar bazarının inkişafına mənfi təsir göstərir.

Əsas problemlərdən biri də birja bazarında xəbərlərin (məlumatların) olmaması və qiymətli kağızların emissiyasının idarə edilməsində problemlərin mövcudluğudur.

Hal-hazırda Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının maliyyə-kredit institutlarının gündəlik satışlar, ilkin və təkrar bazarlarda satış nəticələri barədə məlumatlarla təmin edilməsinə ehtiyac vardır.

Azərbaycanın fond birjasında öz həllini tapmayan başqa bir məsələ səhmdar cəmiyyətləri (emitentlərin) və qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları tərəfindən bazarın tənzimləyici orqanlarına hesabatın təqdim edilməsi qaydalarına riayət edilməməsi üzrə qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti hesab olunur ki, bu da fond bazarında məlumatın olmaması ilə nəticələnir. Azərbaycan Respublikasının

Mülki Məcəlləsinə uyğun olaraq bazar emitentləri öz hesabatlarını respublika qiymətli kağızlar bazarının tənzimləyici orqanlarına (dövlət qurumlarına) vaxtında təqdim etməlidirlər. Bazar iştirakçılarının fəaliyyəti barədə vaxtında məlumat vermədikdə, qeyri-dövlət qiymətli kağızlar bazarı qurumları və qiymətli kağızlar dövriyyəsi üzərində düzgün nəzarət təmin edilmir. Buna görə, Azərbaycan Respublikasının fond birjasının inkişafında fond birjasında məlumatların çatışmaması və qiymətli kağızların buraxılması üzərində nəzarət problemlərinin mövcudluğu məsələlərinin həlli yollarının aşkara çıxarılması çox vacibdir və bu problemin həlli ölkədə tənzimləyicilərin, kapital nümayəndələri və istifadəçilərinin işini asanlaşdıracaq və yaxşılaşdıracaqdır.

Qeyd etmək lazımdır ki, qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının inkişafı qarşısında duran problemləri həll etmək və onların prioritet inkişaf istiqamətlərini tapmaq üçün Azərbaycan Respublikasında alternativ gəlir (mənfəət) mənbəyi şəklində sərbəst maliyyə resursları əldə etmək imkanına malik olan pensiya və kapital fondları, sığorta şirkətləri, kommersiya bankları kimi bəzi institusional investorları dəstəkləmək lazımdır.

Araşdırmalarımıza əsasən, Bakı Fond Birjasının fəaliyyətində mövcud olan problemlərin həlli məqsədilə aşağıdakı tədbirlərin görülməsi məqsədəuyğundur:

- Azərbaycan Respublikasının maliyyə qurumlarının (fond birjasının) platformasının fəaliyyəti və qiymətli kağızlar bazarı vasitəçilərinin daha məhsuldar sonrakı fəaliyyəti üçün Azərbaycan Respublikası hökumətinə təklif edilir ki, Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin dövlət xəzinədarlığı vekselləri, Azərbaycan Mərkəzi Bankının qiymətli kağızları, Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin və dövlət istiqrazları və dövlət əmlakının özəlləşdirilməsi zamanı buraxılan səhmlər Bakı Fond Birjasında alınıb satılsın;

- səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin bu birjada listinqdən keçməsinə təmin edən qanunvericilik səviyyəsinin qəbul edilməsi lazımdır;

- səhmdar cəmiyyətləri statusuna malik olan bütün müəssisələrin fond birjasında öz qiymətli kağızları ilə əməliyyatlar aparması qanunvericilik səviyyəsində təmin edilməlidir;

- Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə uyğun olaraq qiymətli kağızların emissiyası hüququ olan digər müəssisələr yalnız birjada əməliyyatları yerinə yetirməlidirlər;

- qiymətli kağızlar bazarında maliyyə risklərini aradan qaldırmaq üçün respublikanın maliyyə-kredit institutlarını və sığorta təşkilatlarını bu birjaya cəlb etmək lazımdır.

Azərbaycan Respublikasında bu fond birjasının fəaliyyətində müəyyənləşdirilmiş problemləri həll etmək üçün ilk növbədə, müəllif hüquqi təminatlar vasitəsilə respublikada təkrar bazarın yaradılması prosesində dövlət qurumlarının daha əlverişli alətlərindən istifadə etməyi təklif edir.

Bakı Fond Birjasının tamhüquqlu fəaliyyətinin başlamasından sonra peşəkar iştirakçıların fəaliyyətinə malik olan bu problemi həll etmək üçün aşağıdakıları təklif edirik:

- qanunvericilik səviyyəsində peşəkar iştirakçıların fəaliyyətinə vergi ödəmələri və dövlət rüsumları minimuma endirilməlidir;

- müvafiq normativ-hüquqi aktlara uyğun olaraq, diler və broker fəaliyyəti üçün lisenziyaların alınması prosesində bürokratik əngəlləri azaltmaq lazımdır;

- fond bazarında mərkəzi depozitar fəaliyyətini həyata keçirmək.

Depozitarın prioritet vəzifələrindən biri öz müştəriləri ilə səmərəli qarşılıqlı əlaqənin təşkilidir. Beləliklə, depozitar qabaqcıl texnologiyalara əsaslanan və hər bir müştəriyə fərdi yanaşma ilə birlikdə kompleks yanaşma işlənilib hazırlanmalıdır.

Müştərilərlə effektiv qarşılıqlı əlaqə yaratmaq üçün yeni texnologiyalar əsasında sənəd dövriyyəsinin elektron idarəetmə sistemi yaradılmalı və informasiya xidmətləri daim yenilənməlidir.

Depozitar qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarına, banklara, qeydiyyatçılara və digər bazar qurumlarına xidmət göstərməlidir.

Beləliklə, kapital bazarının inkişafı üçün Azərbaycanda ən yaxşı beynəlxalq standartlara uyğun olaraq əməliyyatların yüksək səviyyədə təhlükəsizliyini və səmərəliliyini təmin edən depozitar əməliyyatlarının yeni biznes modelini yaratmaq və reallaşdırmaq lazımdır. Bu islahat, ilk növbədə, şirkətlərə və səhmdarlara

göstərilən xidmətlərin keyfiyyətini artıracaq, eləcə də onların həyata keçirilməsinin səmərəliliyini və onların hüquqlarının qorunmasını təmin edəcəkdir.

Yeni modelə əsasən, depozitar mərkəzləşdirilmiş reyestrin aparılmasını, qiymətli kağızların qorunmasını, habelə ixtisaslaşmış proqram təminatlarının tətbiqi və təhlükəsizliyin genişləndirilməsi yolu ilə birja əməliyyatlarının klirinqini və hesablamalarını təmin etmək qabiliyyətində olacaqdır. Qeydiyyatın saxlanması və təhlükəsizlik xidmətləri müştərilərə - operatorlar, investisiya şirkətləri, banklar və qeydiyyatçılar vasitəsi ilə təqdim ediləcək. Depozitari ilə müvafiq sazişlər imzalanacaq.

Azərbaycanda kapital bazarının inkişafına yönəldilən əsas məqsədə nail olmaq üçün depozitarinin fəaliyyətində aşağıdakı şərtlər yerinə yetirilməlidir:

- depozitar xidmətlər Azərbaycan Respublikasının qanunvericiliyinin bütün müddəalarına uyğun olmalıdır. Depozitari tənzimləyici tərəfindən təsdiq edilməli və qeydiyyata alınmalı olan, eləcə də depozitar fəaliyyətinin müntəzəm və çox məqsədli auditini həyata keçirməli olan müddəalara və qaydalara uyğun olaraq xidmət göstərir;

- xidmətlər ən yaxşı beynəlxalq təcrübəyə və standartlara uyğun olmalıdır. Depozitar müştərilərə xidmətin yaxşılaşdırılması və əməliyyatların etibarlılığını artırmaq və sərhədyanı ticarətini asanlaşdırmaq üçün yerli səviyyədə beynəlxalq qaydalar və ən yaxşı təcrübələri tətbiq etməyə imkan verəcək beynəlxalq təşkilatların üzvü olmalıdır;

- birjada broker, diler, depozitar fəaliyyəti və qiymətli kağızlar reyestrinin sahiblərinin fəaliyyəti üzrə təlim məqsədilə qısa müddətli kurslar açılmalıdır;

- həm də bu kurslarda elektron sistemlərdə tanınmış birjaların qiymətli kağızlarının alqı-satqısı öyrədilməlidir;

- brokerlik, diler, depozitar fəaliyyət, habelə qiymətli kağızlar reyestrinin sahiblərinin fəaliyyəti ilə məşğul olmaq istəyənlər azdırsa, bu halda respublika institutları və ali məktəblərinin fəal tələbələrini qısamüddətli kurslara dəvət etmək və onların hazırlanması zamanı reklam işləri aparmaq lazımdır.

3.2. Fond bazarının dövlət tənzimlənməsi mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi yolları

Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişaf istiqamətinin müəyyən edilməsində bazarın mövcud vəziyyətinin və inkişafının əsas göstəricisi sayılan korporativ qiymətli kağızlar segmenti mühüm əhəmiyyətə malikdir. Belə şəraitdə investorların hüquqlarını qorumaqla bağlı vəziyyətin yaxşılaşdırılmasına və emitent şirkətlərə etibarın artırılmasına qadir olan listing qaydalarının qəbulu və tətbiqi son dərəcədə vacibdir. Bununla belə listing qaydalarının və bütövlükdə listingin araşdırılmasına ehtiyac vardır. Belə ki, ümumən qəbul edilmiş beynəlxalq təcrübəyə görə, şirkətə məxsus qiymətli kağızların fond birjasında dövriyyəsinin baş verməsi yalnız bəzi məcburi prosedurlardan, o cümlədən listing prosedurundan keçməsindən və ya qiymətli kağızın birja siyahısına daxil edilməsindən sonra mümkün olur. Birja siyahısına daxil edilməsi və siyahıda qalması üçün emitent şirkətlərin müəyyən tələblərə uyğun olması vacibdir. Bu tələblər sırasına şirkətin maliyyə vəziyyəti, daha doğrusu, onun gəlirliliyi və ya aktivlərin həcmi ilə bağlı irəli sürülən şərtlər daxildir. Birja tərəfindən məlumatın açıqlanması və korporativ idarəetmə ilə bağlı əlavə tələblər də irəli sürülə bilər. Bir qayda olaraq fond birjası tərəfindən müəyyənləşdirilən listing qaydaları qanunvericiliklə təsbit olunmuş standartlardan üstün olur.

Listing tələblərində əsas məqsəd məlumatın açıqlanması, şirkətlərin idarəedilməsi və maliyyə vəziyyəti ilə bağlı tələbləri sərtləşdirməklə investisiyaları və birja qeydiyyatından keçmiş qiymətli kağızlarla ticarəti təşviq etməkdir. Listing tələbləri investorlardan ötrü keyfiyyət nişanının funksiyasını yerinə yetirir, qiymətli kağızlara marağın və onların likvidliyinin artmasına səbəb olur. Bununla belə, fond birjası şirkətlərdən hansılarının listingdən keçmək imkanını qiymətləndirməkdə çətinlik çəkirlər. Belə ki, bəzən aşağı standartların tətbiqi daha çox şirkətin qiymətli kağızlar bazarına daxil olması imkanlarını artırmaqla fond birjasına sərfəli mövqə yaratsa da, tələblərin sadəliyi birjanın nüfuzuna və şirkətlərin keyfiyyətinə xələl gətirir. Nəticə etibarilə, investorlar üçün bazarın cəlbediciliyi azalır və likvidlik

səviyyəsinin aşağı düşməsi müşahidə olunur.

Dünya birjalarında vəziyyətin dəyişməsindən asılı olaraq davamlı şəkildə listing tələbləri yenilənir. Belə ki, XXI əsrin başlanğıcında dünyada baş verən qalmaqallar fonunda bəzi birjalar investorların hüquqlarının və öz nüfuzunun qorunması məqsədilə qanunvericilik qurumlarından əvvəl emitent şirkətlərlə bağlı tələblərini sərtləşdirdi və bununla bağlı müvafiq xərcləri artırdı.

Bütün bunlara rəğmən, qiymətli kağız listingi hər şeydən əvvəl yüksək likvidli səhmləri olan, bazarda dəyərəcə yüksək qiymətləndirilən, kapital bazarlarına çıxış imkanları geniş olan nüfuzlu şirkətlərə daha çox sərf edir. Bununla yanaşı, şirkətlərin bir çox digər gəlirləri də üzə çıxmış olur. Xüsusən də emitent şirkətlər tərəfindən maliyyə təşkilatlarının etibarının qazanılması və daha əlverişli şərtlərlə kreditlərin alınması asanlaşır.

Bakı Fond Birjası (BFB) tərəfindən listing qaydaları və emitentlərlə bağlı tələblər 2009-cu ilin avqustunda qüvvəyə minmişdir. BFB-də listing standartları və prosedurları hazırlanarkən müvafiq beynəlxalq təcrübədən istifadə edilmişdir. Bu zaman açıqlama, şəffaflıq və korporativ idarəetmə tələblərinə üstünlük verilmişdir.

Burada investorların maraqlarını qarşılamaq məqsədilə emitent şirkətin fəaliyyətində, xüsusilə də onun iqtisadi-hüquqi vəziyyətində zəruri tələblər müəyyənləşdirilmişdir. Listing tələbləri həm də investorlara bərabər imkanlar təmin etməli və müəyyənləşdirilmiş tələblərə artıq uyğun gəlməyən qiymətli kağızlara qarşı zəruri sanksiyaların tətbiqini və hətta lazım gəldikdə onları kotirovka vərəqələrindən kənarlaşdırmağı bacarmalıdır.

Qaydalara əsasən şirkətləri birinci və ya ikinci səviyyədə listingdən keçirmək (səviyyəli kotirovka vərəqələrinə daxil olunması) nəzərdə tutulur. İki səviyyəli listingi (kotirovka vərəqələrini) yaratmaqda məqsəd bütün şirkətlərin öz qiymətli kağızlarını yaxşı təşkil edilmiş qiymətli kağızlar bazarında qeydiyyatla alınma imkanı ilə təmin olunması, eləcə də tam hazırlanmayan şirkətlərin onlara həddən artıq sərt tələblərə əməl etməsindən azad edilməsidir.

Qiymətli kağızları birinci və yaxud ikinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil olunması tələbləri bir-birindən xeyli fərqlənir. Qiymətli kağızı birinci səviyyəli

kotirovka vərəqəsinə daxil olunmuş emitent şirkətlər ikinci səviyyəli kotirovka vərəqələrinə daxil edilən emitentlərdən fərqli olaraq, daha ciddi tələblərlə qarşılaşırlar. Həmin tələbləri aşağıdakı kateqoriyalarda birləşdirmək olar:

1. Şirkətlər və qiymətli kağızlarla bağlı ümumi tələblər:

- emitentin açıq səhmdar cəmiyyəti formasında təşkili həyata keçirilməli və listinqlə əlaqədar birjaya müraciətdən 3 il qabaq fəaliyyətdə olmalıdır.

Emitent tərəfindən idarəetmə orqanlarına listinqlə bağlı ərizənin təqdim edildiyi tarixə qədərki 6 ay ərzində əsaslı dəyişikliklər baş verməməlidir.

Birjanın listinq ərizəsi təqdim edilən vaxta qədərki 3 il ərzində haqqında iflas proseduru başlayan və ya qeyd edilən dövrdə mütəmadi müflisləşmə problemləri ilə üzləşən emitentlərin maliyyə alətlərinin listinqini aparmamaq hüququ vardır.

Emitent şirkətin maliyyə vəziyyəti ilə bağlı tələblər:

- emitentin malik olduğu ümumi kapital 5 milyon manatdan az olmamalıdır;
- emitent son 3 il müddətində gəlirlə işləməlidir.

3. Maliyyə hesabatlığı və məlumatın açıqlanması ilə bağlı tələblər:

- emitent maliyyə hesabatlarını Beynəlxalq Maliyyə Hesabatları Standartlarına uyğun işləyib hazırlamalıdır;

- emitentin müstəqil auditorlar tərəfindən Audit Üzrə Beynəlxalq Standartların tələblərinə uyğun şəkildə auditdən keçməsi vacibdir.

4. Korporativ idarəetmə ilə bağlı tələblər:

- emitent haqqında nizamnamə və daxili əsasnamələr onun fəaliyyətini tənzimləyən qanunvericiliyə uyğun olmalıdır;

- emitent nizamnaməsi barədə öz baş ofisində və ya internet saytı ilə açıqlama verməlidir;

- emitentin müşahidə şurası və ya ən azı audit komitəsi olmalıdır;

- emitentin müşahidə şurası ən azı bir müstəqil direktorla təmsil olunmalıdır;

- emitentin aidiyyəti olan şəxslərlə əqdləri açıqlanmalıdır. Göstərilən tələb müşahidə şurasının üzvlərinə, iri səhmdarlara və şirkətin icra orqanları üzvlərinə aid əqdlərə də şamil olunur;

- emitent üzərində nəzarət birja vasitəsilə ötürüldüyü təqdirdə minoritar

səhmdarların öz səhmlərini satın almaq tələbini irəli sürmək hüququ vardır.

Emitent şirkətin sadalanan tələblərə qiymətli kağızlarla bağlı listinqdən sonra da riayət etməsi vacibdir. Bununla yanaşı, birinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil olunmuş qiymətli kağız emitentləri tərəfindən aşağıdakılar təqdim etdilməlidir:

- investisiya memorandumunun qiymətli kağızlarla bağlı kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi;

- illik və rüblük maliyyə hesabatları.

Azərbaycan şirkətlərinin xarici fond birjalarını seçməsinin əsas səbəbləri bunlardır:

- əksəriyyəti yalnız beynəlxalq səhmlərə qeydə alınmış və emitentləri bu mübadilə siyahısına salınmış səhmlərə investisiya etmək istəyən xarici investorların cəlb edilməsi;

- şirkətin dəyərinin yüksəldilməsi imkanı həmin şirkətin və səhmlərinin beynəlxalq birja əməliyyatları ilə məşğul olan oxşar şirkətlər arasındakı fərqi azaldır. Vaxt keçdikcə şirkətin qiymətləndirilməsinə bu yanaşma emitentin səhmlərinin qiymətinin dəyişməsi meyllərinin azalmasına gətirib çıxarır;

- xarici səhmdarlar payının artırılması, səhmlərin beynəlxalq fond bazarında likvidliyinin artırılması, şirkətə əlavə investisiya cəlb edilməsi xərclərinin azaldılması;

- xarici fond birjalarında qeydə alınmış və xarici şirkətlərin ödəniş aləti kimi alınması üzrə əməliyyatlarda qeyd olunan səhmlərdən istifadə imkanları;

- şirkətin səhmdarları üçün alıcı-şirkətin səhmlərinin cəlb ediciliyini artırmaq. İnvestorların ticarət sahəsinə güvənməsi və şirkətin xaricdəki səhmlərinin sıxılmış ikinci bazarı, şirkətlərin satın alındıqdan sonra satın alınan şirkətin səhmdarlarına şirkətin səhmlərinin satış həcmi azaltmağa imkan verir;

- şirkətin rəhbərliyi və işçiləri üçün xarici sahələrdə yerləşdirilən şirkətin səhmlərinin cəlb ediciliyini artırmaq;

Aydındır ki, xarici investorların fond birjalarında qiymətli kağızların gələcək likvidliyi, emitentlərin məlumatlarının açıqlanması səviyyəsi və əməliyyatların rahatlığı kimi maraqları Azərbaycanın fond birjasına çatmır. Azərbaycan fond

bazarının gələcək inkişaf perspektivləri maliyyə resurslarının cəlb edilməsində və investorlar tərəfindən öz qiymətli kağızlarına tələbatın artırılmasında maraqlı olan emitentlərin öz maliyyə və informasiya siyasətini düzgün reallaşdırmasından asılı olacaqdır.

Fond bazarını formalaşdırarkən tənzimləyici və formalaşdırıcı mexanizmlər arasındakı fərqləri nəzərə almaq vacibdir. Buna görə dünyanın aparıcı ölkələrinin fond bazarlarının qurulmuş və davamlı sistemlərinə aid olan elementlərin meydana çıxan keçid sistemlərində mexaniki tətbiqi qəbul edilməzdir.

Hazırda Azərbaycanın fond bazarı hələ də aşağıda göstərilən amillərin təsiri altında inkişafını davam etdirmək məcburiyyətində qalmaqdadır:

- global kapital bazarının konyunkturasının qeyri-sabitliyi,
- dünya neft bazarında qiymətlərdə müşahidə olunan əhəmiyyətli tərəddüdlər,
- daxili birja bazarında möhtəkirlik əməliyyatlarının üstünlüyü və ehtiyatlı investorların bazar alətlərinə mülayim marağı.

Sadalanan amillər Azərbaycanın fond bazarında iştirakçılar arasında qiymət gözləntilərinin qeyri-müəyyənliyinin qorunması şərtlərini, bazarda aktivlərin risk prinsipinin artmasının davamlılığını müəyyən edir. Dünya maliyyə bazarında qeyri-sabit vəziyyət şəraitində onların kapital axınları xəbərdarlıq fonuna çox həssas olması və öz mövqeyini dəfələrlə dəyişməsi ilə fərqlənirdi. Bu da daxili səhmlər bazarında qiymət indekslərinin dinamikasında özünü göstərir.

Maliyyə bazarını təhlil edən mütəxəssislərin fikrincə, ölkəmizdə hər cür kapital qoyuluşu əmanətçiləri əlverişsiz vəziyyətə qoyur. Bank depozitləri inflyasiyanı əhatə etmir. Ən sərfəli investisiya - daşınmaz əmlaka pul investisiyasıdır, lakin bu investisiyalar böyük xərclər və ya bahalı ipoteka proqramları tələb edir. Digər investisiya növlərindən biri vahid investisiya fondunun yaradılmasıdır, lakin pul vəsaitlərinin idarə edilməsi üçün yüksək faiz və aşağı gəliri olduğuna görə, onlar da sərfəli deyil. Həmçinin, qiymətli metallara sərmayə qoyuluşu alqı - satqı xərcləri arasında böyük fərqlərin mövcudluğuna görə sərfəli sayılmır.

Əlbəttə ki, xarici investisiyaları ölkə iqtisadiyyatına cəlb etməyin ən təsirli vasitələrindən biri də fond birjasıdır. Dövlət, portfel sərmayələrinin axınını

stimullaşdırmaqdan kənar dayanmır. Məlum olduğu kimi, bugünkü dövlət siyasətinin istiqaməti dəyişilib və hökumət şirkətlərin Azərbaycan aktivlərinə investisiyalarını artırmağı stimullaşdırır.

Beynəlxalq fond bazarlarında mövcud vəziyyəti qiymətləndirərkən qeyd etmək lazımdır ki, 2014-cü ilin üç ayı ərzində, Amerika və Avropanın əsas indekslərində dəyişikliklər 2%-dən çox olmayıb (Portuqaliya, İtaliya və İrlandiya istisna olmaqla). Çin və Yaponiya bazarları 4-9% azalıb, digər Asiya ölkələrinin göstəriciləri demək olar ki, dəyişməyib. İnkişaf etməkdə olan bazarlardaən fərqli görünüş: Nigeriyadan - 6% - dək İndoneziyada + 12% - dək dəyişiklik baş vermişdir. Ümumilikdə, göstəricilərin əksəriyyətinin dinamikası $\pm 4\%$ -dir. FES tərəfindən bazarda pul vahidlərinin tədricən azalması nəzərə alınmaqla, 2014-cü ildə fond bazarlarının əksəriyyətində artım tempi 2013-cü ilin göstəricilərinə nisbətə azalmışdır.

Yaxın gələcəkdə Azərbaycan fond bazarının perspektivlərinə gəldikdə, səhmdar aktivlərinin müəyyən qədər zəifləməsi gözlənilir. Buna baxmayaraq, kapitalın əhəmiyyətli dərəcədə ixrac edilməsi ehtimalı hələ də gözlənilir, bu, əlbəttə ki, milli iqtisadiyyata təsir edəcəkdir. Kreditləşmə tədricən yavaşlanacaq və burada perspektivlər Mərkəzi Bankın tədbirlərinə görə müsbət deyil. Ehtimal ki, istehlakçının tələb və investisiyaları da azalacaq. Bununla yanaşı, neftin qiymətində müsbət dinamikanın da davamlı olacağı sual altındadır. ABŞ-da istehsal artmaqda davam edir, İran və Liviya isə sonrakı dövrdə də neftə olan tələbatını əhəmiyyətli dərəcədə artırmağa bilirlər. Fond bazarında əlavə təzyiq ABŞ-da faiz dərəcələrinin yüksəldilməsi ilə nəticələnmə bilər. Həmçinin, müsbət bir amil, investorların inkişaf etməkdə olan bazarlarda və orta müddətdə Azərbaycan aktivlərinə olan maraqlarının tədricən qaytarılması ola bilər. Xarici inkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, fond bazarının sabitliyi özəl investorların mövcudluğundan çox asılıdır. Səhmdar investisiya fondlarına yatırılan investisiyalar orta və kiçik investorların iştirakının əsl yoludur. Buna baxmayaraq, dünyanın inkişaf etmiş ölkələri ilə müqayisəsi göstərir ki, ölkə əhalisinin pensiya və investisiya fondlarında yatırdığı investisiyalar hələ də inkişaf etmiş xarici ölkələrin səviyyəsinə nisbətən çox azdır. Fond bazarında aktiv iştirakçı olan əhali son dərəcə azdır.

Apardığımız araşdırmalar göstərir ki, bir tərəfdən fond birjası özəl investorlar üçün birjanın cəlbediciliyini artırmağı nəzərdə tutan yeni texnologiyaların yaradılmasına macal tapmır. Digər tərəfdən, xalis mənfəətdə əhəmiyyətli bir azalma var. Bundan əlavə, Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının zəif kapitallaşdırılması Azərbaycan sənayesinin potensialını və onun beynəlxalq rəqabət qabiliyyətini əhəmiyyətli dərəcədə məhdudlaşdırır.

Odur ki, birjanın formalaşmasının ilkin mərhələsində yalnız birjanın fəaliyyətini deyil, eyni zamanda ticarət iştirakçılarının öz aralarındakı, onların hüquqları və öhdəlikləri ilə bağlı əlaqələri də tənzimləyən bir sıra qaydalar qəbul edilməlidir. Birja qaydaları istənilən maraqlı tərəfə çatdırılmalıdır.

Tənzimləmə bazarın investisiya cəlbediciliyinin artırılmasına və investorların və müştərilərin qorunmasına kömək etməlidir.

Birja əsasən aşağıdakıları tənzimlənməlidir:

- ticarət meydançalarında bağlanmış müqavilələrin növləri;
- ticarət proseduru;
- maliyyə alətlərinin ticarətə qəbul edilməsi şərtləri və qiymətli kağızların listinqi və delistinqi;
- kotirovkalar, hesabatlar, emitentləri və s. haqqında qiymətli məlumatın yayılması şərtləri və qaydaları;
- qiymətlərin, birja məzənnəsinin və onların dərc edilməsi qaydaları;
- kotirovka vərəqlərinin siyahısı;
- fond birjasının üzvlərinin qeydiyyatı və məlumatı ilə bağlı öhdəlikləri, fond birjası komissiyalarının daxili iş planı, onların fəaliyyət qaydası;
- informasiya dəstəyi sistemi;
- fond birjası tərəfindən göstərilən xidmət növləri, bu xidmətlərin ödənilməsi məbləği;
- hesablaşmalar aparmaq qaydaları.

Birjada bağlanmış əməliyyatlar üzrə:

- intizam komitəsinin fəaliyyəti;
- birja üzvləri və mübadilə işçiləri əleyhinə cəzalar və intizam tənbehi tətbiq

edilməsi haqqında müddəa;

- ədalətli peşəkar fəaliyyət prinsipləri və normaları və kapital bazarında biznesin etik normaları.

Birja fəaliyyətinin və daxili qaydaların tənzimlənməsi kapital bazarının investisiya cəlbediciliyinə birbaşa təsir göstərir. Bazar iştirakçılarının institutu və yeni maliyyə alətlərinin tətbiqi, ticarətin üsulları və mexanizmləri kimi birjanın inkişaf tendensiyalarından asılı olaraq, birja qaydaları tamamlanmalıdır. Bu prosesə xüsusi diqqət yetirilməli və birja bu prosesdə iştirak edən işçilərin ixtisaslaşmasını yüksək səviyyədə saxlanmasını təmin etməklə müvafiq struktur yaratmalıdır.

Birja fəaliyyəti tənzimləyən sənədlərdə istifadə olunan beynəlxalq təcrübələrin və direktivlərin istifadəsinə də diqqət yetirmək lazımdır. Beynəlxalq təşkilatlar tərəfindən direktivlərin istifadəsi kağız üzərində qalmamalıdır. Bazarda istifadə ediləcək olan direktivləri həyata keçirmək vacibdir, əks halda onlar bütövlükdə kapital bazarının inkişafına mənfi təsir edə bilər.

Azərbaycan fond bazarının kapitallaşmasının artırılması üçün aşağıdakı mübadilə mexanizmləri təklif olunur:

- texnoloji sahədə kiçik müəssisələrin səhmlərinin yerləşdirilməsi üçün yeni ticarət sahələrinin yaradılması;

- səhmlərinin ilkin yerləşdirilməsi ilə yeni yenilikçi müəssisələrə dövlət maliyyə zəmanəti;

- bəzi qiymətli kağızlarla birja ticarətinin inkişafı.

Orta və kiçik şirkətlərin birja bazarında ortaya çıxmasında əsas problemlərdən biri, qeydiyyat sənədləri və qiymətli kağızların yerləşdirilməsi prosesinin təşkili ilə bağlı xərclər şəklində giriş maneəsidir. Buna görə, müəssisələrin kapitalın cəlb edilməsini stimullaşdırmaq üçün vacib istiqamətlərdən biri kimi, emitentin ilkin xalis təklifə xərclərini subsidiyalaşdırma proseduru nəzərdən keçirmək olar (İPO-səhmlərin ilkin kütləvi təklifi).

Belə xərclərə daxil ola bilər:

- listing agent xidmətlərinin ödənilməsi xərcləri;

- hazırlıq prosesinə və sənədlərin dövlət qeydiyyatı üçün xərclər (qiymətli

kağızların emissiya prospekti, qiymətli kağızların emissiya edilməsi haqqında qərar, qiymətli kağızların emissiyasının nəticələri haqqında hesabat və s.);

- depozitar və mübadilə xidmətləri xərcləri;

- MHBS-a uyğun olaraq emitentin maliyyə hesabatlarının formalaşdırılması və auditin keçirilməsi üçün xərclər.

Qeyd etmək lazımdır ki, dünya təcrübəsinə görə, innovasiya şirkətlərinin və müəssisələrinin xərcləri subsidiyalaşdırıla bilər. Polşada, məsələn, Varşava Fond Birjası, New Connect proqramı çərçivəsində emitentin xərclərinin 50% -ni ödəyir.

Azərbaycan fond bazarının kapitalizasiyasının artırılmasında mübadilə sisteminin inkişafı mühüm rol oynaya bilər. Bu gün Azərbaycan fond bazarı və xüsusilə də mübadilə infrastrukturunu inkişafın yeni bir mərhələsindədir və bunun üçün bütün öncül şərtlər var. Əlverişsiz bazar şərtləri və investorların hər hansı bir maliyyə alətinə güvənin düşməsinə baxmayaraq, Bakı Fond Birjası, bazar üçün vacib olan bir sıra əsas layihələri həyata keçirməyə müvəffəq olmuşdur ki, bu da Azərbaycan və xarici investorlar üçün daha şəffaf, rəqabətli və cəlbedici olmasına səbəb olur.

Beləliklə, digər ölkələr kimi, Azərbaycan da iqtisadiyyatımızda rolu böyük olan investisiya layihələrinin əlavə maliyyələşdirilməsi imkanlarına; yenilikçi layihələrə investisiya etməklə qabaqcıl üsullara çıxış amillərinə malik olan xarici sərmayələrin axını ilə maraqlanır. Eyni zamanda, investorlar üçün əlverişli siyasi və iqtisadi şəraitin, eləcə də əlverişli investisiya mühitinin yaradılması və Azərbaycan mübadilə sistemlərinin rəqabət qabiliyyətinin artırılması səbəbindən daxili fond bazarının kapitalizasiyasının tədricən artmasına obyektiv ehtiyac yaranır.

2016-cı ilin 6 dekabrında ölkə Prezidenti tərəfindən təsdiq olunan “Azərbaycan Respublikasında Maliyyə Xidmətlərinin İnkişafına dair Strateji Yol Xəritəsi” ölkədə maliyyə bazarlarının inkişafı ilə bağlı strateji hədəf müəyyən etmiş və burada emitentlərə və maliyyə vasitəçilərinə əlverişli mühit yaratmaq, investorların maliyyə bazarlarına çıxış imkanlarını artırmaq və banklararası pul bazarında aktivliyi yüksəltmək mühüm prioritetlər kimi qəbul edilmişdir.

Maliyyə bazarlarında fond birjasının fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi məqsədilə Azərbaycan şirkətlərinin listinqə marağını artırmaq son dərəcə vacibdir. Emitent

şirkətlərin listingdəki sayının artırılmasında müvafiq dövlət qurumları tərəfindən tənzimləmə və qanunvericilik sahəsində təşviqedici tədbirlərin yerinə yetirilməsi, listing prosesinin artırılması, sahiblik təfəkkürünün formalaşdırılması istiqamətlərində təkmilləşdirmələrə üstünlük verilməsi məqsədəuyğun sayılır.

Hazırkı şəraitdə respublikada mövcud qanunvericiliyə və tənzimləmə proseduruna görə şirkətlərin listingə çıxması yönümündə əlavə stimullar yaratmaq mümkün deyildir, listingin iştirakçısı ilə iştirakçı olmayan şirkətlərə fərq qoyulmur. Ona görə də, şirkətlərin listingə daxil edilməsini təşviq etmək məqsədilə müvəqqəti olaraq maliyyə və qeyri-maliyyə güzəştlərinin təqdim olunmasına ehtiyac vardır.

Kapital bazarında müasirləşdirmə layihəsini reallaşdırmaq üçün listing tələblərini sadələşdirərək qeydiyyat mərhələsini üç-dörd həftə müddətindən bir-iki həftə müddətinə qədər azaldılması müsbət qiymətləndirilsə də bununla belə, fikrimizcə, qeydiyyat mərhələsi daha da təkmilləşdirilməli və prosedur vaxtı daha da qısaltılmalıdır.

Fond birjasında şirkətlərin listingdən keçməsinə təşviq etmək kontekstindən tam sahiblik hüquqları saxlanılmaqla bağlı ənənəvi düşüncə tərzini dəyişdirməyin çox böyük əhəmiyyəti vardır. Hazırkı ölkə qanunvericiliyində tam sahiblik hüququ dəstəklənir, xüsusən də fəaliyyətdə olan səhmdarlardan ötrü üstünlük hüququ təmin edilməklə minoritar səhmdarların hüquqlarının qorunması üçün məhdudiyət qoyulur. Göstərilən çatışmazlığı aradan qaldırmaq məqsədilə korporativ idarəetmə, mühasibatlıq və maliyyə nəzarəti gücləndirilməli, əcnəbi və minoritar səhmdarların hüquqlarının bərabər səviyyəli qorunması təmin edilməli və mövcud səhmdarlar üçün təqdim edilmiş üstünlük hüquqlarının qarşısının alınmasına ehtiyac vardır.

Emitent şirkətlərin qiymətli kağızlarının qiymətini təyin etmək üçün ilkin gəlirlilik səviyyəsi aydınlaşdırılmalıdır. Dünyanın maliyyə bazarlarında ilkin gəlirlilik səviyyəsi olaraq dövlət istiqrazlarının gəlirlilik əyrisindən istifadə edilir. Bu əyrini qurmaq məqsədilə dövlət istiqrazlarına aid 1, 2, 5, 10 və 30 illik, eləcə də 3 və 6 aylıq spektrlərin öz fasiləsiz emissiyası və təkrar bazarı olmalıdır.

Bank sektoruna, eləcə də digər şirkətlərə aid aktivlərin səmərəli idarəçiliyini və likvid vəsaitlərin çıxışını qarşılamaq üçün aktivlərdən gələn pul axınlarını ifadə edən

qiymətli kağızların buraxılışına ehtiyac yaranmışdır. Ona görə də, bu cür qiymətli kağızların emissiyasını qarşılamaq məqsədilə müvafiq qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsi məqsədəuyğun sayılır.

Bu məqsədlə listingə çıxışı əngəlləyən amillər təhlil edilməli, stimullaşdırma tədbirləri, yeni listing prosedurları aşkarlanmalı, sahiblik düşüncə tərzini dəyişdirilməli, yol xəritəsi hazırlanmalı və icra edilməli, gəlirlilik əyrisi qurulmalı və sekyuritizasiya prosesi təşviq edilməlidir [3, s. 29].

İnvestorların bazara çıxışını reallaşdırmaq üçün emitentlərə və vasitəçilərə əlverişli mühitin təmin edilməsi ilə yanaşı, özəl sektorla birgə əməkdaşlıq yönündə stimullaşdırıcı tədbirlərin müəyyənləşdirilməsi, infrastrukturun təkmilləşdirilməsi, şəffaflığın artırılması və likvidliyin dəstəklənməsi son dərəcə vacibdir.

3.3. Milli qiymətli kağızlar bazarının inkişafında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyətinin prioritet istiqamətləri

Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının gələcək inkişafı ölkə iqtisadiyyatının real sektorunda nisbətən sabit vəziyyət, eləcə də qısamüddətli spekulyativ amillər kimi uzunmüddətli müsbət makroiqtisadi amillərin təsiri ilə müəyyən ediləcəkdir. Bundan əlavə, fond bazarında ictimaiyyətin inam dərəcəsi sənayenin inkişafı üçün böyük əhəmiyyət kəsb edir. Əvvəlcə fond bazarının inkişafı üçün investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması üzrə əsas istiqamətləri müəyyənləşdirməyə çalışacağıq.

Müasir Azərbaycanın investisiya sahəsinin xüsusiyyəti – onun dövlət qurumlarından asılılığıdır. Buna görə, ölkənin investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması sahəsində qanunvericiliyin daha da təkmilləşdirilməsinin əsas vəzifəsi səhmdarların və investorların hüquqlarının daha səmərəli qorunması olmalıdır. Eyni zamanda, mühüm şərt Azərbaycanın fond bazarını tənzimləyən müxtəlif normativ aktların tutarlılığıdır.

“2011–2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının

inkişafi” Dövlət Proqramının əsasında yerinə yetirilmiş tədbirlərin nəticəsində xeyli irəliləyişlər əldə edilsə də, qeyd olunan istiqamətdə təkmilləşdirmə proseslərinin davamlı şəkildə aparılmasına ehtiyac vardır. Apardığımız tədqiqatlara əsasən demək olar ki, ölkədə qiymətli kağız bazarının inkişafına mənfi təsir göstərən amillərə potensial sərmayədarlarda kapital bazarları və maliyyə alətləri barədə informasiyaların azlığını, korporativ rəhbərlik tərəfindən qiymətli kağızların qeydiyyatına görə hesabatlılığın şəffaflığına həvəsin olmamasını və təksahibliyə meyilli düşüncə tərzini aid etmək olar.

Hesab edilir ki, ölkədə maliyyə bazarlarının inkişafını sürətləndirmək üçün ilk növbədə Azərbaycan şirkətlərinin listing yönündə marağını artırmaq lazımdır. Bunun üçün müvafiq dövlət qurumlarından təşviqedicə tədbirlər, listing prosesi, sahiblik düşüncəsi istiqamətində tənziqləmə və qanunvericilik sahələrini əhatə edən təkmilləşdirmələrin aparılması tələb olunur.

Qeyd edək ki, şirkətlər tərəfindən listingin əldə edilməsinə əlavə stimulların yaradılmasında, listingdə olan və olmayan şirkətlərin fərqləndirilməsində hal-hazırkı qanunvericiliyi və tənziqləməni təqdir etmək olmaz. Şirkətlər üçün müvəqqəti maliyyə və qeyri-maliyyə güzəştlərindən yararlanmaq imkanının verilməsi onların listingə daxil olması prosesini sürətləndirə bilər.

Son vaxtlar qeydiyyat prosesi müddətinin 21-28 gündən 7-14 günə kimi azaldılması “Kapital bazarının müasirləşdirilməsi” layihəsinin əsasında listing tələblərini yeniləndirməyin nəticəsidir. Lakin, hesab edilir ki, qeydiyyat prosedurlarını daha da təkmilləşdirməklə, həmin müddətin daha da qısaltdılmasına ehtiyac vardır.

Şirkətlərdə tam sahiblik hüquqlarını saxlamaqla əlaqədar ənənəvi düşüncə tərzini dəyişdirmək onların fond birjasında listingə çıxmasını təşviq etməkdə mühüm əhəmiyyətə malikdir. İndiki qanunvericilikdə tam sahiblik hüququ dəstəklənir, xüsusən də mövcud səhmdarların üstünlüyü hüquqi cəhətdən dəstəklənməklə minoritar səhmdarlara verilən hüquqların qorunmasında məhdudiyətlər yaranır. Odur ki, korporativ idarəetməni, mühasibatlığı və maliyyə nəzarətini gücləndirmək, xarici və minoritar səhmdarlara verilmiş hüquqları eyni dərəcədə qorumaq

yönümündə tədbirlərin işlənilib hazırlanması zəruridir. Bununla yanaşı, mövcud səhmdarlara hüquqi baxımdan verilmiş üstünlüklərin aradan qaldırılmasına nail olmaq yolları tapılmalıdır. Məsələn, təkrar səhm buraxılışında səhmləri açıq bazara buraxılmazdan əvvəl mövcud səhmdarlar üçün təklif olunması.

Şirkətlər tərəfindən buraxılan qiymətli kağızlara dəyəri müəyyənləşdirmək məqsədilə istinad gəlirliliyin səviyyəsini diqqətdə saxlamaq lazımdır. Dünyanın maliyyə bazarları üzrə istinad gəlirliliyinin əsasında dövlət istiqrazlarının gəlirlilik əyrisi dayanır. Bu əyrini formalaşdırmaq məqsədilə dövlət istiqrazları ilə bağlı geniş müddətli spektrlər üzrə mütəmadi emissiyalar və təkrar bazarlar təşkil edilməlidir.

Şirkətlər, xüsusən də bank sektoru üzrə aktivlərin səmərəli idarə edilməsinə və likvid vəsaitlər üzrə çıxışa nail olunması məqsədilə aktivlərin hesabına daxil olan pul axınlarından yaranmış qiymətli kağızların emissiyası tələb olunur. Bununla belə, qeyd edilən formada qiymətli kağız emissiyasını aparmaq üçün qanunvericiliyi təkmilləşdirilməyə zərurət yaranmışdır.

Bu istiqamətdə görülməli tədbirlərə aşağıdakılar daxil edilmişdir:

- listinqə çıxış imkanlarını məhdudlaşdıran amilləri təhlil etmək;
- stimullaşdırıcı tədbirlər kompleksini müəyyən etmək;
- yeni listinq prosedurlarını müəyyənləşdirmək;
- sahiblik düşüncə tərzinin dəyişdirilməsi;
- Yol xəritəsini hazırlamaq və icra etmək;
- gəlirlilik əyrisinin formalaşdırılması;
- sekyuritizasiya prosesinin təşviqi.

Hesab edirik ki, tənzimləmənin və qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsi ilə listinq sahəsində yer alacaq şirkətləri sayca artırmaqla maliyyə bazarlarında inkişafa nail olunacaqdır. Burada əsas icra göstərici olaraq listinqə fond birjasının mühüm sektorlarından əlavə 5 şirkətin daxil olması nəzərdə tutulur.

Fond birjasında texnoloji və məlumat infrastrukturlarının təkmilləşdirilməsinə 10 milyon manat investisiyanın ayrılması planlaşdırılmışdır.

Strateji Yol Xəritəsində investorların maliyyə bazarlarına çıxış imkanlarının artırılması ikinci prioritet kimi qəbul edilmişdir. Burada özəl sektor iştirakçıları ilə

əməkdaşlıqla bağlı stimullaşdırma tədbirlərinin müəyyənləşdirilməsi, infrastruktur üzrə təkmilləşdirmələr aparılması, şəffaflığı artırmaq və likvidliyi təmin etmək sahəsində təşəbbüslərin irəli sürülməsi investorların bazara çıxış imkanlarını artırmaq məqsədinə xidmət edir. Hal-hazırda qiymətli kağız bazarı üzrə komissiya haqqı maliyyə alətlərinin tipindən asılı olmaqla bazis bəndi 1-4 civarında az olmasına rəğmən, sərmayədarların, xüsusən də institusional sərmayədarların bu bazara daxil olmasına stimulyerən amillərin sayı aşağıdır.

Fikrimizcə, bazar infrastrukturunu sərmayədarları qiymətli kağız bazarında iştiraka sövq edəcək mühüm amillərdəndir. İndiki şəraitdə ölkənin qiymətli kağız bazarında əməliyyatların aparılmasına görə əcnəbi sərmayədarlardan öz vəsaitlərini Milli Depozit Mərkəzinə (MDM) yerləşdirməsinin tələb edilməsi milli bazar üzrə cəlbediciliyi aşağı salır. MDM-lə qlobal kastodianların arasında əlaqələrin yaradılması əcnəbi sərmayədarların milli maliyyə bazarında iştirakı üçün şəraiti təmin edə bilər. Bundan əlavə, qlobal kastodianlar ilə əlaqə yaradılması milli maliyyə bazarında xarici qiymətli kağızlardan girov olaraq istifadə etməyə imkan verir. Bu isə öz növbəsində milli bazarda təminatlı çeşidi genişləndirməklə onun likvidliyinin yüksəlməsinə gətirib çıxarar.

Sərmayədarların bazarda iştirakına sövq edən başlıca amillərdən biri də şəffaflığın təmin edilməsidir. Listinq səviyyəsi ilə bağlı, mühüm bazar seqmentlərində beynəlxalq mühasibatlıq standartlarının tətbiqi olsa da, başqa seqmentlər üçün mövcud tələblərin nisbi yumşaqlığı müşayiət olunur.

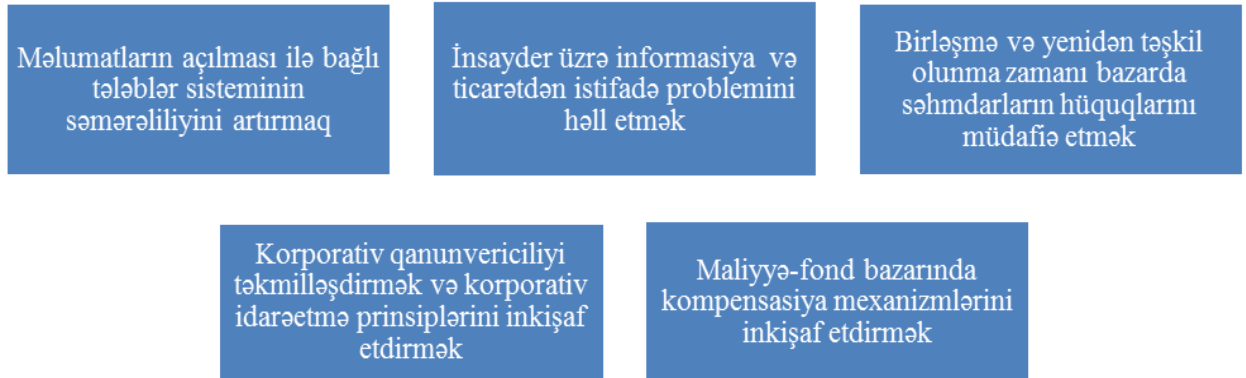
Səhm dəyərini müəyyənləşdirməyin məhdudluğu sərmayələrin həqiqi dəyərini təsbit etməkdə çətinlik yaradır.

Yuxarıda sadalanan amillər səbəbindən aşağıdakı tədbirlərin reallaşdırılması məqsədəuyğun sayılır:

- maliyyə bazarlarına çıxış imkanlarını təhlil etmək;
- institusional və fərdi sərmayədarlar üçün stimulların diferensiallaşdırılması;
- əcnəbi sərmayədarların yerli maliyyə bazarına çıxış imkanlarını artırmaq;
- şəffaflığın artırılması üzrə təşəbbüsləri müəyyənləşdirmək;
- müəyyənləşdirilmiş tədbirləri icra etmək.

Maliyyə bazarlarının inkişafına səbəb olan başlıca amillər sərmayədarların maliyyə bazarlarına çıxış imkanlarının, xüsusən də stimulların, infrastrukturun, şəffaflığın və likvidliyin artırılmasıdır.

Sərmayədarların hüquqlarını mühafizə etməklə bağlı qanunvericilik bazasını möhkəmləndirmək və maliyyə bazarlarında sərmayə riskini azaltmaq məqsədilə aşağıdakı tədbirlərin reallaşdırılması məqsədəuyğundur (Şəkil 3.3.1):



Şəkil 3.3.1 Sərmayədarların hüquqlarının mühafizəsi üzrə qanunvericilik bazasını möhkəmləndirmək və maliyyə bazarlarında sərmayə riskini azaltmaq tədbirləri

Fond bazarının tənzimlənməsi islahatlarını aparmaq üçün aşağıdakıların diqqətdə saxlanması vacibdir:

- bazarın tənzimlənməsi üzrə kollegial orqan yaratmaq və fəaliyyət üçün qanunvericilik əsasları hazırlamaq;
- bazarın tənzimlənməsinə peşəkar iştirakçıları, investorları və emitentləri cəlb etmək;
- listinqin tənzimlənməsi qaydalarını təkmilləşdirmək;
- birja hesablamaları mexanizmini təkmilləşdirmək;
- birjaya aid olmayan səhmdarın bazara çıxışı məsələsini həll etmək;
- hazırkı ticarət rəqlamentini və birjanın komissiya sistemini dəyişdirmək;
- ticarət sistemini və depozitar işləri təkmilləşdirmək;
- bazar üçün yeni xidmətlər işləmək və tətbiq etmək;
- fond indekslərini işləmək və hesablamaq;
- birjanın informasiya formalarını standartlaşdırmaq və vahid şəkllə salmaq.

Fond bazarını inkişaf etdirməklə əlaqədar respublikada yaxın müddət ərzində icra olunacaq tədbirlər sırasına aşağıdakılar aiddir:

- müasir metodlardan istifadə yolu ilə peşəkar idarəetmə səviyyəsi yaratmaq;
- inkişaf xəttinə sığorta sistemini gətirmək;
- özəl təqaüd strukturlarını təkmilləşdirmək;
- investisiya bankları üçün gələcək inkişaf imkanlarını təmin etmək;
- şəffaflığın daha ciddi bir növünü tətbiq etmək.

Fond bazarında bankların olması təbiidir: əhəmiyyətli bir mənbə bazasına malik olan maliyyə bazarının peşəkar vasitəçiləri kimi banklar, bunun bir hissəsini maliyyə bazarının mənfəətli seqmentlərinə, xüsusilə, qiymətli kağızlar bazarına aid etmək istəyirlər [128, s. 63-66].

Bir çox Azərbaycan bankları özlərini investisiya bankları kimi göstərir. Qeyri-peşəkar baxımdan hər hansı bir bank investisiya bankıdır, çünki müştərilər tərəfindən depozitlər üzrə yerləşdirilmiş vəsaitlər qoyur. Eyni zamanda, investisiya bankının çox dəqiq tərfi mövcuddur - qiymətli kağızların yeni emissiyalarının yerləşdirilməsi ilə məşğul olan investisiya təşkilatıdır.

İnvestisiya bankını investor deyil, maliyyə vasitəçisi hesab etmək düzgündür. Öz qiymətli kağızlarının yeni buraxılışını yerləşdirmək istəyən şirkət bu buraxılışı yerləşdirmək məqsədilə investisiya banklarını cəlb edə bilər. Çox tez - tez ən əlverişli şərtlərlə lazımı maliyyələşmə həcmələrini cəlb etmək üçün, hansı növ qiymətli kağızların və nə zaman buraxılmasının həllində şirkətin rəhbərliyinə investisiya bankının peşəkarlarının köməklik göstərməsi üçün onların həyata keçirilməsinin daha erkən mərhələlərində layihələrin maliyyələşdirilməsi üçün investisiya bankını cəlb edirlər [143].

Bankların investisiya fəaliyyətini öz investisiya fəaliyyətinə və investisiya bankçılığına (və ya bank investisiya vasitəçiliyi, investisiya - bank fəaliyyəti) bölmək olar.

Bankların öz investisiya əməliyyatları öz və cəlb edilmiş vəsaitlər hesabına həyata keçirilir. Belə əməliyyatların əsas məqsədi aktivlərin diversifikasiyası, bankın likvidliyini artırmaq və gəlir əldə etməkdir.

Bu banklar uzun müddət üçün yatırım krediti verilməsini həyata keçirən və yaxud özəl şirkətlər tərəfindən çıxarılan istiqrazları satışı çıxarmağa zəmanəti təmin edən qurumlar kimi çıxış edir. Hər iki halda da onların fəaliyyəti kommersiya banklarından fərqli şəkildə investisiyaların maliyyələşməsi məqsədinə yönəldilmişdir.

İnvestisiya bankçılığı (investisiya-bank fəaliyyəti, bank investisiya vasitəçiliyi) bankların özləri adından resursların cəlb edilməsi və yerləşdirilməsi ilə əlaqəli deyil. İnvestisiya bankı vasitəçiyə komision gəlirini gətirir. Aparıcı investisiya bankları arasında investisiya bank xidmətləri göstərilməsi ilə bağlı gəlirlərin payı təqribən 60-70% -dir.

Qlobal miqyasda investisiya bankçılığı dünya iqtisadiyyatında mühüm rol oynayır. Azərbaycan da investisiya banklarının inkişaf perspektivlərinə malikdir. İnvestisiya bankçılıq sahəsində kateqorial aparatın təklif olunan nəzəri-metodiki əsaslarının praktiki tətbiqi Azərbaycanda investisiya - bank fəaliyyətinin bu istiqamətlərinin daha da inkişaf etdirilməsi üçün zəruri şərait yaradır.

Kommersiya və investisiya banklarının arasında hələ də bəzi fərqlərin olması göz qabağındadır və əslində belə fərqlərin mövcudluğu maliyyə bazarında rəqabət mühitini sağlamlaşdırmağa və onun inkişafı üçün imkanlar yaradır. Digər tərəfdən aydındır ki, maliyyə bazarları və sənaye baxımından inkişaf etmiş ölkələr daha çox iri investisiya banklarına malikdirlər. Azərbaycan Respublikasının sənayecə zəif inkişaf etməsini, bank sektorunda kommersiya banklarının təkliyini və rəqabət mühütünün zəruri tələblərə cavab verməməsini nəzərə alsaq, onda ölkədə bu cür bankları yaratmağa olduqca böyük ehtiyacın olduğu qənaətinə gəlmiş olarıq.

Son zamanlar beynəlxalq aləmdə baş verən dəyişikliklər və dünya neft bazarında qiymətlərin sürətlə azalması və inkişaf etmiş bir sıra ölkələrdə makroiqtisadi dayaqların daha sağlam və möhkəm olması başqa ölkələrin də öz müvafiq dayaqlarının möhkəmləndirilməsinə ehtiyacın olduğunu sübut etdi. Azərbaycan Respublikasında da real sektoru inkişaf etdirmək məqsədilə hər şeydən əvvəl banklarda faiz və müddət məsələlərinin əhəmiyyətli səviyyədə həll edilməsi və fond birjasının tərəqqisi tələb olunur. Bu məqsədlə investisiya banklarını yaratmaqla təsərrüfat subyektlərinin maliyyə vəsaitlərinə ehtiyaclarını təmin etmək üçün

səhmlərə və istiqrazlara daha az xərcləməklə onların maliyyə vəsaitləri ilə təminatını qarşılamaq mümkündür. Şübhəsiz ki, digər tərəfdən, əmanətlərə malik şəxslər və maliyyə vəsaitlərinə ehtiyac duyan şəxslər və ya şirkətlər arasında güvənin təminatı məqsədilə investisiya banklarında vasitəçilik missiyası formalaşacaq, habelə şirkətlər tərəfindən tərtib edilən maliyyə hesabatları dünya standartlarına uyğunlaşdırılacaqdır.

Bundan əlavə, şirkətlərin daha ucuz kreditlərlə təminatına nail olunacaqdır. İstiqrazların emissiyası ilə milli və əcnəbi bazarlar tərəfindən orta və uzun müddətə maliyyə resursları üzrə ehtiyaclar qarşılanaçaqdır. Bununla yanaşı, investisiya banklarının əcnəbi və milli iqtisadi subyektlərə məsləhət xidmətləri göstərəcəyi təmin ediləcəkdir.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi sisteminin səmərəliliyinin artırılması üçün regional və ölkə səviyyəsində ayrı-ayrı idarəetmə orqanları arasında funksiyaları sadələşdirmək və ciddi şəkildə ayırmaq lazımdır. Eyni zamanda, investisiya institutları üzərində nəzarətin artması qaçılmaz olaraq dövlət orqanlarının bəzi səlahiyyətlərini tənzimləyici orqanların regional səviyyəsinə ötürülməsinə gətirib çıxaracaqdır.

Ölkədə kapital idxalı mühitini təmin edən iqtisadi və qanunvericilik bazasını təkmilləşdirmək, ölkə iqtisadiyyatında kapitalın optimal həcmi müəyyən edərək aşağıdakı əsas göstəriciləri nəzərə almaq vacibdir: faiz dərəcəsi, səhmlərin gəlirliliyi və s. [62, s. 146].

Tədqiqatçıların da qeyd etdiyi kimi, Azərbaycanın fond bazarının səmərəli inkişafına bir sıra səhmdar cəmiyyətlərdə korporativ idarəetmənin aşağı səviyyəsi, qiymətli kağızlar bazarında investisiya fondlarının və qeyri-dövlət təqaüd fondlarının mövcud olmaması, fond bazarında sığorta şirkətlərinin fəaliyyətinin kifayət qədər aktiv olmaması və s. kimi iqtisadi amillər maneçilik törədir.

Bir çox inkişaf etməkdə olan fond bazarlarının mühüm problemi ondan ibarətdir ki, adətən inkişaf etməkdə olan ölkələrdə fond bazarının infrastrukturunun inkişafına ictimaiyyət tərəfindən kifayət qədər diqqətin ayrılmamasıdır [80, s. 121].

Qeyd edək ki, fond bazarının inkişafı üçün şəffaf informasiya bazarının yaradılması, mühasibat uçotu və auditinin beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılması

vacibdir.

Tədqiqatlar göstərir ki, yerli iqtisadi şəraitə uyğunlaşdırılmaq baxımından bankların inkişaf göstəricilərinin qiymətləndirilməsində metodoloji problemlər də mövcuddur. Məsələn, ölkənin fond bazarlarının inkişaf səviyyəsinə adekvat olaraq bank səhmlərinin dəyərini qiymətləndirmək olar [81, s. 105].

Tədqiqatların təhlilindən belə nəticə çıxarmaq olar ki, portfel idarəetməsi, xüsusən də investisiyaların diversifikasiyası, qarışıq investisiyalar üçün gəlirlilik və riskliliyin uyğunlaşdırılması respublikada mövcud deyil. Hələ də qiymətli kağızların investisiya strategiyasının dəqiq idarəedilməsi sistemi işlənib hazırlanmamışdır [98, s. 138].

Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının dinamikliyi aşağı dövriyyə sürətinə malikdir. Buna görə də dyurasiya həddi aşağı səviyyədədir. Belə şərait xarici portfel investisiyalarının cəlb edilməsinə imkan vermir. Belə ki, səhmlərin dəyərinin və gəlirlərin itirilməsi ehtimalı yüksəkdir.

Fundamental və texniki təhlil amillərinə əsaslanan fond bazarının konyunkturasının operativ təhlili hələ də işlənib hazırlanmamışdır. Deməli, hələ də həm bütövlükdə iqtisadiyyatın, həm də fond bazarının operativ və əsas tənzimlənməsinin göstəricisi hesab olunan fond indeksi işlənib hazırlanmamışdır.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsi iqtisadiyyatda investisiya mühiti və investisiya aktivliyinin əsas göstəricisidir. İntestisiya portfelinin strukturu və həcmi müəyyən etmək, inflyasiya və tənəzzül zamanı qiymətli kağızların dəyərinin bahalaşması və uzuclaşmasına təsir edən bankların faiz dərəcələrinin həcminə xüsusilə diqqət yetirmək lazımdır.

Maliyyə bazarının şəffaflığı, şübhəsiz ki, maliyyə bazarında dövr edən maliyyə alətlərinin investor tərəfindən seçilməsinə təsir göstərir. Fond bazarının şəffaflığının təmin edilməsi mexanizmi əlbəttə ki, məlumatların açıqlanması sistemidir. Bu sistem, bazar tənzimləyicisinin normativ tələblərinə uyğun olaraq formalaşır və o, əsasən iki əsas istiqamətdə formalaşmışdır:

- maliyyə vəziyyətinin, idarəetmə metodlarının və korporativ tədbirlərin verilməsi şərtləri ilə münasibətdə;

- mütəşəkkil bazarlarda həyata keçirilən qiymətli kağızların (həcm, kotirovkalar və s.) dövriyyəsinə münasibətdə.

Birja bazarının inkişafı üçün tənzimləyici alətlərin təkmilləşdirilməsinin göstərilən istiqamətinə əlavə olaraq, aşağıdakı əsas sahələrə daxil edilə biləcək bir sıra tədbirləri müəyyən edə bilərik:

- vətəndaşların uzunmüddətli investisiyalarının stimullaşdırılması və vergi rüsumları vasitəsi ilə vətəndaşların investisiyalarının stimullaşdırılması;

- investisiya infrastrukturunun - fond bazarına çıxışı təmin edən şirkətlərin inkişafı;

- orta sahibkarlıq strukturları üçün qiymətli kağızların buraxılması prosedurunun sadələşdirilməsi, onun idarəçiləri və sahiblərinin məsuliyyətini investorlara və başqalarına çatdırmaq və s.

Yerli iqtisadi ədəbiyyatda özəl investorun davranış psixologiyasının qiymətləndirilməsinə əsaslanan maliyyə bazarları üzrə davranış nəzəriyyəsi daha geniş yayılmağa başlamışdır [88, s. 118 - 125; 82]. Bu nəzəriyyə çərçivəsində, investorlar tərəfindən onların qərarlar qəbul etməsinə təsir edən informasiya qavrayışının psixoloji xüsusiyyətləri nəzərə alınır. Bu baxımdan, birjada olan fərdi investorları aşağıdakı davranış növlərinə görə ayırmaq olar [111, s. 167]:

- innovatorlar-fərdi axtarışlar vasitəsilə bir broker şirkəti seçməklə, müstəqil olaraq müxtəlif maliyyə şirkətlərindən təkliflər axtarmağa və təhlil etməyə imkan verən əlavə vəsaitlərin alınmasına böyük ehtiyacı olan fiziki və hüquqi şəxslərdir;

- "Şəbəkə" sərmayəçiləri-onlar tam əmin olduqları insanlardan, tanışlardan, dostlardan, iş yoldaşlarından birinin məsləhətinə və ya məsləhətlərinə əsasən fond birjasına daxil olmağı qərara alanlardır;

- maliyyə xidmətlərinin kütləvi istehlakçıları-Bu fiziki şəxslər yalnız o zaman bu fond birjasına gəlirlər ki, bütün ətrafın da birjada oynaması barədə onlarda daimi fikir yaranmış olsun. Davamçıların ifadə strategiyası - onların istehlak strategiyasıdır. Belə fərdi investorlar qeyri - peşəkardır, onların maliyyə sahəsində məlumatlılıq səviyyəsi çox aşağıdır. Bu investorlar, ilk növbədə tanınmış maliyyə şirkətlərini seçirlər, qərarlar stimullaşdırıcı tədbirlərin və kütləvi reklamların təsiri altında formalaşır.

Belə investorların digər əhəmiyyətli parametrləri şirkətin nüfuzuna və onun etibarlılığına, müqaviləni formalaşdırmaq sürətinə və rahatlığına, açılış şərtlərinin anlaşılmasına və broker hesabının saxlanması asanlığına əsaslanır.

Vətəndaşların uzunmüddətli investisiyalarının stimullaşdırılması, xüsusilə də vətəndaşların gəlirləri üçün vergi ayırmaları ilə mümkündür. Bu tədbir inkişaf etmiş və inkişaf edən maliyyə bazarlarının tənzimləmə təcrübəsinə əsaslanır (Böyük Britaniya, Lüksemburq, Braziliya və s.). Vergi güzəştlərinin verilməsi şərti dövlətə üstünlük verən sektorlara, məsələn, yenilikçi sahələrə sərmayə yatırması ola bilər. Təklif olunan tədbir inkişaf etmiş və inkişaf edən maliyyə bazarlarının tənzimlənməsi təcrübəsinə əsaslanır (Yaponiya, Hong Kong, Sinqapur və Hindistan təcrübəsi).

Yerli alimlər haqlı olaraq qeyd edirlər ki, banklar tərəfindən mənfəətin uzunmüddətli investisiyalara yönəldilən hissəsini vergidən azad etmək məqsəduyğundur. Bu bankların investisiya fəaliyyətinin stimullaşdırılması üçün zəruridir [94, s. 169].

Bu tədbir "birbaşa", yəni brokerlər və menecerlər vasitəsilə vətəndaşların qiymətli kağızlara qeyri-spekulyativ investisiyalarını stimullaşdırır. Eyni zamanda, qarşılıqlı fonda sərmayə yatırmaq üçün genişləndiyini nəzərə alaraq, əsasən "dolayı" investisiyanın bəzi formalarını stimullaşdırır. Bu vergi stimulu investisiyalarda yüksək dərəcədə müstəqilliyini qoruyan vətəndaşlar üçün vacibdir.

İnvestisiya infrastrukturunun, yəni fond bazarına çıxışı təmin edən şirkətlərin inkişafı investisiya məsləhətçiləri institutunun yaradılmasını nəzərdə tutur. İnvestisiya məsləhətçilərinin rolu qiymətli kağızlarla əməliyyatlar aparmaqdan, vətəndaşların minimal xərclərlə pensiya məhsulları və qarşılıqlı fondun investisiya vahidlərini seçmək üçün məsləhət verməkdən ibarətdir.

Əhalinin fond bazarına çıxışını təmin edən şirkətlər üçün tələbləri minimuma endirmək məqsədilə aşağıdakıları nəzərdən keçirmək olar:

- öz fəaliyyətlərini müşahidə edən ÖTT-lərdə zəruri üzvlük tələb olunduqda lisenziyalaşdırma üzrə investisiya məsləhətçilərinin sərbəst buraxılması;

- xaricdə, məsələn ABŞ və Avropa Birliyində fəaliyyət göstərən tələblərə nisbətən, bəzən 7-dən 22 dəfə artıq olan brokerlərin minimum kapitalına olan

tələbləri azaltmaq. Dünya miqyasında olduğu kimi, tənzimləyici yük, kiçik və orta şirkətlərin əhəmiyyətli rolunun tanınmasına və əməliyyatların dövrüyyəsi ilə nəzərə alınmasına əsaslanmalıdır;

- maliyyə sənayesinin kapitalizasiyası üçün vergi imtiyazı təmin etmək. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının qeyri-bank sektorunun aşağı kapitallaşdırılması ölkə sənayesinin potensialını və onun beynəlxalq rəqabət qabiliyyətini əhəmiyyətli dərəcədə məhdudlaşdırır. Bu çatışmazlıq milli qeyri-bank sənayesinin mövcudluğunun dayandırılmasına və ya daha çox milli bazarın açılması zamanı beynəlxalq maliyyə mərkəzinin yaradılması gedişində onun bir neçə milli şirkətə qədər azaldılmasına səbəb ola bilər. Bununla əlaqədar, maliyyə təşkilatları tərəfindən kapitallaşma üçün ayrılmış vəsaitlər vergilərindən azad olmalıdır, bu tədbir qeyri-bank maliyyə qurumları üçün deyil, həmçinin banklar və sığorta təşkilatları üçün də münasibdir. Əlbəttə ki, azad edilmiş vəsaitlərə müəyyən bir məhdudiyyət qoymaq məntiqlidir, əks halda bu tədbir, xüsusilə valyuta bazarında sıçrayışlar dövründə təşkilatların öz aktivlərini qorumaq üçün istifadə edəcəyi bir vasitə ola bilər.

Qiymətli kağızların buraxılması prosedurunun sadələşdirilməsi aşağıdakı tədbirləri tələb edir:

- birincisi, qiymətli kağızların buraxılışının qeydiyyatı prosedurunun tətbiqi, brokerin iştirakı ilə yerləşdirilmiş qiymətli kağızların buraxılışının nəticələri haqqında hesabatın təqdim edilməsi bütünlüklə tənzimləyici təsiri itirmədən qiymətli kağızların buraxılması qaydasını sürətləndirməyə imkan verir-ÖTT standartları dövlət orqanının standartlarına əsaslanır və dövlət orqanı pozuntu tapdıqda yerləşdirməni qadağan etmək imkanından məhrum edilmir;

- ikincisi, yerləşdirmə zamanı onun bitməsinə qədər alınan qiymətli kağızların dövrüyyəsinin imkanlarını tətbiq etməklə qiymətli kağızların yerləşdirilmə qaydalarının təkmilləşdirilməsi, sığortaçının balansında müvəqqəti kreditləşdirmə mexanizmlərinin yaradılması və onların mübadiləsi zamanı abunəçilər arasında bölüşdürülməsi, yerləşdirmə zamanı qiymətli kağızların qismən ödənilməsi.

Beləliklə, investisiyalarla bağlı vəziyyətin yaxşılaşdırılması üçün tədbirlər

sistemi bir sıra qanunvericilik tədbirləri tətbiq etməklə həyata keçirilə bilər ki, bu da ümumilikdə investisiya mühitinin yaxşılaşdırılmasını stimullaşdırır. İnvestorların qorunmasını yaxşılaşdırmaq üçün fond bazarında qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsinə əlavə olaraq, təklif olunur: bazar iştirakçılarının fəaliyyətində məsuliyyətin sığortası və elektron sənədlərin idarə edilməsi; müasir hüquq və texniki üsullarla mülkiyyət hüquqlarına dair məlumatların qorunmasına diqqət yetirmək; qiymətli kağızların və digər maliyyə alətlərinin mülkiyyətini dəstəkləmək üçün əlaqəli paylanmış informasiya sistemlərini yaratmaq. Maliyyə bazarının tənzimləyicisinin əsas funksiyalarının (likvidliyin idarə edilməsi, investorların hüquqlarının qorunması, infrastrukturun inkişafı) həyata keçirilməsi üçün zəruri olan MBNP-nin funksiyalarının dəstəkləyicisi kimi maliyyə bazarının şəffaflığının artırılması və onun vəziyyətinin monitorinqi təklif olunur.

Həmçinin, milli əhəmiyyətə malik aşağıdakı məsələlərə də diqqət yetirmək lazımdır. Məlum olduğu kimi, investisiya fəaliyyətinin ictimai səmərəliliyi konsepsiyası bütövlükdə cəmiyyət üçün investisiya layihəsinin həyata keçirilməsinin nəticələrinə təsir edir. Başqa sözlə, bu meyar layihənin şərti xərclərini onun həyata keçirilməsi nəticəsində əldə olunan dərhal və əlaqədar sektorlarda olan faydalara nisbətini xarakterizə edir. Xüsusilə əlaqədar sektorlar tərəfindən əldə edilən faydalara sosial, maliyyə, xarici iqtisadi, ekoloji və digər təsirlər daxildir.

İnvestisiya təhlilində sosial səmərəliliyi müəyyənləşdirmək məsələsi elmi ədəbiyyatda kifayət qədər yaxşı əhatə olunur. Layihə haqqında qərar qəbul etmənin əsas prinsipi əhalinin əldə edəcəyi faydaların sayını, sonra isə - layihənin hansı kommertiya mənfəətlərini gətirəcəyini müəyyənləşdirməkdir. Ədəbiyyatda investisiya layihələrinin ictimai və regional səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin nə dərəcədə kompleksli olduğu təsvir edilir və kəmiyyət metodlarından istifadə çətin olduğu halda, keyfiyyət metodlarından və ekspert hesablamalarından istifadə etmək məsləhət görülür.

Aydın ki, hər bir kommertiya layihəsinin ümumi sosial faydası olmayacaqdır. Əksinə, investisiya layihəsinin sosial səmərəliliyi nə qədər yüksək olsa, o, investora qısa müddətdə daha az mənfəət gətirə bilər. Bu baxımdan, investisiya dövrünün

qısamüddətli və ortamüddətli seqmentlərində sosial səmərəlilik yüksək səviyyədə olacaq layihələrin dəstəklənməsi üçün dövlətin aparıcı rolu müəyyənləşir.

Layihənin ictimai səmərəliliyini müəyyənləşdirmək üçün vacib meyarlar arasında regional səmərəlilik də mövcuddur. Ölkə regionlarının qeyri-bərabər sosial-iqtisadi inkişafının Azərbaycan şəraiti üçün regional səmərəliliyin komponentinin əhəmiyyətini qiymətləndirmək çətindir.

Bu iş çərçivəsində birja bazarının tənzimləyici prinsiplərini inkişaf etdirmək, milli investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması, Azərbaycan investisiya alətlərinin cəlbediciliyini artırmaq, daxili təkrar bazarın kapitalizasiyasının artırılması, investora kompensasiya ödənilməsi mexanizmlərinin inkişafı və sair məsələlər nəzərdən keçirilmişdir.

V.Mau 4 uzunmüddətli inkişaf problemini qeyd edir, bunun mövcudluğu iqtisadiyyatın artım sürətinin azalmasına gətirib çıxarır [119]:

1. Müasirləşdirmənin olmaması;
2. Kapitalın axınından çox, əhəmiyyətli dərəcədə ixrac olunması;
3. İşsizlik səviyyəsinin aşağı olması;
4. Əhalinin-savadlı təbəqələrin xeyli hissəsinin məqsədləri ölkədən getməkdir.

Bu problemləri milli səviyyədə aradan qaldırmaq – artıq bugün kompleks yanaşma tələb edən gələcək məsələsidir. Eyni zamanda, dünya energetika bazarında vəziyyət bu problemin həllinə əhəmiyyətli dərəcədə maneə törədir, çünki böhran və onun nəticələri Azərbaycanda aparılan sosial və iqtisadi siyasətin prioritet istiqamətlərindən irəli gəlir.

Aydındır ki, bütövlükdə Azərbaycan iqtisadiyyatının və xüsusilə fond bazarının inkişaf perspektivləri əsasən neft qiymətlərinin dinamikasından asılı olacaqdır. Eyni zamanda qeyd etmək lazımdır ki, neftin qiyməti onun istehsalçılarının hərəkətlərindən demək olar ki, asılı deyildir və bəzən OPEK üzvlərinin və digər neft istehsal edən ölkələrin söyləri ilə çox az əlaqələndirir. Onun formalaşması iştirakçıların maliyyə bazarlarında birləşməsindən təsirlənə bilər.

Bu baxımdan, hesab edirik ki, Azərbaycan fond bazarının inkişafı üçün qısamüddətli perspektivin qeyri-müəyyənliyini nəzərə alaraq, uzunmüddətli inkişaf üçün

pul qoyuluşu etmək lazımdır. Şübhəsiz ki, bu strategiya həm kiçik, həm də orta ölçülü müəssisələr üçün, eləcə də iri müəssisələr üçün ticari olaraq əsassız ola bilər. Buna görə də, güclü dövlət dəstəyinə ehtiyac var.

Bu mexanizmin həyata keçirilməsi üç istiqamətdə aparılmalıdır:

1. İPO (səhmlərin ilkin kütləvi təklifi) mərhələsində Azərbaycan emitentlərini dəstəkləmək üçün hökumət proqramı hazırlamaq lazımdır. Daha çox dərəcədə bu proqram Bakıdan qeyri-bərabər vəziyyətdə olan regional sahibkarlara yardım edilməsinə yönəldilməlidir;

2. Azərbaycan bankları ölkənin qiymətli kağızlar bazarının meqa tənzimləyicisi olaraq, Azərbaycan bankları tərəfindən, xüsusilə də idxal edilmiş xammal və valyuta dəyişmələrinə qiymət artımından təsirlənmiş Azərbaycan sahibkarlarına ən böyük fond dəstəyi yaradılmasına təşəbbüs göstərməlidir. Bundan əlavə, daxili birja bazarına daxil olan şirkətlər də dəstəklənməlidir;

3. Böhran dövründə, Azərbaycanda baş verən böhran hadisələri və milli valyutanın alıcılıq qabiliyyətinin azalması zamanı kasıblaşan orta təbəqənin nümayəndələrinə dövlət dəstəyinin təmin olunmasının da vurğulanması vacibdir. Ölkəmizin inkişafı üçün ortamüddətli planlarda, vətəndaşların yerli emitentlərin qiymətli kağızlarına pul qoyduqları halda, bank məhsullarına görə fayda mexanizmləri tətbiq edilməlidir.

Əgər bu mexanizm Azərbaycanda erkən tətbiq olunarsa, dövlətin dəstəyini yalnız İPO-ya daxil olan yerli istehsalçılar almayacaqlar. Perspektivdə, ən böyük sosial səmərəliliyi təmin edəcək kommersiya qurumları inkişaf üçün güclü bir təkan alacaqlar. Bu, xüsusilə, Azərbaycan üçün geridə qoyduğumuz böhrandan sonrakı mərhələdə, sosial-iqtisadi sahəni və əhəlinin həssas təbəqələrini dəstəkləmək üçün resursları səfərbər etmək maddi cəhətdən çətinlik yaratdığı bir dövrdə vacibdir. Beləliklə, gələcək ictimai səmərəlilik meyarları prizmasından fond bazarının investisiya vasitələrinin inkişafı üçün mexanizmlərin inkişafı Azərbaycan emitentlərini və fərdi investorları dəstəkləyəcək kompensasiya tədbiri olacaqdır, həmçinin ölkədə sosial əhəmiyyətli regional layihələrin inkişafına kömək edəcəkdir.

NƏTİCƏ

Tədqiqatın sonunda aşağıdakı mühüm elmi nəticələr əldə edilmişdir:

1. Qiymətli kağızlar bazarı fəaliyyətinin nəzəri əsaslarının konseptual ümumiləşdirilməsi aparılaraq qeyd edilir ki, bu sahədə mövcud olan nəzəri yanaşmalarda qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyət mexanizmləri, iştirakçılarının təsnifatı, onun tənzimlənməsi, burada fəaliyyət göstərən maliyyə-kredit institutlarının inkişafı məsələlərinə dair yekdil bir fikir yoxdur.

Müəllif tərəfindən “investisiya fondu”, “investisiya şirkəti”, “investisiya bankı”, “fərdi investor”, “institusional investor” anlayışlarının kateqoriya – anlayış aparatı tamamlanaraq dəqiqləşdirilmişdir:

“institusional investor” qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətində iştirak edən maliyyə vasitəçisi olan hüquqi və fiziki şəxsdir və onun köməyi ilə pul vəsaitləri olan müəssisələrdən maliyyə resurslarının yenidən bölgüsünü planlaşdırılan layihələrin həyata keçirilməsi üçün bu pula ehtiyacı olanların xeyrinə əməliyyatlar aparır. Azərbaycanda müəyyən sayda investisiya institutları vardır ki, bunların da arasında ən böyük inkişafa banklar, daha az dərəcədə isə sığorta şirkətləri, pensiya fondları, investisiya şirkətləri, investisiya fondları və s. nail olmuşlar.

Fərdi investorların fəaliyyəti əmanətlərin formalaşması prosesi və maliyyə bazarı alətlərinə investisiya prosesini əhatə edən çoxölçülü xarakter daşıyır. Bütün bu qərarlar fərdi investisiya siyasətini müəyyən bir məqsəd və nəticələrə çatmaq üçün bir iqtisadi subyektin düşünülmüş fəaliyyəti kimi təsvir edilir. Belə bir siyasət, maliyyə bazarında yığım və investisiyalara təsir göstərən bütün amilləri müəyyənləşdirmək və təhlil etmək imkanını nəzərdə tutur. Bunun nəticəsi olaraq, maliyyə bazarında fərdi iştirakçıların investisiya fəaliyyəti onun iqtisadi funksiyaları və ev təsərrüfatı funksiyaları ilə əlaqəli olmalıdır. Nəticədə fərdi investisiya fəaliyyəti iqtisadi fəaliyyətin bir hissəsi hesab edilə bilər ki, bu da müəyyən məqsədlərə nail olmaq üçün iqtisadi resurs bazarında və ya digər mənbələrdən təminat vasitəsilə əmanətlərin formalaşması və investisiyalar kimi istifadə edilməsi ilə bağlıdır. Dissertasiya işində fərdi investorların investisiya fəaliyyəti mexanizminin sxemi tərtib edilmişdir.

fond bazarının subyektlərinin sayı bir tərəfdən az, digər tərəfdən, fond bazarında peşəkar iştirakçıları sırasına səhmdar investisiya fondu daxil olsa da, qeyd edək ki, hüquqi şəxs investisiya sxeminin təşkilatçısıdır.

“investisiya şirkəti” dedikdə adətən, investisiya fəaliyyətini həyata keçirmək üçün lisenziyaya malik, müstəsna fəaliyyət predmeti əsas və yaxud yardımçı investisiya xidmətləri olan səhmdar cəmiyyətləri formasında təşkil edilən hüquqi şəxs başa düşülür.

“investisiya bankı” və “investisiya şirkəti” anlayışlarının tərifləri kifayət qədər oxşardır, eyni zamanda sonuncu instituta brokerlik və dilerlik fəaliyyəti üçün lisenziyası olan qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları daxil edilir. Beləliklə, bir çox iqtisadçılar kredit təşkilatlarının investisiya fəaliyyətini ayrı-ayrı bank əməliyyatları kimi təhlil edirlər. Bu müddəa banklara investisiya fonduna yönəldilən lazımi miqdarda maliyyə ehtiyatları təqdim etmək zərurəti ilə bağlı ola bilər. Bu, fond bazarının aşağı likvidliyi və zəif inkişafı nəzərə alınmaqla əsasən kommərsiya bankının öhdəliklərindən istifadə etməklə mümkündür. Müəllifin fikrincə, investisiya bankı-səhmlər və istiqrazların, maliyyə alətlərinin, valyuta və qiymətlilərin ticarətində, həmçinin azad fəaliyyət göstərdiyi bütün bazarlar üzrə analitik hesabatların buraxılışında aparıcı vasitəçi sayılmaqla, iri şirkətlər və hökumətlər üçün beynəlxalq maliyyə bazarlarında kapitalın cəlbinin təşkili, eləcə də qiymətli kağızların, broker xidmətlərinin alınması və satışında məsləhət xidmətlərinin göstərilməsi ilə məşğul olan universal maliyyə institutudur.

2. İntestisiya metodları və investisiya qərarları haqqında nəzəri qaynaqların təhlili bizə qiymətli kağızlar üzrə əsas investisiya strategiyalarını sistemləşdirməyə imkan verdi. Təklif olunan sistemləşdirmə investora qiymətli kağızlar bazarında mövcud olan qiymətli kağızların çeşidindən özü üçün ən rahatını seçməyə imkan verəcəkdir.

Qeyd etmək lazımdır ki, Azərbaycan fond bazarının alətlərinə investisiya strategiyasının seçilməsi çox saylı amillərə həssasdır. Bundan əlavə, Azərbaycanda QKB hələ də yüksək inkişaf səviyyəsinə çatmamasına baxmayaraq, investora özləri üçün aydın və inamla müəyyən edilmiş strategiyaya riayət etməyə meyilli deyillər.

Hazırkı dövrdə Azərbaycanda qiymətli kağızların idarə olunması üçün potensial fərdi investorların bilik və bacarıq səviyyəsi çox aşağıdır. Buna müxtəlif sosial-iqtisadi şərtlər təsir edir. Hesab edirik ki, potensial strategiyaların olduqca ətraflı sistemləşdirilməsi (onların xüsusiyyətləri, üstünlükləri və mənfi cəhətləri) yönümündə investisiya qərarları qəbul etmək üçün göstərilən təşəbbüs metodik dəstək sənədlərindən biri kimi çıxış etməlidir.

3. Azərbaycan üçün investisiya bankçılığının təşkilinin aralıq modeli daha səciyyəvidir. Hazırda ölkəmizdə Azərbaycan Mərkəzi Bankı (MBNP-sı yaranana qədər) və MBNP tərəfindən lisenziyalaşmış universal banklar və maliyyə bazarının müxtəlif sahələrində fəaliyyət göstərən broker-diler şirkətləri mövcuddur.

Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının və onun maliyyə - kredit institutlarının formalaşması və inkişaf səviyyəsi ölkədə, həmçinin regionlarda (MDB, Cənubi Qafqaz) mövcud geosiyasi vəziyyətdən, iqtisadi inkişaf ssenarilərindən asılıdır. Odur ki, bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarında maliyyə-kredit institutlarının fəaliyyət şəraitini yaxşılaşdırmaq üçün yaxın və həm də tərəfdaş ölkələrin (əsas ticarət partnyorları) birgə səylərinin birləşdirilməsinə ehtiyac vardır.

4. Fond bazarı modellərinin müqayisəli təhlili Azərbaycan fond bazarının formalaşmasında dünya təcrübəsindən istifadə imkanları baxımından maraqlıdır. Bazar iqtisadiyyatının transformasiyası prosesində onun inkişafı çox sürətlə baş vermişdir. Buna görə də dünyanın qabaqcıl ölkələrinin fond bazarı təcrübəsi və modelləri fəal şəkildə istifadə edilmişdir. Bu isə Azərbaycanın banklar və qeyri-bank investisiya institutları bazarında bərabər iştirakını nəzərdə tutan qarışıq modelin yaranmasına səbəb olur.

Post-sosialist ölkələrdə milli QKB modelləri Avropa və ya Anglo-Sakson tipinə görə təsnif edilə bilməz. Bu baxımdan Azərbaycan modeli də ziddiyyətlidir, belə ki, hər iki modelin xüsusiyyətlərini özündə birləşdirməklə qarışıq idarəetmə modelinə malikdir. Bu model müasir Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün ən optimal modeldir.

5. Milli fond bazarının inkişaf səviyyəsinin və burada maliyyə-kredit institutlarının rolunun dəyərləndirilməsi baxımından belə bir nəticə əldə edilmişdir ki, Azərbaycanda investisiya fondlarının təşəkkül tapmamasının əsas səbəblərindən biri

bu fondların investisiya vəsaitlərinin formalaşması üçün kifayət qədər zəruri maliyyələşmə mənbələrinin olmamasıdır. Beləki, ölkədə fəaliyyət göstərən fondlar (məsələn, Azərbaycan İpoteka Fondu, Əmanətlərin Sığortalanması Fondu və s.) əsasən dövlət vəsaitləri hesabına fəaliyyət göstərir və investisiya vəsaitlərinin yatırılmasını isə dövlətin müxtəlif sosial-iqtisadi proqramlarının reallaşdırılması çərçivəsində həyata keçirirlər. Özəl investisiya fondlarının təşəkkül tapmamasının əsas səbəblərindən biri də qanunvericilikdəki boşluqlardır. Qeyd edək ki, mövcud dövlət fondları da maliyyələşdirmə və vəsait qoyuluşlarını birbaşa deyil bankların vasitəçiliyi ilə həyata keçirirlər.

Ölkəmizdə dəyişikliklərin baş verməsindəki gecikməni nəzərə alaraq, bu sahədə baş verən müsbət dəyişikliklərin davamlı olmasına və səmərəliliyinə investorları inandırmaq üçün digər ölkələrə nisbətən daha çox səy göstərilməlidir. Azərbaycan beynəlxalq ehtiyatların həcmi göstəricisinə görə Cənubi Qafqaz regionunda lider mövqeyə malikdir. Həm də ölkəmizin böyük təbii ehtiyatlara; kapitallaşdırılmış bank sisteminə, korporativ gəlirə tətbiq olunan verginin nisbətən aşağı dərəcəsinə, iri həcmli istehlak bazarına malik olması amillərini üstünlük kimi qeyd etmək olar. Lakin, bütün bu sadalanan müsbət məqamlara baxmayaraq, dövlət qurumlarının fəaliyyətinin zəifliyi, müəyyən səviyyədə korrupsiya, güclü bürokratik maneələrin mövcudluğu milli iqtisadiyyatımızın sahələrinə investisiya qoyan investorları çox ehtiyatlı davranmağa məcbur edir.

6. Bu gün, Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının hüquqi bazası milli maliyyə sisteminin müasir inkişaf mərhələsinə uyğunlaşdırılmalıdır. Dünyanın iqtisadi və siyasi vəziyyətinin mövcud şəraiti nəzərə alınmaqla, nəzarət funksiyalarının tənzimlənməsi və konsolidasiyasının gücləndirilməsi bizim fikrimizcə, milli sahibkarların müdafiəsi üçün məqbul mexanizmdir.

- Azərbaycan iqtisadiyyatının qeyri-neft sahələrində reallaşdırılan layihələrin xarici sərmayədarların iştirakı ilə müştərək maliyyələşdirilməsi məqsədilə Azərbaycan İnvestisiya Şirkəti müvafiq əməkdaşlıq modellərindən istifadə edir. Bu cür modellərdən biri də birgə investisiya fondlarını yaratmaqdır.

- Bugün Azərbaycanın fond bazarında investorların səmərəli fəaliyyətini təmin

edən dövlətin kompensasiya proqramının vahid hüquqi məkanı yoxdur. Bu baxımdan Azərbaycan Respublikasının qanunvericiliyində investorlar üçün kompensasiya proqramının fəaliyyətini tənzimləyən normativ aktların qəbul edilməsinə zərurət var. Təklif edirik ki, investisiya fondlarının yaradılması və fəaliyyət prinsiplərini tənzimləyən “İnvestisiya fondları haqqında” mövcud qanun təkmilləşdirilsin və ya Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə bu barədə müvafiq əlavə və dəyişikliklər edilsin. Dissertasiyanın birinci fəslində “investisiya fondları” anlayışının şərh zamanı qeyd olunan təriflərin tərəfimizdən təklif edilən ümumiləşdirilmiş və dəqiqləşdirilmiş variantı praktiki baxımdan bu zaman tətbiqini tapa bilər.

Həmçinin, Azərbaycanda Əmanətlərin Sığortalanması Fondundan başqa heç bir zəmanət fondu fəaliyyət göstərmir, bu fondun fəaliyyəti isə sət çərçivədə məhdudlaşmışdır. Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının səmərəli inkişafı və maliyyə bazarları vasitəsilə investisiyaların təşviqi, yerli və xarici investorların stimullaşdırılması məqsədilə əmanətçi və səhmdarların hüquqlarının qorunması üçün tədbirlər həyata keçirilməlidir. Bu aspektdən Azərbaycanda “Əmanətçi və səhmdarların hüquqlarının qorunması üzrə tədbirlər haqqında” qanunun qəbul edilməsi və bu sahədə dövlət və qeyri-dövlət zəmanət (kompensasiya) fondlarının yaradılması zəruridir. Eyni zamanda, bu normativ aktların vasitəsilə kompensasiya sxemlərinin fərqli hüquqi rejimləri müəyyənləşdirilə bilər.

Bu qanunda investorlara kompensasiya ödənişlərini etmək üçün xüsusi qeyri-kommersiya təşkilatı olan kompensasiya fondunun yaradılması və fəaliyyətinin hüquqi əsasları öz əksini tapmalıdır. Dünya təcrübəsində olduğu kimi kompensasiya fondlarından ödənişlər alan şəxslər pul vəsaitlərinin və ya digər əmlakın olmamasına görə qəbul edilmiş məhkəmə qərarlarına uyğun olaraq zərərlərə görə ödəniş etməyən şəxslərdir. Qanunda fond bazarında peşəkar iştirakçı tərəfindən onlara vurulmuş zərərlərə görə, fərdi investorların kompensasiya ödənişləri hüquqları qeyd edilməlidir. Adətən, kompensasiya fondları ixtisaslaşmış investor kimi nəzərdən keçirilən qiymətli kağız sahibləri olan fiziki şəxslərə kompensasiya ödənişləri vermir. Həm də kompensasiya fondlarının formalaşması mənbələri xüsusi qaydada qanunla tənzimlənməlidir. Qanunvericiliyimizdə nəzərdə tutulan kompensasiya sxemlərindən

heç biri tam inkişaf etdirilmədiyindən, fond bazarında zəmanət proqramlarını formalaşdırmaq üçün qanun qəbul edilməlidir. Bu qanun investorların ehtimal olunan zərərlərini aradan qaldırmağa kömək edəcəkdir.

7. Qiymətli kağızlar bazarının əsas iştirakçılarında biri olan hedcərlərin (sığorta xidmətləri göstərənlərin) fəaliyyəti isə ölkəmizdə çox zəif inkişaf etmiş, demək olar ki, yox səviyyəsindədir. Belə ki, ümumiyyətlə, biznesin sığortalanması mədəniyyəti Azərbaycanda çox aşağı səviyyədədir və bu sahənin inkişaf etdirilməsi fikrimizcə, prioritet məsələlərdən olmalıdır.

Fikrimizcə, bir qrupun öz peşəkarlıq fəaliyyətini keyfiyyətsiz reallaşdırması və başqalarının sərmayə risklərini ölkənin bütövlükdə əhalisinin üzərinə qoyulması o qədər də ədalətli deyil. Həm də dövlət fondundan kompensasiyanın ödənilməsi çox məsrəfli bir prosesdir. Beləki, bu subsidiyaların ölkənin tibb və sosial sahəsinin inkişaf etdirilməsi üçün xərclənməsi daha məqsədəuyğundur. Dünya praktikasına əsasən, gərək Azərbaycanda müxtəlif kompensasiya fondu sistemləri mövcud olmalıdır, eləcə də fond bazarının müştərilərinə zərərlərin ödənilməsi prioritet məsələ kimi qarşıya qoyulmalıdır. Bu baxımdan Fond bazarında investorların hüquqlarının qorunmasının təkmil qanunverici bazasının formalaşdırılmasında zəruri addım ölkədə bu sahəni tənzimləyən vahid qanunvericilik aktının qəbul edilməsidir.

8. Birja fəaliyyətinin qiymətləndirilməsinə müxtəlif yanaşmalar müəyyən edilmişdir. Bu və ya digər yanaşmalarda ziddiyyətlər olduğundan gənc və sabit olmayan Azərbaycan bazarı üçün hələki konkret yanaşmanı müəyyən etmək çətindir.

Bu baxımdan, mövcud yanaşmalar tədqiqatçı tərəfindən əhəmiyyətli və düzgünlük baxımından yox, əksinə qarşılıqlı əlaqə və sinergetik effekt baxımından nəzərdən keçirilir.

9. Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında daha səmərəli və təhlükəsiz fəaliyyətin qarşılınması məqsədilə mövcud bazar qurumlarının rolu və mövqeyini təkmilləşdirməklə bağlı əhəmiyyətli islahatlar da davam etməlidir. İnvestor və emitent üçün kompleks maliyyə xidmətlərini təklif edən, uyğun maliyyə resurslarına, səmərəli əməliyyat idarəçiliyi sistemlərinə və peşəkar kadrların geniş potensialına malik qiymətli kağız bazarında fəaliyyət göstərəcək peşəkar iştirakçı şirkətlərinin

formalaşması üçün müvafiq tədbirlərin həyata keçirilməsi prosesi və həmin şirkətlərin fəaliyyətlərinin hüquqi əsaslarını təmin edən qanunvericilik aktlarının işlənilib hazırlanması prosesləri daha da sürətlənməlidir.

10. Son zamanlar beynəlxalq aləmdə baş verən dəyişikliklər, dünya neft bazarında qiymətlərin dəyişməsi və inkişaf etmiş bir sıra ölkələrdə makroiqtisadi dayaqların daha sağlam və möhkəm olması başqa ölkələrin də öz müvafiq dayaqlarının möhkəmləndirilməsinə ehtiyacın olduğunu sübut etdi. Azərbaycan Respublikasında da real sektoru inkişaf etdirmək məqsədilə hər şeydən əvvəl banklarda faiz və müddət məsələlərinin əhəmiyyətli səviyyədə həll edilməsi və fond birjasının tərəqqisi tələb olunur. Bu məqsədlə investisiya banklarını yaratmaqla təsərrüfat subyektlərinin maliyyə ehtiyaclarını təmin etmək üçün səhmlərə və istiqrazlara daha az xərcləməklə onların maliyyə vəsaitləri ilə təminatını qarşılamaq mümkündür. Şübhəsiz ki, digər tərəfdən, əmanətlərə malik şəxslər və maliyyə ehtiyacı duyan şəxslər və ya şirkətlər arasında güvənin təminatı məqsədilə investisiya banklarında vasitəçilik missiyası formalaşdırılacaq. Bununla əlaqədar şirkətlər tərəfindən tərtib edilən maliyyə hesabatlarının da dünya standartlarına uyğunlaşdırılması vacib hesab olunur.

11. Qeyd edək ki, 2015-ci ilin fevral devalvasiyasından sonra bank sistemində baş verən geriləmələr nəticəsindən bir çox bankların regionlardakı filial və şöbələrinin bağlanması baş verdi. Məlumdur ki, banklar filialları vasitəsilə regionlara maliyyə vəsaitlərinin ötürülməsində böyük rol oynayan maliyyə-kredit institutlarıdır. Bu baxımdan, ölkənin regionlarında iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinin maliyyə-investisiya vəsaitləri ilə təmin edilməsində maliyyə infrastrukturunun əsas elementlərindən biri olan maliyyə-kredit institutlarının inkişafına şərait yaradılması və onların fəaliyyətinin dövlət tərəfindən dəstəklənməsi sisteminin inkişaf etdirilməsi prioritet məsələlərdəndir. Bu aspektdən Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi sisteminin səmərəliliyinin artırılması üçün regional və ölkə səviyyəsində ayrı-ayrı idarəetmə orqanları arasında funksiyaları sadələşdirmək və ciddi şəkildə ayırmaq lazımdır. Eyni zamanda, investisiya institutları üzərində nəzarətin artması dövlət orqanlarının bəzi səlahiyyətlərini

tənzimləyici orqanların regional səviyyəsinə ötürülməsinə gətirib çıxaracaqdır. Qeyd edək ki, fond bazarının inkişafı üçün şəffaf informasiya bazasının yaradılması, mühasibat uçotu və auditinin beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılması zəruridir.

12. Investisiyalarla bağlı vəziyyətin yaxşılaşdırılması üçün tədbirlər sistemi bir sıra qanunvericilik tədbirləri tətbiq etməklə həyata keçirilə bilər ki, bu da ümumilikdə investisiya mühitinin yaxşılaşdırılmasını stimullaşdırır. İnvestorların hüquqlarının müdafiəsi üçün fond bazarında qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsinə əlavə olaraq, təklif olunur:

- bazar iştirakçılarının fəaliyyətində məsuliyyətin sığortası və elektron sənədlərin idarə edilməsi;

- müasir hüquq və texniki üsullarla mülkiyyət hüquqlarına dair məlumatların qorunmasına diqqət yetirmək;

- qiymətli kağızların və digər maliyyə alətlərinin mülkiyyətini dəstəkləmək üçün şəbəkə informasiya sistemini yaratmaq;

- maliyyə bazarının tənzimləyicisinin əsas funksiyalarının (likvidliyin idarə edilməsi, investorların hüquqlarının qorunması, infrastrukturun inkişafı) həyata keçirilməsi üçün zəruri olan MBNP-nin funksiyalarının dəstəkləyicisi kimi maliyyə bazarının şəffaflığının artırılması və onun vəziyyətinin monitorinqi .

13. Bu gün birja bazarının mövcud vəziyyəti Azərbaycanda investisiya alətlərinin müasir inkişaf səviyyəsi ilə uzlaşdırılmalıdır. Azərbaycan fond bazarının inkişafı üçün qısa müddətli perspektivlərin qeyri-müəyyənliyini nəzərə alaraq, uzunmüddətli inkişafa üstünlük vermək lazımdır. Perspektivdə, ən böyük sosial səmərəliliyi təmin edəcək kommersiya qurumları inkişaf üçün güclü bir təkan alacaqlar. Məlumdur ki, sabit inkişafa malik olmayan milli bazar üçün sosial-iqtisadi sahəni və əhalinin qiymət dalğalanmalarına həssas təbəqələrini dəstəkləmək məqsədilə resursları səfərbər etmək maddi cəhətdən çətin olacaq. Beləliklə, gələcək ictimai səmərəlilik meyarları prizmasından fond bazarının investisiya vasitələrinin inkişafı üçün emitentləri və fərdi investorları dəstəkləyəcək kompensasiya tədbirləri həmçinin ölkədə sosial əhəmiyyətli regional layihələrin inkişafına kömək edəcəkdir.

İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT:

Azərbaycan dilində:

1. “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” adlı Dövlət Proqramı, Bakı, 2011;
2. “Azərbaycan 2020: Gələcəyə baxış” inkişaf konsepsiyası; Azərbaycan Respublikasının Prezidenti İ.Əliyevin 29 dekabr 2012-ci il tarixli Fərmanı ilə təsdiq edilib;
3. “Azərbaycan Respublikasında Maliyyə Xidmətlərinin İnkişafı Üzrə Strateji Yol Xəritəsi”; Azərbaycan Respublikasının Prezidenti İ.Əliyevin 2016-cı il 6 dekabr tarixli Fərmanı ilə təsdiq edilib;
4. “Xarici investisiyaların qorunması haqqında” Azərbaycan Respublikası Qanunu (1992-ci il 15 yanvar tarixli, 57 sayılı);
5. “İnvestisiya fəaliyyəti haqqında” Azərbaycan Respublikası Qanunu, (1995-ci ilin 13 yanvar tarixli);
6. “İnvestisiya fondu haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunvericilik Toplusu, 2010, № 11;
7. “İnvestisiya şirkətinin hesabatlarının tərtib və təqdim olunma Qaydaları”; Azərbaycan Respublikasını Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi 03.02.2016-cı il tarixli 17 № -li qərar;
8. “İnvestisiya şirkətləri tərəfindən investisiya xidmətlərinin (əməliyyatlarının) həyata keçirilməsi Qaydası”; Azərbaycan Respublikasını Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi 3 fevral 2016-cı il 12 №-li qərar;
9. “İnvestisiyanın təşviqi ilə bağlı əlavə tədbirlər haqqında”; Azərbaycan Respublikasının Prezidenti İ.Əliyevin 2016-cı il 18 yanvar tarixli Fərmanı ilə təsdiq edilib;
10. “İpoteka haqqında» Azərbaycan Respublikasının Qanunu, 2005-ci ilin 15 aprel tarixli;
11. “Qiymətli kağızlar bazarı”; Normativ sənədlər toplusu; Bakı, 2000;
12. “Qiymətli kağızlar bazarında investorların hüquqlarının müdafiəsi haqqında”

- Azərbaycan Respublikasının Qanunu, 16 iyun 2000;
13. “Qiymətli kağızlar bazarında marja ticarətinə dair Qaydalar”; Azərbaycan Respublikasını Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin 29.09.2015-ci il tarixli 14 № -li qərarı;
 14. “Qiymətli kağızlar haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunu. 15 may 2015-ci il № 1284-IVQ Bakı şəhəri;
 15. “Qiymətli kağızlar və fond birjaləri” haqqında Azərbaycan Respublikasının qanunu; 24 noyabr 1992-ci il, № 383, Bakı şəhəri;
 16. Azərbaycan Respublikası Mülki Məcəlləsi; Bakı, "Hüquq ədəbiyyatı nəşri", 2001;
 17. Azərbaycan Respublikası Vergi Məcəlləsi; Azərbaycan Respublikası 11 iyul 2000-ci il tarixli 905-İQ nömrəli Qanunu ilə təsdiq edilib;
 18. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının illik hesabatı; Bakı: -2016, 282s.
 19. Azərbaycan Respublikasının Nazirlər Kabinetinin 2017-ci ildə fəaliyyəti haqqında hesabatı; Bakı-2017, 435 s.;
 20. Azərbaycanın Statistik Göstəricilər; “Səda” nəşriyyatı, Bakı - 2016, 774 s.;
 21. Abbasov, A.H. “Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişaf perspektivləri” / A.H.Abbasov. Monoqrafiya. Bakı: Bakı Biznes Universitetinin nəşriyyatı, – 2005.
 22. Abbasov, R.H. “Azərbaycanın maliyyə bazarının formalaşması xüsusiyyətləri və inkişaf istiqamətləri (qiymətli kağızlar bazarı timsalında)”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2012, səh.135.
 23. Abbasov R.H. “Maliyyə xidmətlərinin maliyyə bazarının fəaliyyətinə təsiri” / R.H.Abbasov. Bakı Biznes Universiteti, “Audit” jurnalı. – Bakı: - 2010, №1, – səh.21-26;
 24. Abdullayev, X.S. “Azərbaycan Respublikasında monetar tənzimlənmənin makroiqtisadi aspektləri”; iqtisad elmləri namizədi elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı: – 2005, – səh.155-156;
 25. Abdullayev, R.E. “Aqrar sahədə istehsal-iqtisadi və kooperasiya əlaqələrinin

- qurulmasının maliyyə-bank sisteminin rolu”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2012;
26. Abışlı, L.V. “Azərbaycan Respublikasının iqtisadiyyatına xarici investisiyaların cəlb edilməsi və onun makroiqtisadi səmərəliliyi problemləri”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2010, –səh.133;
 27. Cəbiyev, R.M. “Azərbaycanda bazar infrastrukturunun formalaşması və inkişafı” / R.M.Cəbiyev. Monoqrafiya, Bakı: –2000, –236 s.;
 28. Daşdəmirov, M.Ə. “Azərbaycan iqtisadiyyatına investisiya cəlb olunması şərtləri” / M.Ə.Daşdəmirov, M.O.İbrahimova. “Bakı Dövlət Universiteti”, Bakı: –1999
 29. Əhmədov, B.S., “İnvestisiya resursları və onların formalaşdırılması yolları” / B.S.Əhmədov. “İqtisad elmləri: nəzəriyyə və praktika” jurnalı, –2011. №1, – s.35-46;
 30. Əhmədov, B.S. “Milli iqtisadiyyatda investisiya qərarlarının qəbulu mexanizmi və buna təsir edən amillər” / B.S.Əhmədov “İqtisad elmləri: nəzəriyyə və praktika” jurnalı, № 2, –2010. –s.180-188;
 31. Əhmədov, M.A. “Qloballaşma və milli iqtisadiyyatın formalaşması” / M.A.Əhmədov. Bakı: “Azərnəşr”, –2003, –520 s.
 32. Əkbərov, R.M. “Qloballaşma dövründə maliyyə sisteminin tənzimlənməsi mexanizminin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2011, səh.127.
 33. Ələkbərov, Ə.Ə. “Sosial-iqtisadi inkişafın maliyyə-büdcə parametrlərinin tənzimlənməsi” / Ə.Ə.Ələkbərov. Monoqrafiya. Bakı: “Elm”, –2007, –448 s.
 34. Hacıyev R.S., “Qiyətli kağızlar bazarı və onun investisiya prosesində rolu”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim olunmuş dissertasiyanın avtoreferatı, Bakı –2009, –27 s.;
 35. Hacıyev R.S., “Qiyətli kağızlar bazarı və onun investisiya prosesində rolu”; iqtisad elmləri namizədi elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2009, səh.153.

36. Hacıyeva S.A. “Milli iqtisadiyyatın inkişafında maliyyə-pul sisteminin rolu”, “Qlobal maliyyə böhranı və dövlət idarəetmə sistemində antiböhran siyasət: dünya təcrübəsi və Azərbaycan modeli” mövzusunda beynəlxalq elmi-praktiki konfransın materialları, Bakı, 2010, s.341.
37. Həsənov R.A., “Biznesin inkişafında maliyyə bazarının rolu”; iqtisad elmləri namizədi elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2007, səh.127.
38. Hüseynov T.H., “Azərbaycanda investisiyalar: gəlirlər, investisiyalar, sənayeləşdirmə, məşğulluq”; “Elm”, Bakı-2009, 374 s.;
39. İsmayılov A.X., “Azərbaycan iqtisadiyyatının real sektorunun inkişafına investisiyaların cəlb olunmasında bankların rolu”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2013, səh.156.
40. Kapital bazarları və biznes imkanları; "NURLAR" Nəşriyyat-Poliqrafiya Mərkəzi, Bakı - 2011, 256 s.;
41. Kaşiyeva F.Ş., “Bazar iqtisadiyyatı şəraitində pul-kredit siyasətinin investisiya fəallığının yüksəldilməsində rolu”; iqtisad elmləri namizədi elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2007, səh.142.
42. Quliyev F.M., “Bankların nağdsız hesablaşmalarında yeni texnologiyaların tətbiqi”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2009, səh.165.
43. Məmmədov Ə.C., Seyfullayev İ.Z., “Vergi və investisiya”, Bakı – 2013, 376 s.;
44. Məmmədov İ.N., “Aqrar sahənin tənzimlənməsinin maliyyə mexanizminin təkmilləşdirilməsi”; iqtisad elmləri namizədi elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2010, səh.163.
45. Məmmədov Y. Ə., “Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişaf xüsusiyyətləri və istiqamətləri”; “Vergi” jurnalı, 5(119), Bakı - 2014, s. 115-126;
46. Məmmədov Y. Ə., “Azərbaycan Respublikasında fond bazarının forma-laşması və inkişaf istiqamətləri”; Monoqrafiya,. Bakı-2016,162 s.;
47. Məmmədov Z.F., «Qlobal maliyyə böhranı və dövlət idarəçilik sistemində

- antiböhran siyasəti: dünya təcrübəsi və Azərbaycan modeli», Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Dövlət İdarəçilik Akademiyası, Bakı-2010;
48. Məmmədov Z.F., Hacıyev R.S., “Xarici kapitalizmin formalaşmasında və inkişaf etməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu”; “Nasir”, Bakı-2006, 267 s.;
 49. Məmmədova G.Q., “Maliyyə sisteminin təkmilləşdirilməsinin makroiqtisadi problemləri”; iqtisad elmləri namizədi elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2011, səh.146.
 50. Musayev E.M., “Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının statistik tədqiqi”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim olunmuş dissertasiyanın avtoreferatı; Bakı - 2010, 28 s.;
 51. Musayev E.M., “Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının statistik tədqiqi”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2009, s.135.
 52. Namazova C.B., “İnvestisiya mühitinin təhlili və onun formalaşmasında vergi siyasətinin rolu”; iqtisad elmləri doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2011, s.350.
 53. Nuriyev Z.Ə., “Pay investisiya fondlarının qiymətli kağızlar bazarında rolu”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim olunmuş dissertasiyanın avtoreferatı, Bakı - 2013, 28 s.;
 54. Rzayev E.A., “Bazar münasibətləri şəraitində Azərbaycanda səhmdar kapitalın formalaşmasının təşkilati-iqtisadi mexanizminin təkmilləşdirilməsi”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı – 2014, səh.125, 127, 128.
 55. Sadıqov M.M., «Maliyyə potensialı: formalaşma və aqrar sahənin prioritetliyi»; monoqrafiya, Bakı - 2009, 294 s.;
 56. Şəkərəliyev A.Ş., “Dövlətin iqtisadi siyasəti: reallıqlar və perspektivlər”; monoqrafiya, “İqtisad Universiteti”, Bakı - 2009, 415s.;
 57. Şəkərəliyeva Z.A., “Keçid iqtisadiyyatında xarici investisiya qoyuluşunun zəruriliyi və onun nəzəri aspektləri”; iqtisad elmləri namizədi elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı - 2003, səh.171.

58. Şirəliyev V., “İnvestisiyanın təhlili və idarə edilməsi”; “Nurlan”, Bakı-2001.;
59. Tağızadə S.S., “Milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu”; iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim olunmuş dissertasiyanın avtoreferatı, Bakı - 2016, 28 s.;
60. Vahabzadə N.M., “Kommersiya banklarının əməliyyatlarının diversifikasiyasında bank veksellərinin rolunun artırılması yolları”; iqtisad elmləri üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı - 2013, səh.174.
61. Vəliyev P.A., “İqtisadi təhlükəsizliyin təmin olunmasının maliyyə-investisiya mənbələri”; iqtisad elmləri üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Bakı - 2014, səh.143-144.
62. Yəhyayeva A.Y., “Sənaye sektoruna xarici investisiyaların cəlb edilməsi strategiyası və onun səmərəliliyinin artırılması istiqamətləri”; iqtisad elmləri namizədi elmi dərəcəsi almaq üçün təqdim edilmiş dissertasiya, Sumqayıt – 2009, səh.146.

Rus dilində

63. Аббасов А.Г., «Финансовая система и долгового рынок Азербайджана»; «ЭЛМ», Баку - 2004, 348 с.;
64. Абдынасыров У., «Рынок ценных бумаг Кыргызской республики и совершенствования государственного регулирования»; Б.: Кыргызстан, 2002, 224 с.;
65. Абрамов А., Радыкин А., Чернов М., «Регулирование финансовых рынков: модели, эволюции, эффективность»; //Вопросы экономики. – 2014. – №. 2. – С.33-49;
66. Алексеев П.В., «Формирование системы финансовых центров в России»; // Финансовый журнал. - 2012. - №4. - С.57-64;
67. Альбеков А.У., «О функционировании российского рынка ценных бумаг» / А.У. Альбеков, Ю.В. Лахно; // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). 2015. – № 1 (49). –С.11-18;

68. Аристова Е. В., «Теоретические основы взаимосвязи сегментов финансового рынка России»; диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук; Томск - 2014, 227 с.;
69. Багиров Д.А., «Финансовый рынок Азербайджана и аудит его небанковских институтов»; 140 ст. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1997;
70. «Базовый курс по рынку ценных бумаг»; учебное пособие / М.: КНОРУС, 2010. – С.93;
71. Бекарева С.В., Гетманова А.В., «Система финансовых посредников»; Учебно-методический комплекс. / Новосиб. гос. ун-т., экон. ф-т. - Новосибирск : НГУ, 2015. – 160 с.;
72. Бердникова Т.Б., «Оценка ценных бумаг»; Учебное пособие.- М.: ИНФРА-М, 2006. – С.21;
73. Беренс В., Хавренек П., «Руководство по оценке эффективности инвестиций»; / Пер. с англ. М.: «АОЗТ Интерэксперт», 1995;
74. Бессарабов В.Е., «Развитие фондового рынка как фактор ускорения роста современной российской экономики»; диссертация кандидата экономических наук; 08.00.10 / - Москва, 2013. - С.13-34;
75. Бланк И.А., «Инвестиционный менеджмент»; Учебный курс. – М.: Инфра – М, Ника-Центр, 2002. – С.41;
76. Буланов Ю. Н., «Стратегия сбалансированного устойчивого развития акционерного банка: от теории к практике»; / под общей редакцией д-ра экон. наук. профессора Н. В. Фадейкиной., Москва, 2015. – 416 с.;
77. Валинурова Л.С., Казакова О.Б., «Управление инвестиционной деятельностью»; Учебник, М.: КноРус, 2015. – С.94;
78. Ван Хорн Дж.К., «Основы управления финансами»; М.: Финансы и статистика, 1997, 800 с.;
79. Вилкова Т.Б., «Брокерская деятельность на рынке ценных бумаг»; М.: Финакадемия. – М.: МФЦ, 2008. – С.126;
80. Гараханов Н.Н., «Проблемы развития фондового рынка Азербайджана»; диссертация по присуждению ученой степени доктора философии по

- экономике, по спец.: Москва – 2011, с. 121;
81. Гасымов А.С. «Системный анализ банковской деятельности (на примере банков «Kapital» и «Parabank»)»; диссертация по присуждению ученой степени доктора философии по экономике, Баку - 2013, с.105;
 82. Гитман Л., Джонк М., «Основы инвестирования», М.: Дело, 1997, 1008 с. С.678-680;
 83. Горощенко В.Б., «Проблемы создания международного финансового центра в Москве»; // Государственная служба. - №5. – 2014. - С.116-129;
 84. Горощенко В.Б., «Развитие инвестиционных механизмов российского фондового рынка»; диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук., Москва, 2016. – 146 с. с.89-90;
 85. Григорьев Р., Джефри Ш., Марченко Г., «Несинхронность дневных данных в анализе межрыночных взаимосвязей (на примере БРИК и развитых стран)»; М.: Litres, 2014;
 86. Дмитриев К., «Рост не только возможен — он неизбежен Исследование инвестиционной привлекательности России, 2012 год. Потенциал роста»; Центр по исследованию динамично развивающихся рынков «Эрнст энд Янг». – 2012;
 87. Долан Э. Дж. и др., «Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика»; / пер. с англ.; под общ. ред. В. Лукашевича. - М.: Туран, 2014. - С.60;
 88. Дорина Е.Б., «От гипотезы эффективности фондового рынка к теории поведенческих финансов»; // Белорусский экономический журнал. - 2013. - №4. - С.118-125;
 89. Евтушевский В.А., «Основы корпоративного управления»: Учеб. Пособие. – М.: Инфра-М, 2012. –С.121;
 90. Жарникова Н. А., «Рынок государственных облигаций в РФ»; Томский государственный университет, 2011;
 91. Жуков Е.Ф., «Рынок ценных бумаг»; учебник / Е.Ф. Жуков. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – С.54;

92. Завьялова Е.А., «Оптимизации стратегий управление портфелем государственных ценных бумаг с учетом склонностей к риску»; автореферат дис. кандидата технических наук : 05.13.10. Уфа, 2004. – 28 с.;
93. Звягинцева Н. А., «Пути повышения инвестиционной активности в Российской Федерации с использованием механизмов рынка ценных бумаг: вопросы регулирования»; Иркутск : Изд-во БГУЭП, 2013. – 202 с.;
94. Ибрагимов З.Г., «Денежно-кредитная система в условиях перехода к рынку (на материалах Азербайджанской Республики)»; диссертация по присуждению ученой степени кандидата экономических наук, Баку - 1997, с. 169;
95. Иванов А. П., «Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг»; учебник. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2004. – С.124;
96. Иванов Г.И., «Инвестиции: сущность, виды, механизмы функционирования»; / Серия «Учебники, учебные пособия», Ростов н/Д: Феникс, 2002. – С.112;
97. Иванова К. В., «Регулирование фондового рынка на примере стран с развитой экономикой»; // Актуальные проблемы экономики.– № 11. – 2008. – С. 37;
98. Исмаилов Э.Г., «Портфельные инвестиции в экономику Азербайджана», диссертация по присуждению ученой степени доктора философии по экономике, Баку - 2011, с.138;
99. Казымов Ф.Х., «Пути трансформации банковской системы Азербайджана»; диссертация по присуждению ученой степени доктора философии по экономике, Баку - 2009, с.147;
100. Калмыков Л.Б., Хрусталева Е.Ю., «Оценка эффективности участие в инвестиционных проектах по строительству объектов недвижимости»; // Аудит и финансовый анализ, 2008, №1, с. 184-194;
101. Каратуев А. Г., «Ценные бумаги: виды и разновидности»; М.: Изд-во «БЕК», 1997. – С.23;
102. Карташов Б.А., Матвеев Е.В., Смелов Т.А. и др., «Рынок ценных бумаг

- (Фундаментальный анализ)»; Волгоград: ВолгГТУ, 2006. – 180 с.;
103. Каширин А.И., Семенов А.С., «Венчурное инвестирование в России: практический опыт реализации проектов; методы оценки проектов; особенности венчурных инвестиций в IT»; / Каширин А.И. – М.; СПб. : Вершина, 2008. – С.240;
104. Кейнс Дж. М., «Общая теория занятости, процента и денег. М.: Прогресс, 1978, 178 с.;
105. Килячков А.А., «Рынок ценных бумаг и биржевое дело»; / А.Килячков, Л.А.Чалдаева. – М.: Экономистъ, 2003. – С.36;
106. Ключников И.К., Молчанова О.А., Ключников О.И., «Финансовые центры: теория и механизмы развития»; / И.К. Ключников, О.А. Молчанова, О.И. Ключников. - СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2012. - 296 с.;
107. Коваленко Е.А., «Теория поведенческих финансов и ее применение к прогнозированию доходности финансовых активов»; // [Электронный ресурс] URL: <http://ismme.esrae.ru/pdf/2012/5/326.pdf>;
108. Козлов Н.Б., «Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах»; М.: ИМЭПИ РАН, 2002. - С. 83-123;
109. Комов Л.Е., «Развитие деятельности коллективных инвесторов на рынке ценных бумаг»; автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.10. – М.: РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2011. – 24 с.;
110. Круглова Н. В., «Пути трансформации российского фондового рынка в мировой финансовый рынок»; //Вопросы новой экономики. – 2014. – С.64;
111. Кулиев Р.А., «Инвестиционные проблемы формирования национальной экономики Азербайджана»; Автореф. дисс. на соиск. ученой степени д.э.н., Баку - 2004;
112. Лахно Ю.В., «Адаптивность рынка ценных бумаг и экономическое развитие»; России : монография / Ю.В. Лахно. — М. : Издательство «Русайнс», 2015. — 176 с.;
113. Лахно Ю.В., «Анализ интеграции российского рынка ценных бумаг с рынками стран БРИКС»; / Ю.В. Лахно //Финансы и кредит. –2014. - №33. –

С. 25-30;

114. Лунякова Н.А., «Теоретико-методологические основы инвестиционного банкинга»; // Экономика и управление: теория и практика. – 2016. – № 1. – С.31-36;
115. Лютый И.А., Кулиев Р.А., «Инвестиционная деятельность»; Баку-2009, 400 с.;
116. Майфат А. В., «Гражданско-правовые конструкции инвестирования»; монография. – М: «Волтерс Клувер», 2006. – 312 с.;
117. Максимчук Е.В., Мостовой А.Н., «Рынок ценных бумаг»; Белгород: Изд-во БГТУ, 2006. – С.22;
118. Малкина М.В., «Государственного регулирования в условиях экономического кризиса: опыт Германии»; // Сборник научных статей «Проблемы системной модернизаций экономики России: социально-политический, финансово-экономический и экологический аспекты», СПб.: Институт бизнеса и права.- 2010 // [Электронный ресурс] URL: <http://www.ibl.ru/konf/021210/7.html>;
119. Мау В., «Четыре долгосрочные проблемы развития»; 20 февраля 2013г. // [Электронный ресурс] URL: http://www.vedomosti.ru/opinion/news/9291791/mezhdu_stabilnostyu_i_zastoe_m;
120. Меньшикова А., «Регулирование рынка ценных бумаг в Европейском Союзе»; // Финансовый рынок Украины.– № 6. – 2009. – С.23;
121. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования; М.: Экономика, 2000, 547 с.;
122. Миловидов В.Д., «Философия финансового рынка»; / В.Д. Миловидов. - М.: Магистр, 2013. – 272 с.;
123. Миркин Я. М., «Рынок ценных бумаг»; учеб. пособие / Я.М. Миркин. - М.: Альпина Паблицер, 2012. - С.56-57;
124. Наливайский В.Ю., «Роль акционерных обществ с государственным участием в развитии российского фондового рынка»; / В.Ю.Наливайский,

- Ю.В. Лахно // Финансовая аналитика. – 2013. - №30. – С.2-8;
125. Никонова И.А., «Проектный анализ и проектное финансирование»; / И.А. Никонова. – М.: Альпина Паблицер, 2012. – С.80-81;
126. Нортон П., «Управляя рисками. Клиринг с участием центральных контрагентов на глобальных финансовых рынках»; М.: Манн, Иванов ифербер, 2013. – 704с.;
127. Павлова А.А., «Национальные модели рынка ценных бумаг»; М.: ФА при Правительстве РФ, 2004. - С.12-14;
128. Рамазанов А.В., «Методологические аспекты сущности и рисков инвестиционного банкинга»; // Финансы и кредит. – 2012. – № 9. – С.63-66;
129. Рассолов М.М., Алексия П.В., Кузбагарова А.Н., «Гражданское право»; Учебник / М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2011;
130. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Москва, Юнити, 2012;
131. Рынок ценных бумаг и биржевой дело: учебник для вузов / под ред. О. И. Дегтярева. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – С.184;
132. Роджерс К.А., «Фондовый рынок»; Москва, Издательство: Альпина. 2012;
133. Садыгов Э.М., «Рынок ценных бумаг в Азербайджане и перспективы его развития»; Санкт-Петербург, 2003;
134. Самедзаде З.А., «Этапы большого пути экономика Азербайджана за полвека, ее реалии и перспективы»; Баку, 2004, 936 с.;
135. Топсахалова Ф.М., «Фондовые рынки и фондовые операции»; М.: Издательство «Академия Естествознания», 2012;
136. Трифонов Ю.В., Плеханов А.Ф. и др., «Выбор эффективного решения в экономике в условиях неопределённости»; Монография. – Нижний Новгород: Издательство НКГУ, 2008. – С.167;
137. Федоров Б.Г., «Новый англо-русский банковский и инвестиционный энциклопедический словарь»; М.: Лимбус Пресс, Издательство К.Тублина. - 2011.- С.102;
138. Финансово-кредитный словарь, Т. 1,2 - М.: Госфиниздат. – 1961;
139. Хорев А.И., Совик Л.Е., Леонтьева Е.В., «Рынок ценных бумаг»; ВГУИТ,

- 2014;
140. Царев В.В., «Оценка экономической эффективности инвестиций»; Спб. Литер, 2004, 464 с.;
141. Чекшин В.И., «Экономическая оценка инвестиций»; Электросталь: ЭПИ МИСиС, 2005, 102 с.;
142. Черняк В.З., «Управление инвестиционными проектами»; Учеб. пособие для вузов. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004, 351 с.;
143. Чувахин Н., «Привлечение финансирования»; [Электронный ресурс]. – Режим доступа: –<http://www.cfin.ru/chuvakhin/fin.shtml> (дата обращения 04.07.2016);
144. Шарп А., Александер Г., Бейли Дж., «Инвестиции»; Москва, 1998. 1028 с.;
145. Шевчук Д.А., Корпоративные финансы: [пособие]. – М.: ГроссМедиа : РОСБУХ, 2008, с.22;
146. Шеметов А., «Российская биржевая инфраструктура: современное состояние и перспективы развития. Рынок ценных бумаг»; ноябрь 2013 // [Электронный ресурс] URL: <http://moex.com/n4315>;

Ingilis dilinda

147. Albuquerque E., “Scientific Infrastructure and Catching-Up Process”: Notes about a Relationship Illustrated by Science and Technology Statistics / RBE, №4, 2001, p. 545-566
148. Anderson S.C., Born J.A., “Exchange-Traded Funds, and Hedge Funds”: Origins, Functions, and Literature – Springer, 2009. – 128 p;
149. Aoki, N. and P. Roberts, “Transport as a Factor in the Investment Climate”, Transport Notes, No. TRB-34, World Bank Group, Washington DC: 2006
150. Arcand J. L., Berkes E., Panizza U, “Too Much Finance?” IMF Working Paper WP/12/161, June 2012;
151. Beck Thorsten, Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross, Vlastakis Vojislav, “Financial Structure and Economic Development”: Firm, Industry, and Country Evidence. June 14, 2000;

152. Davey E. Benchmarking the Fairness of Markets // Futures Industry. January 2015 [Электронный ресурс]. - Официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.fia.org>;
153. Emil Friend, “Stock-Exchange Regulation in Germany” // Journal of Political Economy, Vol. 16, No. 6 (Jun., 1908), pp. 369-374.);
154. Feldstein M., Horioka C., “Domestic Saving and International Capital Flows” / Economic Journal, 1980, 90, p.314-329;
155. Gordon M.J., “Investment financing and valuation of the corporation”; Homewood, 1962;
156. Hnatkovska Viktoria, Norman A. Loayza, “Volatility and Growth”; Washington: World Bank Policy Research Working Paper Series 3184, 2004;
157. I.Fisher, “The theory of interest”, New York: The Macmillan company, 1930, p.566;
158. Investment Reform Index 2010: Monitoring policies and institutions for direct investment in South-East Europe. OECD: 2010, p.323;
159. J. Hirshleifer, “Investment Decision under Uncertainty”; Choice-Theoretic Approaches / Quarterly Journal of Economics / 1965, vol. 79, № 4, November. p. 509-536. p.509;
160. Joh, Sung Wook, 2003. “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis.” Journal of Financial Economics 68(2):287–322.2004p.;
161. Jon Wakeman-Linn, Paul Mathieu, Bret van Selm, “Oil Funds and Revenue management in transition economies: The case of Azerbaijan and Kazakhstan”; IMF, 2003;
162. Josh Clark, “Can the government control a stock market crash?” - URL: <http://money.howstuffworks.com/government-control-stock-market-crash.htm>;
163. Levine R., “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”; Journal of Economic Literature Vol. XXXV (June 1997), pp. 688–726;
164. National Innovation Systems, Paris: OECD Publications, 1997, 49 p;

165. Policy Framework for Investment, OECD, Paris: 2006;
166. Porter M.E., “Building the Microeconomic Foundations of Prosperity: Findings from the Business Competitiveness Index”; Harvard Business School, Boston, 2003, 154 p;
167. Robert K. Wysocki, Robert Beck. Jr., “Effective Project Management”, New York, 1997, p.333;
168. Rybcinski T., “Industrial Financial Systems in Europe, U.S. and Japan”; // Journal for Economic Behaviour and Organization, Vol. 5, 1984;
169. Schmidt Reinhard H., “Differences between Financial Systems in European Countries”; Consequences for EMU. Johann Wolfgang Goethe-Universität, Working Paper Series: Finance & Accounting, No.35, April 1999;
170. Social Capability and Long Term Economic Growth, B. Koo and D. Perkins, Ed. New York, NY: St. Martin's Press, 1995;
171. Solow R.M., “Contribution to the theory of economic Growth”; 1956;
172. Special Subject Training Course by MAI Consultants Ltd. for KNOW HOW FUND, Great Britain in 1997 years;
173. System of National Accounts 2008, New York, 2009, 722 p.;
174. The Global Competitiveness Report 2011-2012, World Economic Forum. Geneva, Switzerland 2011 p. 544;
175. The Global Competitiveness Report. World Economic Forum. Geneva, 1999, s.410;
176. Williams J.B., “The theory of investment value”; Cambridge, Mass., 1938;
177. World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. UNCTAD, 2008;

İnternet resurslar

178. <https://banker.az/>
179. UNCTAD, FDI/TNC database
180. www.azstat.org
181. www.cbar.az

182. www.erc-az.org
183. www.koshechkin.narod.ru
184. www.maliyye.gov.az
185. www.socar.gov.az
186. www.taxes.gov.az
187. www.tariffcouncil.gov.az
188. www.unctad.org/fdistatistics официальный сайт SEC // [Электронный ресурс] URL: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#.VIq6zXt5JD8>
189. Крупнейшие фондовые биржи мира // [Электронный ресурс] URL: <http://www.kursiv.kz/news/details/finansy/Krupnejshie-fondovye-birzhi-mira/>
190. Официальный сайт NASDAQ // [Электронный ресурс] URL: <http://nasdaq.com/>
191. Официальный сайт Токийской фондовой биржи // [Электронный ресурс] URL: <http://www.tse.or.jp/>
192. Официальный сайт Франкфуртской фондовой биржи // [Электронный ресурс] URL: // <http://stock-maks.com/frb>
193. Приток инвестиций: здравствуй и прощай // [Электронный ресурс] URL: <http://www.finmarket.ru/economics/article/3644717>