

Dr. Zahid Məmmədov

Məmmədov.Z.F., Hacıyev.R.S. «Xalq kapitalizminin formalaşmasında və inkişaf etməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu». Bakı, « » nəşriyyatı, 2006, 267 səh.

**XALQ KAPİTALİZMİNİN
FORMALAŞMASINDA VƏ İNKİŞAF
ETMƏSİNDƏ QİYMƏTLİ
KAĞIZLAR BAZARININ ROLU**

Monoqrafiyada finans iqtisadiyyatının tərkibinə daxil olan qurumlar, bazar və alətlərin məzmunu və xüsusiyyətləri və qarşılıqlı əlaqələri nəzəri cəhətdən təhlil edilmişdir. Finans bazarlarının beynəlxalq təcrübəsi də geniş araşdırılmış və bu bazarların xalq kapitalizminin formalaşmasında və inkişafındakı rolu barədə məlumat verilmişdir. Həmçinin finans bazarının komponentlərindən biri olaraq qəbul edilən qiymətli kağızlar bazarının ümumi xarakteristikası, peşəkar iştirakçıları və qiymətli kağızlar bazarının öyrənilməsində istifadə olunan nəzəriyyələr, qiymətli kağızlar bazarının investisiya potensialı və investisiya prosesinin təhlili ilə bağlı nəzəri və praktiki məsələlər də geniş formada açıqlanmış və şərh edilmişdir .

Monoqrafiyada həmçinin Azərbaycanda finans bazarlarının formalaşması və inkişafı məsələləri göstərilmişdir. Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının hüquqi çərçivəsi və xalq kapitalizminin formalaşması ilə bağlı məsələlər geniş təhlil edilmişdir.

Monoqrafiya modern finans elminə maraq göstərən geniş oxucu kütləsi üçün nəzərdə tutulmuşdur.

“ ” nəşriyyatı

Bakı - 2006

Rəyçi: *Respublika Alimlər və Mühəndislər Birliyinin
sədri Rəhim Hüseynov*

© “ ” nəşriyyatı, 2006.

GİRİŞ

Ölkəmizdə ən çox müzakirə edilən mövzulardan biri də kapital bazarının Azərbaycan iqtisadiyyatında rolu və yerinin təsbitidir. Məlum olduğu kimi sosializmin başlıca məqsədlərindən biri istehsal vasitələri üzrə mülkiyyətin gəlir və investisiya qərarlarının dövlətə aid olması və əldə edilən mənfəətin dövlət tərəfindən bölüşdürülməsini qəbul edir. Kapitalizm sistemində isə mülkiyyətin geniş xalq kütləsinə yayılmasını səhmdar şirkətlər və kapital bazarı yolu ilə həyata keçirilir.

Avropa modelinin qəbul edilməsinin əsası da orada tətbiq edilən xalq kapitalizmi təşkil edir.

Qərbi ölkələrində fəhlə fabrikdə işçi olsa belə müəyyən dərəcədə olsa da, o yeni zamanda bir kapitalistdir, çünki işçi işlədiyi fabrikin səhmdarıdır.

Xalq kapitalizmi modelində mülkiyyət çox sayda fərdlərə, yəni geniş xalq kütləsinə aid olduğu üçün buna xalq sektoru deyilməkdədir.

Kapitalizmin sosial və iqtisadi məqsədləri aşağıdakı kimi qeyd edilə bilər:

- xalqın yığımlarını kapitalla çevirmək;
- istehsal vasitələri mülkiyyətini geniş xalq kütləsinə yaymaq;
- xalqı iqtisadi qərarlarında söz sahibi etməklə yanaşı, demokratiyanın iqtisadi istiqamətini də tamamlamaq.

Xalq kapitalizmi modelinin inkişafı üçün başlıca şərtlər aşağıdakılardır:

- iqtisadiyyatda uzunmüddətli fondların yüksək paya sahib çatması;
- şirkətlərin uzunmüddətli fondlara tələbinin yüksək olması;
- etimad və güvən mühitinin yaradılması;
- açıq tipli səhmdar cəmiyyətlərin yayılması;
- xalqın gəlir səviyyəsinin yüksək olması;
- dövlətə təqdim edilən balans və gəlir cədvəllərinə mütəxəssis qurumların nəzarətinin şəffaflığı;

- investisiya bankları kimi finans qurumlarının varlığı;
- güvənli sistemə sahib fond birjası;
- səhmdarların hüquqlarının qorunma dərəcəsi;
- ölkədə siyasi və iqtisadi sabillik.

Azərbaycanda xalq kapitalizmi modelinin tətbiqi üçün lazımi işlər aparılır və ümid edirik ki, gələcəkdə əhalinin çeşidli adlarla keçirilən lotoreya oynamağa qarşı həvəsləri şirkətlərin səhmlərinə sahib olmağa yönəldəcəkdir.

KİV-də lotoreya uduş cədvəllərinin siyahısı ilə yanaşı şirkətlərin balans və gəlirlərinin təhlil edən analitiklərin yazıları geniş yer alacaq və insanların mülkiyyət sahibi və onların zənginləşməsinə yardımçı olacaqlar və bu məqsədlə demokratikləşmə, yəni iş yerlərinin və şərtlərinin insan səviyyəsinə uyğun qurulmasına nail olmaq, işçilərin haqq və hüquqlarının qorunmasını təmin etmək, geniş xalq kütləsinin şirkətlərin səhmlərinin alınması prosesinə qatılmasında tədrisi və maarifləndirmə metodlarından istifadəsini təmin etmək önəmlidir.

Monoqrafiya beş fəsildən ibarətdir.

Birinci fəsildə finans iqtisadiyyatının mahiyyəti, finans bazarının növləri, onlar arasındakı əlaqələr, kapital bazarının xüsusiyyətləri, strukturu və müxtəlif sektorlarla qarşılıqlı əlaqəsi və fond birjası haqqında geniş məlumat verilir.

İkinci fəsildə qiymətli kağızlar bazarının geniş təsnifatı, müxtəlif əlamətlərinə görə seqmentləşdirilməsi, dövlət tənzimlənməsi və qiymətli kağızlar bazarının geniş fəaliyyət mexanizmi təhlil edilmişdir. Həmçinin qiymətli kağızlar bazarının iştirakçıları haqqında geniş məlumat verilir.

Üçüncü fəsildə ipoteka krediti sistemi və bu sistemin qiymətli kağızlar bazarı ilə qarşılıqlı əlaqəsinin xarici təcrübəsi diqqətə çatdırılır. İpoteka kreditinin amerika və avropa modelləri geniş təhlil edilmişdir.

Dördüncü fəsildə yığım, investisiya əlaqəsi və qiymətli kağızlar bazarının investisiya prosesindəki rolu geniş təhlil edilir. Həmçinin investisiya prosesinin maliyyə təminatının xarici və daxili mənbələri haqqında geniş məlumat verilir. Qiymətli kağızlar bazarının investisiya imkanlarının fundamental və texniki təhlili aparılır.

Beşinci fəsildə Azərbaycanca finans sisteminin vəziyyəti və inkişaf perspektivləri, yeni maliyyə alətlərinin işləmə mexanizmi təhlil edilmiş və Azərbaycanda korporativ idarəetmə prinsipləri diqqətə çatdırılmışdır.

Kitabın bu səviyyəyə gəlməsində məsləhət və təkliflərini aldığımız Azərbaycan Respublikası Milli Məclisinin deputatı elm və təhsil daimi komissiyasının sədri, Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin rektoru professor, iqtisad elmləri doktoru Ş.H.Hacıyevə, rəyçi Respublika Alimlər və Mühəndislər Birliyinin sədri Rəhim Hüseynova və kitabın çap olunmasında göstərdiyi qayğıya görə Hacı Sabir Aslan oğlu Hacıyevə dərin təşəkkürümüzü bildiririk.

Dr. Zahid Fərrux oğlu Məmmədov
Türkiyə Cümhuriyyəti Marmara Universitetinin
bankçılıq elmləri üzrə doktoru

I bölmə. Finans bazarları: pul və kapital (sərmayə) bazarları

- 1.1. Finans iqtisadiyyatının mahiyyəti**
- 1.2. Finans bazarının növləri**
- 1.3. Pul bazarı ilə kapital bazarı arasındakı əlaqələr**
- 1.4. Beynəlxalq finans bazarlarının strukturu və çalışma mexanizmi**
- 1.5. Малиййя глобаллашмасы шяраитиндя малиййя базарынын фяалиййяти**
- 1.6. Kapital bazarı xüsusiyyətləri, növləri, funksiyaları**
- 1.7. Kapital bazarının strukturu**
- 1.8. Kapital bazarı və birja**
- 1.9. Fond birjası**
- 1.9. Bank sektoru ilə sərmayə bazarı arasındakı fərqli yönlərin təhlili**
- 1.10. Sərmayə bazarının sosial yönü və sərmayə bazarı ilə özəlləşdirmə arasındakı əlaqə**

1.1. Finans iqtisadiyyatının mahiyyəti

Yığım və investisiyanın müxtəlif şəxslər tərəfindən həyata keçiridiyi bir toplumda yığımların investisiyaya dönməsi, xaotik bir finans sisteminin varlığını meydana çıxarır. *Finans sistemi* - inkişaf etmiş iqtisadi sistemlərdə finans qurum və bazarlarının bir yerdə və bir-birinə təsir edərək, əməliyyatları gerçəkləşdirmək üzrə bir araya gəlmələri ilə təşkil olunan sistemdir.

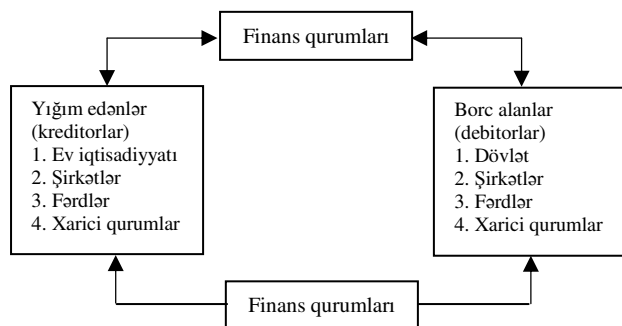
Finans sistemi - finans bazarlarında öz resurslarını finans qurumları vasitəsilə şirkətlərdən və fərdlərdən topladıqları əmanətlər (depozitlər) sistemə girməsi ilə meydana çıxır. Toplanmış vəsaitlər sonradan dövlət, şirkət və fərdlər arasında yenidən bölüşdürülür. Beləliklə, öz vəsaitlərini təklif edən əmanətçilər (kreditorlar) və bu vəsaitlərə ehtiyacı olanlar (borclular) kimi iki qrup yaranır (*sxem 1.1*).

Finans sisteminin ən vacib çalışma mexanizmi borcalma və borcvermə əməliyyatlarını asanlaşdırmaq və nizamlı bir şəkildə işləməsini təmin etməkdir.

İqtisadi sistemlərdə bəzi şəxslər məlum zaman kəsiyində əldə etdikləri gəlirlərinin bir hissəsini daimi yığma ayırmalar və yığımlarının qarşılığında müəyyən bir gəlir əldə etmək istəyirlər.

Sxem 1.1

Finans sistemində fond axını



Bəzi şəxslər isə əldə etdikləri gəlirlərdən daha çox xərcləməyə meyllidirlər. Finans sistemi - gəlirləri istehlak ehtiyacından yüksək olan şəxslərin fondlarının, xərclərinin altında gəlirə sahib olan şəxslərin əlinə keçməsinə yardımçı olur və bu fond alış-verişini mümkün hala gətirir.

Finans sisteminə - finans bazarları (pul və kapital bazarları), finans qurumları (banklar, sığorta şirkətləri, sosial müdafiə qurumları və s.) və finans alətləri daxildir. Finans bazarlarının qaynaqları şəxslərin və şirkətlərin yığdıqları əmanətlərin sistemə girməsi ilə meydana gəlir.

Finans sistemi - Finans sisteminin ən önəmli əməliyyatı borc alma və borc vermə işləmlərini asanlaşdırmaq və nizamlı bir şəkildə işləyişini saxlamaqdır. Finans bazarlarının qaynaqları şəxslərin və şirkətlərin yığdıqları əmanətlərin sistemə girməsi ilə meydana gəlir. Toplanmış vəsaitlər sonradan dövlət, şirkət və fiziki şəxslər arasında yenidən bölüşdürülür. Beləliklə də, öz vəsaitlərini təklif edən əmanətçilər (kreditorlar) və bu fondlara ehtiyacı olanlar (borclular) kimi iki qrup yaranır.

Finans vasitəçiləri - finans qurumlarına vasitəçi qurum deyilməsinin səbəbi fond transferini saxlamaq məqsədi ilə yığım sahibləri ilə borclular arasında tam bir axtarma vəzifəsi görməsindədir.

Bu qurumlar özləri əmanət qəbul edir və bu əmanəti kredit halında ehtiyacı olanlara verərək fond axtarma prosesini tamamlayırlar. Vasitəçilər əldə etdikləri fondların istifadəsinə görə müəyyən bir komissiyon ödəyirlər, özləri də əmanətləri kreditə çevirdiklərinə görə borclulardan bir komissiyon tələb edirlər. Bu ikisinin arasındakı fərq qurumun mənfəətini təşkil edir.

Finans qurumlarının işlərini qısaca da olsa açıqlayaq.

Risk paylaşımı - əgər bir yığım sahibi əlindəki bütün fondları digər bir şəxsə borc olaraq verib və borcunu geri ala bilməzsə, böyük bir zərərə uğrayar. Amma eyni şəxs tək bir şəxsə borc verərsə, yükləndiyi riskə qarşı çox böyük gəlir əldə edərək borclanmanın qiymətini çox yüksəldə bilər.

Amma eyni şəxs minlərcə şəxsə borc verərsə və bunlardan sadəcə bir neçəsi geri dönməzsə, qurumun fəaliyyətinə çox da ciddi təsir göstərməz.

Buna görə də finans vasitəsi qurumları riski düşünmək məqsədi ilə toplanan finans ehtiyatlarını diversifikasiya edirlər. Riski düşürməklə fondlar daha ucuz mənbə axtararaq sistemin az xərclərlə və daha verimli çalışmasına səbəb olurlar.

İxtisaslaşma: bir şəxsin digər bir şəxsə kredit verməsi halında o şəxsin maliyyə durumunu yaxşı dəyərləndirə bilməsi - kreditin geri dönüb-dönməyəcəyi mövzusunda sağlam qərarlar verə bilməsi üçün təminatlara nəzər yetirməsi çox vacibdir. Finans qurumları bu bilgilərlə silahlanmış mütəxəssislər çalışdıraraq düzgün kredit qərarları verirlər və bu şəkildə fondların geri dönməmə riskini ən aşağı səviyyəyə endirərək fond axtarma xərclərini düşürürlər. Bu da kreditlərin optimal paylanmasını şərtləndirir.

Fondların bölüşdürülmə prosesi - yığımlar nə qədər gəlirli sahələrə qoyularsa, bu ölkənin iqtisadi artım səviyyəsi də o qədər yüksəlir. Ümumiyyətlə, iqtisadi artım ilə birlikdə inkişaf etmiş finans sisteminin ehtiyacı da artmaqdadır. İqtisadiyyatın inkişafı güclü finans sisteminin varlığına bağlıdır.

Finans sisteminin inkişafı ilə iqtisadi artım bir-birlərini tamamlayır və bir-birlərinin inkişafına kömək edirlər.

Kommersiya bankları - finans sisteminin ən önəmli və ən böyük qurumlarından. "Kommersiya bankı" adı bankların ticarətlə yaxından əlaqədar olmasını xəbər verir. Kommersiya bankları qurulduqları ilk günlərdən bəri şirkətlərə kredit vermə əməliyyatını həyata keçirirlər. Son illərdə kredit verilən qrupların sırası genişlənsə də, bu bankların təməl kreditləndirdikləri qruplar hələ də şirkətlərdir.

Bütün kommersiya banklarının başlıca iki funksiyası vardır: borc almaq və borc vermək. Borc almaq çox zaman əmanət şəklində, borc vermək isə kredit şəklində ortaya çıxır. Kommersiya banklarının bank sistemi içərisində ən önəmli fəaliyyətlərindən biri də bank pulunu yarada bilməsidir. Bank pulu banka qoyulan əmanətin məcburi ehtiyat normalarına ayrılan miqdarı çıxıldıqdan sonra, təkrar kredit olaraq verilməsi nəticəsində yaranır. Bank pulu çek sisteminin tətbiq edildiyi ölkələrdə böyük rol oynayır. Azərbaycanda çeklə ödəmələr inkişaf etməmişdir. Bunun bəzi tarixi və sosioloji səbəbləri vardır. Xalq ödəmə məqsədi ilə tutduğu pulu banka qoymağa alışmamışdır. Bundan başqa bank menecmentinin zəifliyi və onlara qarşı inamın yoxluğu, banklarda etibar səviyyəsinin azlığı kimi fikirləri də söyləmək mümkündür.

Aqrar banklar - kənd təsərrüfatı sahəsi fəaliyyətinin digər ticarət və sənaye sahələrinin fəaliyyətindən fərqli olmasına görə dünya ölkələrinin çoxunda aqrar iqtisadiyyatına yönəlik dövlət tərəfindən qurulan banklardır.

Məsələn, Türkiyə bank sistemi içində aktiv böyüklüyünə görə ən böyük bank kənd təsərrüfatı iqtisadiyyatının kreditləşdirilməsi mövzusunda ixtisaslaşan "Ziraat Bankı"dır (ümumi bank aktivləri içində payı 25%).

Xalq bankları iri və orta ölçülü şirkətlərin uzunmüddətli kreditə olan ehtiyacını qarşılamaq üzrə qurulan banklardır.

İnvestisiya bankları kapital bazarının daha çox inkişaf etdiyi ölkələrdə xalqın qısa və uzun bir müddət üçün istifadə etmədiyi əmanətləri ilə şirkətlərin və dövlətin uzunmüddətli kreditə olan ehtiyaclarının qarşılanmasında vasitəçi olurlar.

İlk investisiya bankı 1852-ci ildə Fransada (Kredit Mobilier) qurulduqdan sonra Avropa ölkələrinin çoxunda bu tipli banklar yara-

dılmağa başlandı. İnvestisiya banklarının funksiyaları aşağıdakılardır:

İnvestisiya bankları şirkətlər tərəfindən ixrac edilmiş qiymətli kağızların bir hissəsinin satılmaması halında özü satın almanı qəbul edə bilər. Buna əməliyyatın öhdəliyinin satışı (stand by under Writing) deyilir. Bank bu qarantıyla bir növ şirkətin ixrac edəcəyi qiymətli kağızları sığorta etdirir.

Bu əməliyyatdan bank iki şəkildə gəlir əldə edir. İlk olaraq, satışında vasitəçilik etdiyi qiymətli kağızlar üzrə müəyyən bir komisiyon alır.

İkinci olaraq da qaranti komisiyonu alır. Bu qaranti komisiyonu (satışını) qaranti etdiyi sənədlərin dəyəri üzərində alınır.

İnvestisiya bankları aşağıdakı vəzifələri də yerinə yetirir:

- müşavirəçilik;
- investor və əmanətçi arasında xəbərləşməni saxlamaq;
- şirkətlər arasında birləşmə əməliyyatları mövzusunda təkliflərdə bulunmaq;

- şirkətlərin xalqa açılmasını stimullaşdırmaq.

İnkişaf bankları daha çox sərmayə bazarının inkişaf etmədiyi və ya sərmayənin qıt olduğu ölkələrdə ortaya çıxmışdır. İnkişaf banklarının vəzifələri isə aşağıdakılardır:

- investisiya layihələri hazırlamaq və investisiyanı stimullaşdırmaq məqsədi ilə kredit vermədə yardımlar;

- banklar bəzi durumlarda şirkətlərin səhmlərini alaraq investisiyada iştirak edirlər;

- inkişaf bankları uyğunlaşdığı iqtisadi siyasətə tərs düşməmək şərti ilə xarici sərmayənin investisiya sahələrinə yönəlməsinə vasitəçilik edirlər.

Sosial güvənlik qurumları - sərmayə bazarının ən önəmli qurumlarından biridir. Bu qurumlar üzvlərindən topladıqları fondlarla aksiya, istiqrazlar satın alaraq bu fondları verimli bir şəkildə istifadə etməklə üzvlərinə xidmət edirlər.

Sığorta şirkətləri - sığorta şirkətləri əllərində toplanan fondları qiymətli kağız alımı formasında fond bazarlarına daxil edərək fond axtarma vəzifələrini həyata keçirirlər.

Qiymətli kağız investisiya şirkətləri və investisiya fondları - bu fondlar bir çox yatırımcıların yığımlarının fondlarını bir araya

gətirərək sərmayə bazarı və pul bazarı alətlərindən portfel təşkil edir və bu portfəllərin gəlirlərini yatırımlara dağıdır. Əmanətçilər fond idarəçilərinə etibar edərək bu fondlara öz pullarını əmanət edirlər.

Finans bazarları - Fond axtarma prosesinin gerçəkləşdiyi bazarlara finans bazarları adı verilir. Bu bazarlar axtarılan fondun müddətinə görə də adlandırılır. Ən çox bir il olaraq tamamlanan qısamüddətli fondların alınıb - satıldığı bazarlara pul bazarları, bir ildən uzunmüddətli fondların axtarıldığı bazarlara isə sərmayə bazarları adı verilir. Banklar pul bazarlarının ən önəmli qurumlarıdır. Kommersiya banklarının mənbələrini təşkil edən əmanətlər qısamüddətli olduğu üçün bankların satdıqları fondlar da (kreditlər) qısamüddətli olmaqdadır. Pul bazarı alətləri sırasına hökumətlərin ixrac etdiyi xəzinə bonoları, dövlət istiqrazları, özəl sektor qurumlarının ixrac etdiyi xəzinə bonoları, dövlət istiqrazları, özəl sektor qurumlarının ixrac etdiyi finansman fondları, bankların ixrac etdiyi depozit sertifikatları, repo anlaşmaları daxil edilə bilər.

Uzunmüddətli fond ehtiyaclarının qarşılaşdığı sərmayə bazarlarının ən təməl iki aləti isə istiqrazlar və aksiya sənədləridir.

Şirkətlər finans bazarından 2 şəkildə qaynaq əldə etmək imkânına malikdirlər. Ən çox istifadə olunan metod borc aləti (bono kimi) ixrac etməkdir. Bu alətlə firma borc alətini (bonoyu) alan quruma, məlum bir ödəmə zamanında (müddət sonunda) məlum bir gəlir ilə birlikdə əsas pulu ödəməyi öhdəlik edir.

Borcun müddət sonu bir ildən az isə "qısamüddətli", bir illə on il arasında ödəmə tarixi olan bonolara - "orta müddətli", müddəti on ildən daha uzunmüddətli qiymətli kağızlara isə "uzunmüddətli" bonolar qoyulur.

Şirkətlərin cəlb edə biləcəkləri başqa bir maliyyə mənbə aləti səhmlərdir. Səhm olan qurum və ya fərd, səhmi çıxaran şirkətə ortaqlıq olmaqdadır. Şirkət il sonunda mənfəət əldə etməsi halında səhmdarlara "dividend" verir.

Səhmləri bono və ya istiqrazdan ayıran ən önəmli xüsusiyyətlər: səhmlərin müddətinin olmaması və ya müəyyən edilmiş olan bir gəlir nisbətinə sahib olmamasıdır. Müddətindən asılı olaraq maliyyə bazarları pul bazarı və sərmayə bazarı kimi iki yerə bölünür:

1) **Pul bazarı** - qısa fond təklifləri ilə qısa müddətə olan fond tələblərinin qarşılaşdığı bir bazardır. Ümumiyyətlə, qısamüddətli fondlar hüquqi və fiziki şəxslərin dövriyyə vasitələrinə olan ehtiyacları üçün tələb olunur.

2) **Sərmayə bazarı** - uzunmüddətli fond təklifləri ilə uzun müddətə olan fond tələblərinin qarşılaşdığı bir bazardır. Burada uzunmüddətli fondlar satılır və alınır. Uzunmüddətli fondlar sonradan hüquqi şəxslərin amortizasiya ayırmaları və mənfəətləri hesabına ödənilir.

Finans alətləri finans bazarında alqı-satqı obyektidir. Başqa sözlə, pul vəsaiti maliyyə alətləri vasitəsilə yığım sahiblərindən investora ötürülür. Finans qurumları isə bu prosesin vasitəçiləridir. Onlar pul sahiblərindən pulu cəlb edir və layihəçiyə ötürür. Başqa sözlə desək, finans qurumları finans bazarının iştirakçılarıdır. Finans bazarı pul artığı olanlarla pula ehtiyacı olanlar arasında finans alətləri vasitəsi və finans qurumlarının iştirakı ilə əlaqə yaradan orqanizmdir.

Finans alətlərinin alqı-satqısı zamanı bağlanan müqavilənin xarakterinə görə finans bazarını spot və forvard bazarına bölmək olar. Spot bazarında maliyyə alətlərinin alqı-satqısı dərhal həyata keçirilir və ödənişlə qiymətli kağız sahibinin sərəncamına keçməsi eyni anda baş verir. Forvard bazarı isə əvvəlcədən razılaşdırılmış qiymətlə maliyyə alətlərinin müəyyən müddətdən sonra alınib-satılmasını nəzərdə tutur. Bu bazarın alətlərinə törəmə qiymətli kağız da deyilir. Törəmə qiymətli kağızlara opsiya, varrant və fyuçerslər aiddir. Spot bazarında risk forvard bazarına nisbətən aşağıdır. Forvard bazarında tərəflər birja kurslarının dəyişməsi, inflyasiya, faiz stavkalarında təəddüdlər və s. ilə bağlı olaraq maliyyə itkiləri ilə üzləşə bilərlər. Bu bazarda qiymətli kağızlar spot bazarına nisbətən daha yüksək qiymətə satılır.

Finans alətlərinin elementlərinə görə də finans bazarını dövlət qiymətli kağızları və korporativ qiymətli kağızlar bazarı kimi təsnifləşdirə bilərik. Dövlətin finans bazarında emitent kimi çıxış etməsi büdcə kəsirinin borclanma yolu ilə örtülməsi ilə bağlıdır. Korporativ maliyyə alətləri isə real iqtisadiyyatın özəl qurumlarının maliyyə ehtiyaclarının ödənilməsinə xidmət edir. Dövlət borc sənədlərinin finans bazarında ağırlığının artması özəl qurumların

sərəncamlarına gələn maliyyə axınlarının məhdudlaşmasına gətirib çıxarır. Bu tendensiya ölkə iqtisadiyyatında investisiyaların azalmasına, nəticə etibarilə iqtisadi artım tempinin aşağı düşməsinə (crowding təsiri) gətirib çıxarır.

Dolayı maliyyə vəsaitləri şəraitində əmanətçilər öz vəsaitlərini müəyyən müddət və faiz ödənilməsi şərti ilə finans institutlarına verirlər. Sonradan kreditə ehtiyacı olan şirkət və fərdlərin bu ehtiyacları finans qurumları tərəfindən təmin edilir. Göründüyü kimi, finans bazarında borc verənlərlə borc alanlar arasındakı qarşılıqlı münasibətləri finans sistemi tənzim edir.

Lakin, bu zaman fondların axını göstərilən iqtisadi subyektlərin bilavasitə görüşməsi nəticəsində deyil, vasitəçi qurumların yardımı ilə baş verir. Təbii ki, əgər finans sistemi olmasa idi, borc vermək istəyənlərlə, borc almaq istəyənlər bir-birini tapmayacaq, nəticədə dolayı pul münasibətləri də qurulmayacaqdır.

Birbaşa maliyyə vəsaitləri şəklində borc almaq istəyində olanlar finans bazarında doğrudan borc verənlərə qiymətli kağız sataraq fond təmin edirlər. Bu durumda borc alan iqtisadi vahidlər borclarını gələcəkdə əldə etdikləri gəlirlərdən ödəmək öhdəliyini öz üzərinə götürür.

Finans sisteminə daxil olan qurumları aşağıdakı şəkildə təsnifləşdirmək mümkündür.

ABŞ-ın və Türkiyənin finans sisteminə daxil olan finans qurumları aşağıdakı şəkildə təsnifləşdirilmişdir.

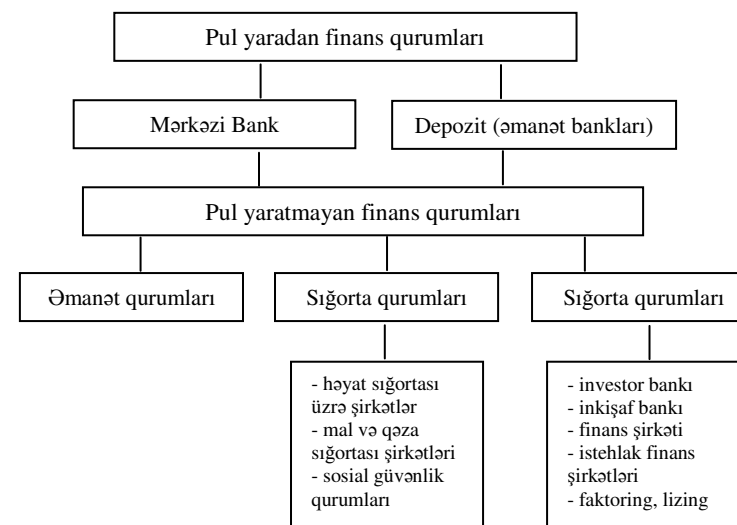
Cədvəl 1.1

Finans qurumları	Məcmu aktivləri içində payları	
	ABŞ	Türkiyə
kommersiya bankları	29,4	55.0
əmanət kredit qurumları	7.9	5.0
əmanət bankları	2.1	-
kredit birlikləri	2.0	-
sığorta şirkətləri	17.7	1
pensiya fondları	19.6	5
digər finans qurumları:	21.3	7.8
investor şirkətləri	6.8	5.0
qarşılıqlı fondlar	7.2	-
pul bazarının fondları	4.6	-
broker və diler şirkəti	2.7	2.8

Mənbə: Z.Məmmədov, Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları

Sxem 1.2

Finans sisteminə daxil olan qurumlar



Cədvəl 1.1-dən göründüyü kimi, Türkiyədə kommersiya banklarının ümumi finans qurumlarının aktivləri içində payı 55% ikən bu nisbət ABŞ-da 29.4% təşkil etmişdir. ABŞ isə kapital bazarında yer alan finans qurumlarının ümumi aktivlər içində payları - 25%-dən yuxarıdır.

Yəni Azərbaycanda sərmayə bazarlarının inkişaf etməməsi nəticəsində iqtisadi subyektlər bu bazarların resurslarından faydalana bilmirlər. Bu problemin həlli, yığımların səviyyəsinin artırılmasından, qiymətli kağızlar bazarını inkişaf etdirməli olan finans qurumlarının fəaliyyətindən bilavasitə asılıdır.

Finans sistemində, finans qurumlarının təklif etdikləri xidmətlərin bağlı olduğu sektorun içində məşğul olduğu sahəyə görə təsnifləşdirmək məqsəduyğundur. Buna görə, finansal qurumların fəaliyyətdə olduqları bazarlar diqqətə alınaraq iki qrup altında toplanır.

Pul bazarı qurumları - bankçılıq və qeyri-bankçılıq sektoru olmaqla iki yerə ayrılır.

Bankçılıq kəsimi, Mərkəz Bankı və digər bank növlərindən, qeyri-bank finans kəsimi isə - lizinq, faktoring şirkətləri, forfaitinq və sığorta qurumlarından təşkil olunur.

Bankçılıq sektoru aşağı risk və orta səviyyəli faiz meyindədir.

Kapital bazarında isə riskli yüksək gəlir alınır, yüksək gəlirli şirkətlər kapital cəlb edərkən aşağı gəlirli şirkətlər bacarıqsız olur. Kapital bazarı qurumlarına - investisiya fondları və bankları, investisiya danışan şirkətləri, portfel menecmentliyi və finans şirkətləri aiddir.

Finans sisteminin strukturuna təsir edən başlıca amillər:

- qurumların sayı və ölçüləri;
- təklif edilən xidmətlərin xüsusiyyəti;
- sektora giriş və çıxış şərtləri (mobilitə);
- istehsal, marketinq və istehlak proseslərinin xüsusiyyətləri (şəffaflıq);
- texnoloji dəyişikliklər;
- qanun dəyişiklikləri;
- müştəri seçimləri;
- faiz nisbəti;
- globallaşma və qiymətli kağızların geniş istifadəsi.

Qısaca ifadə etsək, iqtisadi sistem daxilində fond təklif və tələb edənlər arasında fond axınını tənzimləyən finans qurumları və bu axını gerçəkləşdirən alətlər ilə bütün bu sistemə strukturunu nizamlayan hüquqi və idari qaydalar bütün finans sisteminin əsasını təşkil edir.

Finans xidmətlər iqtisadiyyatında finans qurumlarının bəziləri həm pul bazarında, həm də kapital bazarında xidmət təklif edirlər. Bu səbəbdən də, finans xidmət iqtisadiyyatının (qurum, bazar və alətləri) necə bir səviyyədə olacağı iqtisadiyyatın strukturunu və yenidən qurulmasından asılıdır.

1.2. Finans bazarının növləri

Finans bazarı beş həlqədən təşkil edilir:

1. Yığım sahibləri (fond təklif edənlər)
2. İnvestorlar (fond tələb edənlər)
3. Finansman alətləri
4. Yardımçı qurumlar
5. Hüquqi və idari nizamlayıcı qurumlar.

Finans bazarlarında yer alan fərdlərin və ya şirkətlərin verəcəkləri investisiya qərarlarında finansal alətlər böyük önəmə malikdirlər. Finans alətlərinin çeşidli və çox saylı olması, investitorlara alternativ investisiya imkanları saxlayır. Yığımlardan təşkil edilən fondların finans kəsiri olan investitorlara təklif edilməsi finans bazarlarının mövcud olmasının başlıca səbəbidir.

Finans bazarı. Fond təklif və tələbi arasındakı axınları nizamlayan qurumlar, axını saxlayan maliyyə alətləri və bunları nizamlayan hüquqi və idari qaydaların mövcud olduğu və finans alətlərinin doğrudan və ya dolaylı olaraq, fond transfer əməliyyatlarının gerçəkləşdiyi bazarlara "Finans bazarları" adı verilmişdir.

Ümumiyyətlə, iqtisadçı alimlərin finans bazarı anlayışına münasibəti birmənalı deyildir. Məsələn, Amerika iqtisadçı-professoru Frenk Fabocci finans bazarına aşağıdakı kimi tərif vermişdir:

"Finans bazarı - finans aktivlərinin yaranması və mübadiləsi mexanizminə şərait yaradır". Frenk Fabocci finans bazarının iki bölmədən təşkil olunduğunu qeyd edir: - "pul bazarı və kapital bazarı".¹

Rus iqtisadçısı Belabanov finans bazarının tərkibini: I və II bazar olmaqla iki hissəyə bölür. Ona görə də finans bazarı finans aktivlərinin alıcı və satıcı arasında reallaşdırılma sferasıdır".²

Luşin isə finans bazarın tərkibinə kredit bazarını, sığorta bazarını, qiymətli kağızlar bazarını və valyuta bazarını daxil edir.³

Prof. S.Məmmədov yazır: maliyyə bazarı milli iqtisadiyyatın yalnız maliyyələşdirmə aspektini deyil, həmçinin kredit və borc

¹ Френк Дж. Фабоччи. Управление инвестициями. Москва 2000. с. 15-16

² Белабанов. Финансы. Питер 2000.

³ Лушин Финансы. Москва 2001.

münasibətlərini əhatə edir. Bu prinsipi nəzərə alaraq maliyyə bazarını üç sərbəst bölməyə ayırmaq olar:

Borc və ya kredit bazarı. Valyuta bazarı və qiymətli kağızlar bazarı.⁴ Maliyyə bazarları öz strukturuna görə bir-birilə qarşılıqlı surətdə əlaqədar olan və bir-birini tamamlayan üç bazardan ibarətdir:

- dövriyyədə olan nağd pul bazarı və onların funksiyasını yerinə yetirən qısamüddətli tədiyə vasitələri bazarı (veksellər, çeklər və s.)

- ssuda kapitalı bazarı - yəni bank kreditləri;

- qiymətli kağızlar bazarı.⁵

Professor R.Cəbiyev isə maliyyə bazarına pul, kredit və qiymətli kağızlar bazarını aid edir.⁶

Lakin finans bazarını açıqlamadan öncə, onu təsnifləndirmək daha məqsədəuyğun olardı. Bunun üçün əvvəlcə finans bazarlarını təşkilatlanmış və təşkilatlanmamış bazarlara bölmək zəruridir.

Təşkilatlanmış finans bazarında hüquqi və idari qaydalar təsbit edilən, fiziki və rəsmi olaraq müəyyən bir məkanda qərarlaşan, əlaqəli qurum və quruluşlar tərəfindən nəzarət və təftişi həyata keçirilir.

Azərbaycanda quruluş və fəaliyyəti qanunla nizamlanmış olan Bakı Fond Birjası təşkilatlanmış bazarlara ən yaxşı nüsxələrdən biridir. Təşkilatlanmamış finans bazarları isə hüquqi və idari qaydaları olmayan, fiziki və rəsmi bir məkana sahib olmayan, təşkilatlanmış bazarların xaricində alqı-satqı işləmələrinə davam edən, əlaqəli qurum və quruluşların nəzarət və təftişindən uzaq (yəni ingiliscə buna "Over - The Counter (OTC) Markets) olan finans bazarıdır.

Daha sonra finans bazarlarını fondların müddətinə görə pul bazarı və kapital bazarı olaraq təsnifləşdirməyimiz mümkündür.

Qısamüddətli fond təklif və tələbinin bir araya gəldiyi bazarlara "pul bazarları" (money markets) deyilir. Diqqət edilməsi lazım gələn ən önəmli nöqtə, bu bazarın qısamüddətli fondlardan təşkil edilməsidir. Burada göstərilən müddət, prinsipicə, bir ildən yuxarı ola bilməz.

Bu bazarda əldə edilən fondlar şirkətlərin maliyyələşməsində istifadə edilir.

Bu bazarda şirkətlərin gerçəkləşdirilməsində istifadə edilən alətlər isə ticari sənədlər və əmanətlərdir. Pul bazarında gerçəkləşdirilən əməliyyatlarda müddət qısa, risk və faiz nisbətləri aşağıdır. Orta və uzun müddətli fond təklif və tələbinin bir araya gəldiyi bazara "kapital bazarları" adı verilir. Kapital bazarını pul bazarından ayıran ən əsas xüsusiyyət - orta və uzunmüddətli (bir ildən çox olmaq şərti ilə, fondlardan meydana gəlməsi və bu fondların şirkətlərin durum varlıqlarının digər bir ifadə ilə sabit sərmayə ehtiyaclarının qarşılanması istiqadındadır.

Qaynaqlar pul bazarlarındakı kimi yığılma olub, alətləri isə aksiya və istiqraz kimi qiymətli kağızlardır. Bu bazardakı əməliyyatlarda müddət uzun, risk və faiz nisbətləri isə aşağıdır. Pul bazarları ilə sərmayə bazarları bir-biri ilə çox yaxın əlaqəlidir, belə ki, faiz nisbətlərində meydana gələ biləcək artım və ya azalışlar, pul və sərmayə bazarlarındakı hərəkətlərin birindən digərinə doğru axımına təsir edir.

Faiz nisbətləri iki bazar arasındakı fond axınını nizamlayır, yəni nizamlayıcı dayanıqlı vəziyyət alır. Fond təklif edənlər (surplus units) öz investisiya siyasətini və əldə etməyi gözlədikləri qazancılara əsaslanaraq fondları bazarların birinə və ya hər ikisinə də istiqamətləndirə bilirlər. Fond tələb edənlər (Degist units) isə istədikləri fondun çeşidinə bağlı olaraq hər iki bazarı da saxlaya bilirlər. Bəzi vasitəçi qurumlar pul və ya kapital bazarlarında əməliyyat həyata keçirirlər. Hər iki bazar arasındakı cari faiz nisbətlərində dəyişiklik olmaqla yanaşı, həm də aralarında çox yaxın bir əlaqə mövcuddur. Fondlar aşağı faiz nisbətlərindən yüksək olana doğru tendensiya göstərir. Pul bazarında meydana gələn dəyişmə sərmayə bazarları üzərində təsirini göstərir.

Kapital bazarları içində də təşkilatlanmış və təşkilatlanmamış kapital bazarları olaraq bir fərqlənmə mümkündür. Təşkilatlanmış kapital bazarları, məsələn, İstanbul və ya Moskva Fond Birjasında əməliyyat görən "aksiya bazarı" və "istiqraz və bono" bazarıdır.

Kredit təklif və tələbi pul bazarlarından kapital bazarlarına və ya kapital bazarlarından pul bazarlarına doğru asanca axa biləcək xüsusiyyətdə olduğundan ikili xarakterə malikdir.

⁴ Лушин Финансы. Москва 2001.

⁵ Колесников, Трокановский. Ценные бумаги. Москва 1998. С.70.

⁶ Rauf Cəbiyev. Bazar infrastrukturunun formalaşması. Bakı 2000. s.70.

Faiz nisbətləri isə bu iki bazar arasındakı fond axınında nizamlayıcı bir rol oynayır. Bu bazarlarda fond təklif edənlər investisiya siyasətləri və gözlədikləri gəlirlər istiqamətində fondları bir bazardan digər bazara və ya birdən çox bazarlara doğru yönəldə bilir. Fond tələb edənlər isə ehtiyac duyduqları kreditin növünə görə bir bazardan və ya birdən çox bazardan borclana bilir.

Bəzi vasitəçi qurumlar, xüsusilə banklar pul və kapital bazarlarına aid əməliyyatları gerçəkləşdirməklə hər iki bazarda da çalışma yetkisinə malikdir.

Finans bazarlarında fondlar aşağı faiz nisbətlərindən yüksək nisbətlili olanlara doğru hərəkət edir. Məsələn, pul bazarlarında görülən faiz nisbətindəki artımlar sərmayə bazarlarına mənfi təsir göstərməklə fondların sərmayə bazarlarından pul bazarlarına doğru axınına səbəb olur.

Əməliyyatlarına görə finans bazarları:

I və II bazarlar adlandırılır. Finans bazarlarında əməliyyat görən finans alətləri, bazarlara ilk dəfə girilməsinə görə, I və II bazarlar olaraq iki qrupa ayrılır, Finans bazarlarına ilk dəfə çıxardılan aksiya və istiqraz kimi qiymətli kağızları ixrac edən şirkətlər ilə əmanət sahiblərinin doğrudan doğruya qarşılaşdıqları bazarlara "I bazarlar" (primary markets) deyilir.

I bazarlar kapital bazarları məntiqi ilə uzunmüddətli fondların əmanət sahiblərindən şirkətlərə hərəkət etməsini saxlar və gerçəkləşdirilən istiqraz və aksiya sənədləri satışları ilə şirkətlərə yeni sərmayə yaradar.

I bazarlara daha öncə təklif edilmiş və dövriyyədə olan uzunmüddətli qiymətli kağızların alınıb satıldığı, aksiyalarda heç bir zaman, istiqraz müddəti gəldiyində, bu qiymətli kağızları ixrac edən zaman quruma baş vura bildikləri bazarlara "II bazarlar" (secondary markets) deyilir. II bazarlar qiymətli kağızların pula dönmə sürətini artıraraq, I bazara tələb yaradır və inkişafa yardımçı olur. Ayrıca, bu bazarda gerçəkləşdirilən fəaliyyətlərin şirkətlər ilə heç bir əlaqəsi yoxdur.

Yerli və regional bazarlar. Bazarları ölkə içindəki yayılmasına görə yerli və regional olaraq iki qrupa ayıra bilərik.

Finansal alətlərin ölkə daxilindəki alqı-satqı işləmlərinin gerçəkləşdirildiyi bazarlara "yerli bazarlar" (national markets) adı

verilir. Yerli bazarlar, sərmayənin tabana yayılmasına, əmanətlərin aktiv hala gətirilməsinə vasitəçi olmaqda, eyni zamanda alternativ finansman yönətmələri arasında ən ucuz qaynaq nitliyində olan fondlar ilə şirkətlərə yeni investisiyalara girmə, qısamüddətli fondları uzunmüddətli fondlar halına gətirə bilmə imkanı saxlamaqda, gərək ölkə içində, gərəkse xarici şirkətlərin tanınmasına imkan saxlamaqdadır. Ayrıca, bu bazarlar şirkətlərə aid aksiyaların təşkilatlanmış bir bazarda, arzu edilən zamanda, təklif və tələbə görə təşkil edilən qiymətlərlə alınıb-satılma imkanı verir.

Bir bölgənin sərhədləri içində alqı-satqı işləmlərinə davam edən bazarlara isə - "regional bazarlar" (lokal markets) deyilir.

Finans alətlərinin istifadəsinə görə finans bazarları:

Aksiyalar və istiqraz-bono bazarları. Finans alətlərə görə bazarları aksiya bazarları və istiqraz-bono və ya istiqraz törəmələri olaraq iki qrupa ayıra bilərik. Sadəcə aksiyalar və törəmələrinin alqı-satqı işləmlərinin gerçəkləşdiyi bazarlara "Aksiya bazarları" (stock markets) adı verilmişdir.

Birja üzv üçün vasitəçi qurumlar arasında qiymətli kağız hərəkətini stimullaşdırıcı və investisiyaların aksiya sənədi xaricindəki istiqraz, bono və törəmələri alqı-satqı işləmlərinin gerçəkləşdiyi bazarlara "istiqraz-bono bazarları" adı verilir.

1.3. Pul bazarı ilə kapital bazarı arasındakı əlaqələr

Pul bazarında qaynaqlar müddətli və müddətsiz əmanət, kapital bazarlarında isə davamlılıq təklif edilən yığımlardır.

Pul bazarının başlıca xüsusiyyəti bu bazarların qısamüddətli fondlardan təşkil olunmasıdır. Pul bazarının alətləri ticari sənədlərdən, qaynaqları isə çeşidli əmanətlərdən təşkil edilir.

Pul bazarında saxlanan fondlar kreditlərdir və bu kreditlər daha çox şirkətlərin dövriyyə vəsaitlərinin finansmanı üçün istifadə edilir.

Pul bazarı ilə kapital bazarı arasındakı fərqli yönələrə baxmayaraq, bu iki bazar bir-biri ilə yaxın əlaqəlidir. Aralarındakı əlaqələri aşağıdakı kimi sıralaya bilərik:

1. Fond təklif edənlər bunlardan birinə və ya digərinə gedə bilərlər. Fond təklif edənlərin hansı bazara gedəcəyi, bunların investisiya və mövcud gəlir əldə etmə imkanları ilə bağlıdır;

2. Eyni şəkildə fondları istifadə edənlər, bunları iki bazarın hər hansı birində saxlaya bilirlər;

3. Fondlar, iki bazar arasında gedib gələ bilər. Məsələn, Dövlət, müddəti başa çatan qısamüddətli borclarını uzunmüddətli borclarla (istiqrazlarla) dəyişdirə bilər. Və ya hər hansı bir bank müddəti başa çatan istiqraz gəlirini bir şirkətə qısamüddətli borc vermək surəti ilə istifadə edə bilər;

4. Bəzi qurumlar hər iki bazara xidmət göstərə bilirlər. Məsələn, qısamüddətli dövlət borclarını alıb-satan agentlər, uzunmüddətli istiqrazları da ala bilər. Kommersiya bankları həm ortamüddətli, həm də qısamüddətli kredit verə bilər;

5. Qısa və uzunmüddətli bazarların gəlirləri bir-biriylə əlaqəlidir. Örnəyin kredit sıxıntısı dolayısı ilə qısamüddətli fondların gəliri artınca uzunmüddətliyə də artar. Hər nə qədər qısa və uzunmüddətli bazarlar arasında arbitraj qurmaq surəti ilə bir əlaqə qurulsun da, pul bazarı uzunmüddətli bazarlara nisbətən daha həssasdır. Ayrıca pul bazarlarındakı kağızlar pula çox yaxındır, riskləri azdır. Finans bazarlarını çeşidliyinə görə qruplaşdırmaq mümkündür:

1) Bu bazardan faydalananlar baxımından:

- iqtisadi cəhətdən inkişaf etmiş ölkələrdə fond tələb etmək üzrə şəxslər, şirkətlər, mərkəzi hökumət, bələdiyyə idarələri, xarici sərmayədarlar kimi 5 çeşid yatırımcı (investor yəni fondan istifadə edən şəxslər) gəlir.

- şirkətlər kapital bazarına istiqraz və şirkətin səhmlərini satmaq üçün gəlirlər. Sərmayə bazarlarında ilk və ya ikinci əl kapital alqı satqıları ola bilər. Ümumiyyətlə, şirkət ortamüddətli kreditlərini bank və sığorta şirkətlərindən alır.

- dövlət borcları arasında orta və uzunmüddətli xəzinə istiqrazları (borcalan) xüsusən önəmlidir. Bunlar açıq bazarda satılır.

- inkişaf etmiş ölkələrdə və xüsusən də Amerika bazarlarında xarici məmləkətlərin finansmanı II Dünya müharibəsindən sonra çox inkişaf etmişdir. Bu bazarlar aksiya, istiqraz bazarı ilə qarışmışdır.

- bütün bu bazarların özünəməxsus xüsusiyyətləri vardır, lakin hamısı bir-biri ilə bağlıdır və bir-birini tamamlayırlar.

2) Alətin tipi: borc verən və ya özsərmayə, məsələn, istiqraz və aksiya;

3) Alətin müddəti: bir ilədək aşağı müddətli, 5-10 ilədək ortamüddətli və daha uzunmüddətli alətlər.

4) Mərkəzləşmə dərəcəsi: bəzi bazarlar regional, bəzi bazarlar ölkə əhəmiyyətlidir. Buraya ölkənin hər yerindən təklif və tələb gələ bilər.

5) Direkt və açıq bazarlar. Məsələn, bir əmanət və kredit bankı bəzi əmanətçilərin fondlarını əmlak finansmanı üçün borc verirsə, vasitəçi ilə borc alan arasındakı əlaqə birbaşadır. Şirkətlər və ya dövlət direkt olaraq borclana bilər və ya bir şirkət aksiya və istiqrazlarını özəl olaraq bir yatırımcıya sata bilər. Bu kimi alış-verişlər çox olur, rəqabət ancaq ümumi anlamda vardır, çox geniş və bölümlərə ayrılmış bir bazarda təşkil edilir.

6) İlk və II bazarlar: bazardakı əməliyyatların çoxu daha öncə bazara çıxarılan alətlərin investorlar tərəfindən alqı-satqısıdır, yəni fondlar saxlanması deyildir. Bunlara ikinci işləmlər deyilir. Aksiya və istiqraz bazarlara çıxarılanda, bunlar ilk bazara gəlir və ilk satış orada aparılır. Bunları satın alanlar satmaq istədikləri zaman II bazara gəlirlər.

İnkişaf etmiş ölkələrdə kapital bazarının strukturu

Cədvəl 1.2.

Göstəricilər	ABŞ	AB (Avropa daxil olan ölkələr)	Yaponiya
Kapital bazarının həcmi	100	100	100
O cümlədən, 1. Fond bazarının kapitalı-rasyon dəyəri	30	10	22.4
2. Dövlət istiqrazları	23.4	18.5	24.1
3. Korporativ istiqraz	18.3	14.6	11.4
4. Bank aktivləri	22.3	56.9	42.1

Mənbə: Z.Məmmədov, Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları

Pul və kapital bazarlarının müqayisəsi

Cədvəl 1.3

Fərqlər	Pul bazarı	Kapital bazarı
Müddət	qısamüddətli fond təklif və tələbin qarşılaşdığı bazardır	Uzunmüddətli təklif və tələbin qarşılaşdığı bazar
Fəaliyyəti	Müvəqqəti likvid sıxıntısını aradan qaldırmaq məqsədi ilə bazara girilir	Sabit investisiyalar üçün müraciət edilir
Qaynaq	Fond qaynaqları sabit olmayan əmanətlər	Fond qaynaqları sabit olan gerçək yığımlardır
Alət	Fond alış-verişində istifadə edilən alətlər ticari sənədlərdir	Fond alış-verişində istifadə edilən alətlər aksiya və istiqraz kimi qiymətli kağızlardır
Faiz	Risk və faiz nisbətləri aşağıdır	Risk və faiz nisbətləri yüksəkdir

Mənbə: Z.Məmmədov, Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları

1.4. Beynəlxalq finans bazarlarının strukturu və çalışma mexanizmi

Dünya iqtisadiyyatında beynəlxalq mal və xidmət axınları ilə yanaşı sərmayə axınları da vardır. Beynəlxalq sərmayə hərəkətlərini üç ana başlıq altında toplamaq olar. Bunlar: ölkələrin iqtisadi inkişafını maliyyələşdirməyə yönəlmiş qarşılıqsız kredit və ya kredit şəklindəki rəsmi sərmayə hərəkətləri (hökumətdən hökumətə və ya dünya bankı ilə rəsmi yüksəliş bankları tərəfindən verilən iki və ya çoxtərəfli xarici yardımlar), dolayısız xarici sərmayə investisiyaları ilə özəl xarakterli beynəlxalq sərmayə axınlarıdır.

Beynəlxalq sərmayə beynəlxalq finans bazarlarından kommersiya şərtlərilə əldə edilir. Bir ölkə sakinlərinin digər ölkə sakinlərini finans qaynağı ilə təmin etməsi bir beynəlxalq sərmayə işləmidir və beynəlxalq sərmayə bazarlarında gerçəkləşir.

Beynəlxalq sərmayə hərəkətlərinin ola bilməsi üçün hər şeydən öncə bir finans qaynağı və ya sərmayənin (investisiya fondu) olması labüddür. Finans qaynağı və ya investisiya fondu müəyyən bir gəlir qarşılığında başqalarının yararlanmasına verilən və hər zaman istifadəyə hazır olan likvidliyi yüksək olan fondlardır.

Bu fondların sahiblərinin tələb edənləri axtarması əməliyyatına maliyyə işləmi deyilir. Finans işləmləri finans bazarlarında aparılır. Bu bazarlar - pul bazarları və sərmayə bazarları olmaqla iki yerə ayrılır. Əgər finans qaynaqları müəyyən bir faiz gəliri əldə etmək üçün dövr edilsə, bu işləməyə kredit adı verilir. Beynəlxalq sərmayə axınları qısa (1 ildən az), orta (1-5 il) və uzun (5 ildən çox) müddətlidir. Pul bazarlarındakı işləmlər əsasən kommersiya bankları vasitəsilə aparılır və əməliyyatlar qısamüddətlidir. Sərmayə bazarında işləmlər isə istiqraz və səhm kimi qiymətli kağızlarla gerçəkləşdirilir.

İstiqraz müəyyən bir sabit faiz gəliri gətirən borc sənədidir. Qısamüddətli olarsa, finansman bonusu adını alır. Səhm isə şirkətin mülkiyyətinə ortaqlıq haqqına dayanır və mənfəətə və ya zərərə qatılmaq imkanı əldə edir. Bir ölkə rezidentləri digər bir ölkə rezidentlərinə maliyyə qaynağı təmin edirsə, buna beynəlxalq sərmayə işləmi deyilir. Beynəlxalq sərmayə işləminin təməl məqsədi - fond sahiblərinin xarici bazarlarda fondlarını istifadəyə verərək daxili bazarlara görə daha yüksək bir gəlir əldə etməkdir. Beynəlxalq sərmayə ixracı bir ölkənin əlindəki fondlarının digər bir ölkənin pul və sərmayə bazarlarına yatırılması deməkdir. Ölkələr sərmayə ixracına ciddi nəzarət tətbiq edirlər. Xüsusilə də, qərb ölkələri OECD içində "sərmayə hərəkətləri" ilə "görünməyən cari işləmlərin liberallaşdırılması kodlarını" qəbul edərək üzvlər arasında sərmayə hərəkətlərinə qoyulan məhdudiyyətin azaldılmasına çalışırlar. Əslində sərmayə ixracı bir ölkənin pul yığımlarının digər bir ölkənin iqtisadiyyatı üçün istifadəsidir. Bunun nəticəsində, iqtisadiyyatda iqtisadi yüksəliş aşağı düşür, işsizlik artır və tədiyə balansı pozulur.

Beynəlxalq finans bazarlarının strukturu. Beynəlxalq finans bazarlarının strukturuna köklü şəkildə təsir edən amillər:

- ümumi makroiqtisadi durum;
- faiz hədlərində və valyuta kurslarında dalğalanma;

• pul və sərmayə bazarlarının işləməsinə nizamlayan qaydaların tənzimləmə formaları;

• texnoloji durum;

• beynəlxalq iqtisadiyyatın təməllərini müəyyən edən real sektor, yəni istehsal, xarici ticarət, investisiya, şirkət qurumları və s.

Beynəlxalq finans bazarlarının strukturu beynəlxalq pul bazarı və sərmayə hərəkətləri sisteminin birgə təsiri altında formalaşır.

Beynəlxalq finans bazarının ən önəmli özəlliyi valyuta və sərmayənin qiymətlərinin, yəni valyuta kursları və faiz hədlərinin təsbit edilməsində və beynəlxalq valyuta və sərmayə hərəkətlərində milli nəzarətin, maneçiliklərin getdikcə azalması və ya ortadan qalxması, daha doğrusu bir "finans sərbəstləşmə" hadisəsinin meydana çıxmasıdır.

Beynəlxalq finans bazarları çeşidli finans varlıqlarının alınıb-satıldığı bazarlardır. Bu finans varlıqları dörd təməl üzərində qurulur:

1. Valyuta;
2. Avropul;
3. Kredit alətləri;
4. Qiymətli kağızlar: istiqraz və səhmlər.

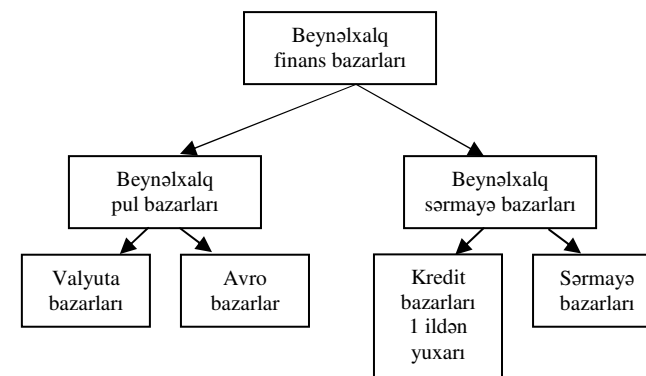
Bu finans alətlərinin alınıb - satıldığı finans bazarları hər hansı alətin mübadiləsinə bağlı olaraq adlandırılır. Bu alətlərin bazarları iki qrupa ayrılır. Qısamüddətli faiz axınlarının yer aldığı bazarlar - "beynəlxalq pul bazarları" adlandırılır və "valyuta bazarları" və "Avrobazarlar" olmaqla iki alt bazardan ibarətdir. Uzunmüddətli fond axınlarının yer aldığı bazarlara isə "beynəlxalq sərmayə bazarları" deyilir. Bu bazarlar da "beynəlxalq kredit bazarları", "beynəlxalq istiqraz bazarları" və "beynəlxalq səhm bazarlarından" ibarətdir.

Beynəlxalq maliyyə bazarlarında dövlətlər, bələdiyyələr, dövlət sərmayəli qurumlar, investisiya bankları, mərkəzi bank və çoxçeşidli şirkətlər hədsiz fərqli fondları istifadə etmək üzrə finans institutlarına müraciət edirlər. Finans institutları kommersiya bankları, investisiya bankları, əmanət qurumları, sığorta şirkətləri və pensiya fondları və çoxçeşidli varlıqlarda ixtisaslaşmış vasitəçi qurumlardır. Maliyyə bazarları investisiyalara yetərli bilginin saxlanması və maliyyə vasitəsi qurumlarının yetərli güc və

etibarlıqda ola bilmələri üçün məlum qanunlar çərçivəsində fəaliyyət göstərir.

Beynəlxalq finans bazarlarının strukturu

Sxem 1.1.



Beynəlxalq fond axınlarının məqsədi. Beynəlxalq fond axınları bir ölkədən ayrı-ayrı ölkələrə hərəkət edən pul və sərmayə fondlarıdır. Ümumiyyətlə, maliyyə bazarlarında satılan fondlar istehlak edilməyib investisiyaya yönələn gəlirlərdir. Bu fondlar bir gəlir qarşılığında borc verilir. Bu gəlir faiz və ya dividend şəklindədir.

Beynəlxalq maliyyə axınlarının iki məqsədi vardır. Birincisi, bir tərəfdən fərdlərin, şirkətlərin və dövlət qurumlarının xarici fondlardan yararlanması, digər tərəfdən də mövcud yığım imkanlarının ölkə xaricində dəyərləndirmə arzu və istəyi; ikincisi, bütün beynəlxalq əməliyyatların nəticəsində meydana gələn fond axınlarının arasında bir xarici tarazlıq yaratmaq.

Cari əməliyyatların kəsiri və ya çoxluğu ölkələr arasında net transferlərlə tarazlanır. Buna "sərmayə hərəkətləri" deyilir. Sərmayə hərəkətləri əsas olaraq beynəlxalq ianələr və yardımlar, xarici borclanma və xarici özəl investisiyalardan meydana gəlir. Sərmayə hərəkətlərilə xarici tarazlığın qurulmadığı durumda, ölkənin valyuta ehtiyatlarındakı dəyişmələr sabit saxlanılır.

Cari əməliyyat balansını artırıq olduqda ölkə iqtisadiyyatının xaricdə varlıqları, kəsirli olduqda isə ölkənin xarici borcları artır.

Beynəlxalq finans bazarlarının əməliyyatları. Maliyyə bazarları pulun iki funksiyasını nizamlayır:

- pulun dəyər ölçüsü və dəyər saxlama vasitəsi olma əməliyyatı;
- pulun tədavül funksiyası və pulun ödəmə vasitəsi olma əməliyyatı.

Pulun tədavül vasitəsi olma funksiyası həm tək-tək ölkələrdə milli pul, həm də beynəlxalq maliyyə bazarlarında dünya pulu olaraq istifadə olunması anlamına gəlir.

Buna görə də, milli pul vahidinin başqa ölkələrin pul vahidləri ilə bağlı bəlli bir hədd daxilində mübadilə edildiyi bazarlar valyuta bazarlarıdır. Valyuta bazarları "pulların qiyməti"nin meydana gəldiyi bazarlardır.

Pulun ödəmə vasitəsi olma funksiyası isə borc və kredit əməliyyatlarında istifadəsi ilə ortaya çıxır. Faiz, likvid və varlıqlardan əl çəkmənin qarşılığı olaraq ödənilir. Borc vermə ilə borc ödəmə arasında bir zaman müddəti olacağı üçün borca görə ödənen faiz bu gün ilə gələcəyi bir-biri ilə əlaqələndirir.

İqtisadi vahidlər sərvətlərini ölkə daxili və xaricində sərvət şəklində tuturlar. Sərvət tərkibini seçərkən hansı sərvətin daha yüksək gəlir verəcəyinə baxırlar. Buna görə də, gəlirliyin çoxlu ölkələrdə fərqli olması beynəlxalq pulun hərəkətinə səbəbləndirir.

Beynəlxalq pul bazarları. Beynəlxalq pul bazarları qısamüddətli beynəlxalq fond axınlarının yer aldığı bazarlardır. Günümüzdə iki təməl beynəlxalq pul bazarı mövcuddur: Valyuta bazarı və Avropul bazarı.

Beynəlxalq valyuta bazarı. Beynəlxalq valyuta bazarlarında ən böyük beynəlxalq fond axınları ticarəti yaradılmağa başlanılmışdır. Günlük beynəlxalq valyuta ticarəti həcmi 1400 milyard dollar miqdarındadır.

Beynəlxalq valyuta bazarları çox sayda kommersiya banklarının 24 saat boyunca fəaliyyət göstərdiyi bir bazardır. Bu vasitəçi qurumlar telefon və elektronik xəbərləşmə vasitələri ilə davamlı olaraq əməliyyat və bilgi alış-verişi ilə məşğul olurlar. Valyuta bazarının özəlliklərindən biri bazarda iştirak edənlərin sayının çox olması, operativ məlumat alma və əməliyyat xərclərinin çox aşağı və çox yüksək dərəcədə likvid olmasıdır.

Bazardakı vasitəçilər bazarın topdan satışıçılar hissəsini təşkil edir və təklif edilən qiymətləri kvota edir. Pərakəndəçilər isə dövlətlər, şirkətlər və fərdlərdir. Valyuta bazarlarında çeşidli əməliyyatlar aparılır və hər əməliyyat üçün öz adı ilə adlandırılan alt bazarlar vardır:

- müddətsiz nağd (spot) bazarlarında əməliyyat bir gecəlik (overnight), 1 günlük və 2 günlükdür. Alqı-satqı anında yapılır.

- müddətli (Forward) bazarda əməliyyatların alqı-satqısı məlum bir dəyər və tarixdə olur. Müddət, ümumiyyətlə, 30 və ya 90 günlükdür.

- banklararası (interbank) valyuta bazarları sadəcə banklar arasındakı əməliyyatlardan ibarətdir.

- gələcəkdəki sözləşmələr (futures) bazarında əslində müddətli əməliyyatlar yaranır.

- (options) - müəyyən bir müddət sonunda bəlli bir miqdarı razılaşdırılmış bir qiymətdən alma ya da satma haqqı verməsidir. Bu tip sözləşmələrdə alma və satma məcburiyyəti yoxdur, alma və ya satma imkanından istifadə etmə haqqı vardır. Məqsəd gələcəkdəki qiymət dəyişikliklərinə qarşı qorunma və ya bundan qazanc saxlamaqdır.

- valyuta bazarları sözləşmələri, bəlli miqdardakı iki pulun eyni anda bir-birinə qarşı bir müddətdə satın alınıb bir başqa müddətdə satılmasına imkan verir.

Valyuta bazarlarının məqsədi çox çeşidlidir və onlar aşağıdakılardır: qısamüddətli pozisiyon alma (spekulyasiya), forward əməliyyatları, futures və opsiyonlar, valyuta svopları yoluyla investisiya fəaliyyətində ortaya çıxan valyuta risklərindən qorunma (hedging) və coğrafi qiymət fərqlərindən faydalanmaq üzrə arbitraj.

Avrodollar bazarı. Beynəlxalq maliyyə bazarları strukturuna girən Avrodollar bazarları, ölkələr arasında maliyyə fondlarının dəyişiminə vasitəçilik etmə funksiyalarını həyata keçirməyə malikdir. Avrodollar bazarının məqsədi bir maliyyə vasitəçisi olaraq alıcı və satıcıları bir araya gətirməkdir. Avrodollar ABŞ-in xaricində yerləşmiş banklarda bu ölkənin pulu ilə açılan dollar hesablı əmanət hesablarıdır. Avrodolların 2 təməl özəlliyi vardır: Açılan hesablar qısamüddətlidir və ABŞ xaricindəki banklarda olur. Bu banklara dollar qoyanlar Avropa mərkəzi bankları, avropalı və ya

Avropa xaricindən olan firmalar, transnasional şirkətlər və çeşidli ölkə vətəndaşlarıdır.

Avrodollar bir ABŞ vətəndaşının Nyu-Yorkdakı bankından müəyyən bir miqdar götürərək bunu Londondakı banka qısamüddətli olaraq yatırması ilə yaradılır. ABŞ vətəndaşının bu şəkildə hesab açmasında başlıca məqsədi daha çox gəlir qazanmaqdır. Bu əmanətləri qəbul edən banklara Avrobank, aparılan əməliyyatlara isə Avrodollar əməliyyatı və bu bazara Avrodollar bazarı (Avrodollar market) deyilir. Avrodollar əməliyyatı, ümumiyyətlə, 5 milyon dollar və daha yüksək miqdarlarda gerçəkləşdirilir. Bu bazarda aparılan əməliyyatın 80%-nə qədərini ABŞ dolları təşkil edir. Lakin ABŞ dolları xaricində alman markası, ingilis sterlinqi, İsveçrə frankı kimi Avropa pulları da istifadə edilir.

Ümumiyyətlə, Avrodollar bazarlarında dövlət müdaxiləsi çox azdır və ya yoxdur, rəqabət yayğındır. Bu səbəblə bu bazarlardan daha aşağı faiz ilə fond saxlamaq mümkündür. Bu bazarda pul yatıranlar da daha yüksək nisbətlərdə faiz gəliri əldə edirlər. Faiz dərəcələri interbank əməliyyatlarının tətbiq edildiyi London bazarına görə (*LIBOR*) təsbit edilir.

Ümumiyyətlə, Avrodollar bazarlarından fond tələb edirlər. Bunu, adətən hüquqi şəxslər, transnasional böyük şirkətlər və hökumətlər yaradırlar. Avrodollar bazarlarındakı əməliyyatlar, əsasən, qısamüddətli olur.

Qərbi Avropada və xüsusilə də Londondakı bəzi böyük banklar 1950-ci illərin ortalarında ABŞ dolları cinsindən əmanət qəbul etməyə və bu əmanətlərdən dollar ilə borc verməyə başlamışlar. Londondakı banklar (ABŞ banklarının London şöbələri); ABŞ-da valyuta gəliri saxlayan ingilisləri və ya İngiltərədəki yüksək faizlərdən yararlanmaq istəyən ABŞ vətəndaşlarının vəsaitlərini cəlb etmək məqsədlərini qarşılarına qoymuşlar. Bu, ilk başlanğıcdan normal bankçılıq qaydalarına uyğunlaşmır. Çünki bir ölkənin vətəndaşları digər bir ölkənin pulunu əldə etmək istəyəndə, bu pulu ya valyuta bazarlarında əldə etməli, ya da pul ixrac edən ölkədəki bir bankdan borc almalı idilər. Lakin 1958-ci ildən sonra beynəlxalq valyuta bazarlarında Avrodolların ortaya çıxması ilə bir ingilis vətəndaşı ehtiyac duyduğu dollarları öz ölkəsindəki bir bankda saxlamağa başlamışdır. Şübhəsiz ki, bu tendensiyanın inkişafında

sabiq Sovet İttifaqının əlində toplanan dolları, ABŞ-ın xaricində dəyərləndirmək istəyinin də böyük təsiri olmuşdur.

Avrodollar bazarlarındakı əməliyyat həcmi ilə əlaqədar təminedicisi rəqəm tapmaq olduqca çətindir. Beynəlxalq ödəmələr bankının təxminlərinə görə Avropul bazarının həcmi 1965-ci ildə 14 milyard dollar, 1978-ci ildə 1,245 milyard dollara yüksəlmişdir. 1986-cı ildə Avrodollar bazarının əməliyyat həcmi 3,059 milyard dollara çatmışdır.

Avrobazarların fond qaynaqları və kredit imkanları. Avrobazarlara qaynaq saxlayan qurumlar aşağıdakılardır:

- inkişaf etmiş ölkələrin mərkəzi bankları;
- kommersiya bankları;
- transnasional şirkətlər və sığorta qurumları;
- şirkətlər.

Avrobazarlara fond saxlayan ölkələr üç yerə ayrılır: Qərbi Avropa ölkələri, ABŞ və digər ölkələr.

Avrobazarlardan kredit şəklində qaynağa ehtiyacı olanlar isə adətən rəsmi qurumlar və kommersiya banklarıdır.

Ümumiyyətlə, Avrobazarlardan ən çox kredit tələb edən iki qrup vardır: ödəmə güclükləri olan inkişaf etmiş ölkələr və inkişaf etmə yolunda olan ölkələr.

Avrobazardan finans qaynağı təmin etmənin tək yolu Avrodollar bazarından qısamüddətli kredit almaq deyildir.

Avrobank milli pulun aid olduğu ölkə xaricində satışa qoyulmaq üzrə ixrac edilən qiymətli kağızlardır. Məsələn, bir ingilis şirkətinin sterlinq üzərindən çıxardığı bonoları Nyu-York, Sürix, Frankfurt və digər birjalarda satması vəziyyətində Avroistiqraz ixrac edilmiş olur.

Avrobono bazarları orta və uzunmüddətli investisiya fond qaynağıdır. Bu baxımdan Avrobono Avrodollar bazarından ayrılır.

Avrobononu satın alanlar vergi və milli pul vahidindən qaçmaq istəyən özəl və dövlət yatırımcılarının ölkə mənşələri Mərkəzi, Şərqi, Cənubi Amerika və Avropa ölkələri olduqda qurum yatırımcıları arasında NATO, Birləşmiş Millətlər kimi beynəlxalq təşkilatlarda yer alır.

1963-cü ilə qədər Nyu-York finans mərkəzi bono ixrac edərək fond saxlamaq ehtiyacında olanlar üçün ən önəmli bazar idi. Lakin,

1960-cı ilin başında ABŞ-ın tədiyə balansının kəsrləri böyümüş, qızıl ehtiyatları azalmış və ölkədən önəmli ölçülərdə sərmayə çıxmağa başlamışdır. Bu tendensiyalar qarşısında prezident Kennedi, 1963-cü ildə Nyu-York bazarında satılan və amerikalıların aldıkları xarici istiqrazların üzərinə "Interestequalization-fuk" adlı bir vergi tətbiq etmişdir. Beləliklə də, xaricilərin Nyu-York birjasından bono ixrac edərək fond saxlamalarına üstünlük verilmişdir. ABŞ hökumətinin aldığı bu qərar nəticəsində bono yolu ilə fond saxlamaq istəyən qurumlar, London və Frankfurt birjalarına yönəlmiş və sadəcə dollarla deyil, alman markası və İsveçrə frankı kimi qüvvətli pullar üzərindən də bono ixrac etmişlər.

Avrobazarlara fond bağlayan ölkələr üç yerə ayrılır. Bunlar Qərbi Avropa ölkələri, ABŞ və digər ölkələrdir. Avrobazarlardan kredit şəklində fond tələb edən rəsmi qurumlar kommersiya bankları və şirkətlərdir.

Avrobazarlarda borclanmaya təsir edən amillər. Avrobazarlardan borclanmanın ən geniş forması kreditdən istifadədir. Avrobazarın istiqrazını ixrac edərək və ya "əmanət sertifikatı" kimi qiymətli kağız satışı yolu ilə də borclanmaq mümkündür. Avrobazarlarda borclanma imkanlarına iki faktor təsir edir: kredit dəyərliliyi və kreditin maya dəyəri.

Kredit dəyərliliyi. Bir şirkətin kredit dəyərliliyini, o şirkətin maliyyə vəziyyətinin təhlili sonucunda müəyyən etmək olar. Ancaq bir ölkənin kredit dəyərliliyinə müsbət yöndə təsir edən amillər aşağıdakılardır:

- ölkənin inkişaf və ya borc ödəmə yetənəyi yüksək (neft ixrac edən ölkələr kimi) inkişaf yolunda olan bir ölkə olması;
- tədiyə balansının kəsir verməməsi və kəsirlərin mütləq və ya nisbi dəyərinin zaman içində azalması;
- ölkənin təməl iqtisadi göstəricilərinin müsbət inkişafı (inflyasiyanın düşməsi, pul təklifinin nəzarətsiz şəkildə artmaması, real milli gəlir və sektorların böyümə tempi);
- ölkənin xaricə açıqlığı (qanunvericilik, iqtisadi və maliyyə münasibətləri baxımından ölkənin dünya ölkələri ilə inteqrasiya dərəcəsi);
- ölkənin öz qaynaqları ilə borc qarşılama nisbətinin artması;

- daha öncə Avrobazarlar və digər beynəlxalq finans qaynaqlarından alınan borcların əsas pul və faiz ödəmələrinin zamanında və fasiləsiz yerinə yetirilməsi.

Yuxarıda sayılan faktorların çeşidli metodlarla toplu olaraq dəyərləndirilməsi nəticəsində ölkələrin kredit dəyərliliyi müəyyən ballarla təsbit edilir. Balı yüksək olan ölkələr daha uyğun şərtlərlə və böyük miqdarlarda kredit alma imkanına sahib olurlar.

Beynəlxalq finans qurumlarının kredit açarkən bu qədər fərqli çalışmalar aparmasının səbəbləri kredit riskini minimuma endirmək, dolayısıyla verilən kreditlərin geri qaytarılmaması problemləri ilə qarşılaşmamaqdır.

Kreditin maya dəyəri. Kreditin maya dəyərinə təsir edən başlıca amillər: kreditin banklararası və əlavə (spread) faiz dərəcəsi, komisiyon, pul vahidi və kreditin təşkili məsələləridir.

Londona banklararası əmanətə ödənen faiz dərəcəsinə LIBOR deyilir. Avrobazardan kredit almaq üçün başvuran bir firma üçün kreditin maya dəyəri aşağıdakı kimi hesablanır: $LIBOR + SPREAD + idarə komisiyonu + borc komisiyonu = qatılı m komisiyonu$.

Aşağıdakı cədvəldə bir nümunə üzərində kredit dəyərliliyi yüksək olan bir borclu (A) ilə kredit dəyərliliyi aşağı olan bir borclunun (B) kreditlərinin maya dəyərləri göstərilir (Hər iki borclunun aldığı kredit miqdarı 50 milyon dollar və 8 il müddətindədir).

Avrobazarlarda kreditin maya dəyəri

Cədvəl 1.4.

Ölkə	LIBOR	SPREAD	İdarə komisiyonu	Borc komisiyonu	Satılma komisiyonu	Toplam
A ölkəsi	8.5	0.6	0.6	0.5	0.4	10.6
B ölkəsi	9	2	0.25	0.75	0.75	12.75

Cədvəldən göründüyü kimi kredit dəyərliliyi yüksək olan A ölkəsinə tətbiq edilən kreditin maya dəyəri B ölkəsinə nisbətən daha aşağıdır.

Beynəlxalq sərmayə bazarlarında fond axınları. Beynəlxalq finans bazarlarının ən ümdə özəlliklərindən biri sərmayə hərə-

kətlərinin sürətinin və həcmnin böyüklüyünün beynəlxalq ticarət hərəkətlərindən və xarici özəl yatırımlardan çox daha böyük olmasıdır. Bunun ən önəmli səbəbi ölkələr arasındakı faiz hədləri və valyuta məzənnələri fərqliliklərinin olması; faiz hədlərinin və valyuta məzənnələrinin davamlı dalğalanmasıdır.

1990-1994-cü illərdə beynəlxalq sərmayə bazarlarında saxlanan beynəlxalq maliyyələşmənin həcmi ilə ilgili məlumatları aşağıdakı cədvəldən görə bilərik.

1992-ci ildə Beynəlxalq valyuta ticarətinin həcmi 220 trilyon dollar ikən, beynəlxalq bono ticarəti həcmi 333,7 milyard dollardır.

Valyuta və bono bazarları ilə səhm bazarlarını müqayisə edərkən görünür ki, səhm bazarının həcmi bunlara nisbətən çox-çox kiçik qalır. Son illərdə beynəlxalq sərmayə bazarlarında gerçəkləşən faiz hədlərini aşağıdakı cədvəldə görə bilərik.

Beynəlxalq sərmayə hərəkətləri (mlrd. \$)

Cədvəl 1.5.

	1990	1991	1992	1993	1994
Beynəlxalq istiqraz	229.9	308.7	333.7	481.5	426.9
Az inkişaf etməkdə olan ölkələrin payı	2.3	3.2	5.0	10.3	
Şərqi Avropa ölkələri (ŞAÖ)	0.7	0.5	0.4	1.2	0.6
Beynəlxalq səhmlər	7.3	23.4	23.5	40.7	44.9
İnkişaf etməkdə olan ölkələr	13.7	21.4	30.8	20.1	34.7

Bəzi beynəlxalq faiz hədləri - illik %

Cədvəl 1.6.

Valyuta	1992	1993	1994	1995
ABŞ dolları	3.90	3.41	5.07	6.60
Fransız frankı	10.16	7.92	5.95	6.89
Alman markası	9.41	6.95	5.35	5.27
Yapon iyeni	4.92	2.96	2.36	2.29
İngilis sterlinqi	9.65	5.93	5.80	7.14

Mənbə: Z.Məmmədov Beynəlxalq valyuta-kredit münasibətləri. Bakı-Qanun, 2001.

Cədvəldən göründüyü kimi beynəlxalq bazarların faiz hədlərində belə ciddi fərqlər mövcuddur.

Beynəlxalq finans bazarlarının alt bölmələrindən biri sərmayə bazarlarıdır. Beynəlxalq sərmayə bazarlarının da alt bölmələri kredit, istiqraz və səhm bazarlarıdır. Kredit bazarlarında pul, digər iki bazarlarda isə qiymətli kağızlar əməliyyatda iştirak edir.

Beynəlxalq kredit bazarları

Beynəlxalq kredit bazarlarında beynəlxalq ticarətin kreditləşməsinə yönəlik kredit əməliyyatları yer alır. Beynəlxalq ticarətin kreditləşdirilməsində çox çeşidli alətlərdən istifadə olunur. Bu alətlərin başlıcaları - bank qəbulu, alacaqlı hesab maliyyələşməsi, faktoring, forfating, sənəd diskontu, qısamüddətli bank kreditləri, beynəlxalq lizing, iqtisadi və siyasi risk sığortasıdır.

Veksel və bank qəbulu. Beynəlxalq ticarət mövzusu olan mallar başqa ölkələrə veriləcəyi üçün malı verənin doğrudan ödəmə alması imkanı yoxdur. İdxalatçı malını təhvil aldıqdan sonra malın pulunu göndərməyi boynuna götürür. Ödəməni və malı təhvil qarantı təhvil alabilmək üçün beynəlxalq ticarət əməliyyatlarında istifadə edilən alət vekseldir.

İxracatçı isə ixrac etdiyi mal üçün ödəmə tapşırığını saxlamaq üzrə idxalatçıya bir veksel verir.

Veksel ixracatçı tərəfindən düzənlənən və idxalatçının həmən və ya gələcəkdəki bəlli bir tarixdə məlum bir miqdarda ödəmə olmasını şərtsiz olaraq əmr edən yazılı bir ödəmə əmridir, yəni vekseli çəkən ixracatçıdır.

İki cür veksel vardır. Müddətsiz veksellər təqdim ediləntək ödənəcək veksellərdir və ödəmənin həmən alınmasını zəruriləşdirir. Müddətli veksellər isə ödəmənin bir müddət, örnəyin bir, iki, üç ay sonunda alınmasma imkan verir. Üzərinə veksel çəkilən idxalatçı malın mülkiyyətinə keçə bilməsi üçün bunu müddəti çatdığında ödəmə üçün "qəbul" (accept) edər, yəni idxal etdiyi mal üçün bəlli bir zamanda ödəmə aparmağı öhdəsinə götürür.

Eyni şəkildə idxalatçının bankı da vekseli ödəmək üçün qəbul edə bilər. Adətən veksel üzrə əməliyyatlar banklar vasitəsilə aparılır. Müddətli veksel bir bank üzərində çəkildiyində və bank tərəfindən qəbul edildiyində "Bank qəbulu" (**bank acceptance**) formasını alır.

İdxalatçının bankı istərsə bu vekseli "Banker qəbulu" (**bankers acceptance** "B/A") bazarındakı yatırımcılara bir diskont qarşılığında və ödəmənin ixracatçıya verilməsi yolu ilə sata bilər.

İdxalatçının ödəmə aparmaması riskinə qarşı idxalatçının bankının verdiyi və malın sözləşmə şərtlərinə uyğun olaraq göndərildiyində ödəmə yarılacağını öhdəlik götürən bir hesab açılır. Bu hesaba "geri dönüşməz kredit məktubu" və ya "akkreditiv" (**intevocable letter of credit-L/C**) deyilir. Bu yolla risk banklarda axtarılır.

Alacaqlı hesab - bir bank zəmanəti olmadan çəkilmiş müddətli xarici ticarət vekselinə ixracatçıya bir diskont qarşılığı sata bilər və ya müddətli satışlarda ixracatçı müddətli satışa arxalanaraq bir bankda "alacaqlı hesab" (accounts receivable financing) saxlaya bilər. Bank burada qısamüddətli kredit açır, yəni əslində çekin dəyərinin bəlli bir nisbətində avans verir. Ümumiyyətlə, müddət 1-6 aydır və risk yüksək olduğu üçün faiz həddi də yüksəkdir. Bank kreditlərini riskdən qorumaq üçün ixracat kredit sığortası sistemləri qurulmuşdur.

Faktoring (Factoring) - ixracatçının ölkə xaricindəki alacaqlarını bəlli bir diskont qarşılığında faktoring adı verilən yatırımcılara satılması əməliyyatıdır. Beləliklə, bütün alacaq riskləri və ya alacaqları alma məsuliyyətini faktoring şirkət öz üzərinə götürür.

Forfating - ixracatdan doğan ortamüddətli bir alacaq üçün tərtib edilmiş borc sənədinin idxalatçıdan alma anlamına gəlir. Artıq alacaqlı ixracatçı dövriyyədən çıxmış olur. Bu əməliyyat, əsasən uzunmüddətli sərmayə mallarının alış-verişində olur. Bu əməliyyatlar idxalatçının bankının zəmanətinə söykənir. Bəzən əməliyyatlar birdən çox ölkə pul vahidinə bağlanır, bəzən banklarda sendikasyon yoluyla aparılır.

Son illərdə forfating əməliyyatı sürətlə inkişaf edir.

Qısamüddətli bank kreditləri - ixracatçının gələcəkdə ixrac edəcək mal istehsal və satışına qədər keçəcək müddətdə kreditə olan ehtiyacı qarşılamaq üçün açılan kreditlərdir. İxracatçıya açılan kreditə "ixracat öncəsi kredit" adı verilir. Dövlətlər bu cür kreditlərə aşağı faiz ödənməsi məqsədilə subvensiya siyasəti yürüdürlər.

Beynəlxalq istiqraz bazarı

Dövlətlərin, xəzinə, banklar və şirkətlərin kreditə alternativ olaraq öz aralarında buraxdıqları bonoları istifadə etdikləri bir əməliyyatdır.

Bono bəlli bir müddət içində hər dövr üçün məlum bir nisbətdə faiz ödəmə zəmanəti verən bir maliyyə alətidir. Bonolar orta və ya uzunmüddətli olaraq çıxarılan qiymətli kağızlardır.

Yeni çıxarılan bonolar, ilk öncə, birinci sərmayə bazarında satılır. Yeni çıxarılan qiymətli kağızların alınıb-satıldığı bazara "birinci bazar" deyilir.

Daha sonra bonolar ikinci bazarlarda əldə dəyişdirilməyə başlar. Mövcud qiymətli kağızların alınıb-satıldığı bazarlara "ikinci bazarlar" adı verilir.

Bonolar çıxarıldıqdan sonra birinci bazarlarda iki yolla satılır. Birinci yol heç bir vasitəçidən istifadə etmədən doğrudan-doğruya "xalqa təklif edilən", ikinci yol isə bonoların banklar və ya digər maliyyə qurumları vasitəsi ilə satılmasıdır.

Beynəlxalq bono növləri və bu növlərin alqı-satqısının aparıldığı istiqraz bazarları üç yerə ayrılırlar:

- 1) xarici istiqraz bazarları,
- 2) Avro istiqraz bazarları,
- 3) özəl investisiya bazarları.

Özəl investisiya istiqrazlarında borclanma iri institusional yatırımı vasitəsilə özəl investisiya şəklində aparılır.

Xarici istiqrazlar (**foreging bonds**) bir şirkətin və ya dövlətin, xarici bir ölkədə satılmaq üçün xarici ölkənin pul vahidi cinsindən ixrac etdiyi borc alətidir. Şirkətlər və ya hökumətlərin istiqrazları hansı ölkədə satılırsa o ölkənin istiqraz çıxarma və satma ilə bağlı yerli tənzimləmə qaydalarına uyğun olaraq çıxarılır.

Xarici istiqrazlar vasitəçi qurumların vasitəsilə bazarlanır. Bank və ya qiymətli kağızlar şirkətinə satılır və bu qurumlar bunları daha yüksək bir qiymətdən və ya bir spread ilə fərdlərə və ya qurum üzvü olan investorlara satırlar.

Avroistiqraz bazarları - Avromərkəzlərdə çıxarılan və Avropul cinsindən olan məlum borc alətidir. Avroistiqrazlar təkcə xarici pula və ya iki xarici pula bağlı olaraq çıxardıla bilər. Son illərdə yayılan bir düşüncəyə görə valyuta kurs dəyişmələrinin riskini azaltmaq

məqsədi ilə borclanmalar bir cins valyuta üzərindən, ödəmələr isə bir başqa cins valyuta üzərindən aparılır.

Beynəlxalq səhm ixracı və satışı - sərmayə qarşılığında səhmi ixrac edən şirkətin hər il bir dividend ödənməsi əsasına dayanır. İnvestorlar səhmlərin dəyər qazanmasından dolayı əlavə qazanc əldə edirlər. Beynəlxalq bazarlarda satmaq məqsədilə səhmlərin çıxarılması iki yolla olur. "Tək dilimli ixrac" durumunda Avrosəhmlər Avrobazarlarda satılmaq üçün ixrac edilir. Satış eyni anda bütün Avropa ölkələrində aparılır. Lakin səhmləri Avropa ölkələri xaricindəki ölkələrə də (ABŞ, Yaponiya) satmaq mümkündür. "İki dilimli ixrac" yolunda isə səhmlərin ixracı yerli və beynəlxalq tranş olaraq ikiye ayrılır. Beynəlxalq tranş xarici investorlara satılır. Əsasən, Beynəlxalq tranş səhmləri ilə Nyu-York, Tokio, London kimi maliyyə mərkəzlərində əməliyyat aparılır.

1994-cü ildə Avroistiqraz işləmləri ilə istifadə edilən kreditin həcmi 423 milyard dollar olmuşdur. Avroistiqraz bazarında ən çox payı olan 10 firmanın siyahısı cədvəl 1.7.-də verilmişdir.

Avroistiqraz bazarında firmalar və əməliyyat həcmi
cədvəl 1.7.

İnvestisiya qoyuluşu bankları	Milyard dollar (1994)
Merrillynch	35.4
Csfirst Boston	27.9
Goldman Sach	23.3
SWis Banka Corp	22.2
Nomura Securities	21.8
UBS	17.1
Lehman Brother	16.9
Morgan Stunley	16.6
I.R.Morgin	15.2
Daiva Securities	15.2

Beynəlxalq bono ixracı (milyard ABŞ dolları)

cədvəl 1.8.

	1994	1995	1996	1997
Toplam bono ixracı	428.6	467.3	708.8	672.3
ABŞ	45.6	73.5	129.0	141.9
İngiltərə	32.8	26.7	53.4	40.5
Almaniya	45.9	71.9	111.5	124.7

Mənbə: Z.Məmmədov, Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları

1.5. Finans глобаллашмасы şəraitində finans bazarının fəaliyyəti

Əlverişli investisiya mühitinin yaradılması, investisiya komplekslərinin idarə edilməsi, səmərəli investisiya infrastrukturunun olması və investisiya prosesinin qanunvericiliyinin təmin edilməsi dünya iqtisadiyyatında baş verən qlobal proseslərin təhlil etmədən mümkün ola bilməz.

Qloballaşma müasir dünya sisteminin vacib real aspektinə çevrilib. Qloballaşma çox aspektli xarakter daşıyaraq bütün ölkələrin iqtisadiyyatına böyük təsir göstərir. Qloballaşma məhsul və xidmət istehsalına, əmək qüvvəsinin istifadə olunmasına, investisiya, texnologiya və onların bir dövlətdən digər dövlətə yayılmasını əhatə edir. Bu da son nəticədə istehsal və əməyin məhsuldarlığına və rəqabətin səmərəliliyinə təsir göstərir.

Qloballaşma prosesi ən çox dünya iqtisadiyyatının mərkəzləri olan ABŞ, Qərbi Avropa və Yaponiyada cəmləşmişdir. Maliyyə spekulyasiyası isə bu üçlükdən çox kənara çıxır. Valyuta bazarlarında gün ərzində qlobal dövriyyə 0,9 – 1,1 trln dollara çatır. Spekulyativ kapital nəinki bəzən hansısa ölkənin ehtiyacında çox olur hətta həmin ölkənin stabilliyini də poza bilər.

Dünyada yalnız 15-20 maliyyə bazarı vardır ki, real olaraq qlobal hesab edilir, çünki bazarda beynəlxalq miqyaslı istiqraz, aksiya və valyuta ilə əməliyyatlar həyata keçirilir və geniş şəkildə universal xidmətlər göstərilir. Bankların, sığorta şirkətlərinin, ipoteka krediti müəssisələrinin, həmçinin qarşılıqlı yardım və pensiya fondlarının investisiya aktivliyi nəticəsində qlobal maliyyə qruplarının sayı artmışdır. Maliyyə bazarlarında bu növ institutlar qloballaşmanın əsas vasitələri hesab edilir. Aktivlərin bölüşdürülməsi isə institusional investorlar xətti ilə davam etdirilərək sayı da günü-gündən artır. Onların fondlarının artması və investisiya üzrə məhdudiyyətlərin azalması ilə bağlı yeni intizam meydana gəlmişdir ki, bu da qlobal portfelin idarəedilməsi intizamıdır. Onun əsas məqsədi əlverişli kapital yatırımları imkanlarının artırılması, onların qaytarılması və risklərin optimal bölüşdürülməsindən ibarətdir.

Təqribən qırx min transmilli korporasiyalardan yalnız çox az hissəsi qlobal aksioner kapital bazarında əməliyyat həyata keçirir. Öz siyahısına xarici fond birjalarının daxil edilməsi bir çox şirkətlər üçün yalnız ölkələrinin birjalarda prestijlərinin qorunmasına xidmət

edir.

Vaxt qurşaqlarının müxtəlifliyinə baxmayaraq fond bazarları getdikcə bir-biri ilə sıx bağlı olmağa başlayır. Müasir kommunikasiya sistemlərinin köməyi ilə yeni maliyyə bazarları yaranır və onlar bir-birinə təsir edirlər. Dünyada müşahidə olunan kapital axını son 15 ildə kəskin sürətdə artmışdır. Birbaşa və ya portfel investisiyası formasında olan xarici kapital milli iqtisadiyyat üçün böyük təhlükə yaradır. Belə ki, xarici kapital ölkəyə bir anda gəlidiyi kimi bir anda da gedə bilər. Bunun da acı nəticələri bir çox ölkələrdə müşahidə olunmuşdur.

Dünya iqtisadiyyatının qloballaşmasının ən vacib əsaslarından biri yuxarıda qeyd etdiyimiz kimi maliyyə bazarlarının sürətlə inkişaf etməsidir. Maliyyə bazarlarının yeni rolu dünya iqtisadiyyatı arxitekturasını dəyişmişdir. Bir neçə il bundan əvvəl maliyyə bazarının əsas funksiyası real sektorun fəaliyyətinin təmin edilməsi idi, son illərdə bu bazar özünü daha yaxşı göstərmişdir. Bu bazarın artım həcmi geniş əməliyyat spekulyasiyası spektri hesabına artmışdır. Bir sözlə puldan pul alınması prosesi kifayət qədər sadələşmişdir. İstehsalı müxtəlif törəmə maliyyə alətləri olan fyuçerslər və opsiyonlarla həyat keçirilən spekulyativ əməliyyatlar və dünya valyuta kursları fərqiündəki oynamalar əvəz etmişdir. Beynəlxalq kapital bazarının iqtisadi mahiyyəti və rolu resusların qlobal miqyasda yenidən bölüşdürülməsindən ibarətdir. Praktiki olaraq dünyanın bütün inkişaf etmiş dövlətlərində maliyyə bazarları beynəlxalq şəxslərə malikdir. Qeyri rezidentlər qiymətli kağızları milli bazarlardan almaq hüququna malikdirlər və ya həmin ölkələrdə emissiya edilən qiymətli kağızlar xarici maliyyə bazarlarında paralel buraxılışların obyektinə ola bilər. Həmçinin onların ikinci bazarda kotirovkalarının predmetinə ola bilər. Yeni bank texnologiyaları bu imkanları daha da genişləndirərək, iştirakçılara hər bir ölkənin maliyyə bazarının vəziyyəti barədə dəqiq və həmin anda informasiya almaq imkanı verir.

Son illər ərzində dünya kapital bazarında bir sıra struktur dəyişiklikləri baş vermiş, belə ki, bir çox inkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan ölkələr öz qiymətli kağızlar bazarını unifikasiya edərək islahatlar aparmışdır. Hazırkı dövrdə investorlar qiymətli kağızları böyük və fəal qlobal maliyyə bazarlarında sata bilərlər. Yeni informasiya texnologiyaları isə investorlara qiymətli kağızlarla bağlı risklərin qiymətləndirilməsi imkanlarını daha da genişləndirir.

Maliyyə bazarları özlüyündə çətin inteqrasiya sistemini əks

etdirir ki, bu da dünya iqtisadiyyatının fəaliyyətində mühüm rol oynayır. Maliyyə bazarı heç bir sərhəd tanımır və onların qeyri müəyyən artımı, əsasən də qiymətli kağızlarla münasibətdə hecinq və risklərin idarə edilməsi mexanizmlərinin inkişafına gətirib çıxarır. Maliyyə alətləri kimi tanınan fyuçers və opsiyonlar daha da təkmilləşdirilərək derivatlar⁷ formasında əlavə edilir. Derivatlar valyuta, qiymətli kağızlar və maliyyə aktivlərinin digər növlərinin kurslarının dəyişdirilməsinin spekulyasiyası üzrə imkanlar verir. Dünya bazarlarında derivatlarla həyata keçirilən sövdələşmələrin həcmi sürətlə artır. ABŞ-ın Baş Hesablama Palatasının məlumatına əsasən 1986-1993-cü illər üzrə bu sövdələşmələrin həcmi 15 dəfə artmış və 12 trln. dollar təşkil etmişdir. Belə ki əvvəllər bu növ sövdələşmələr qərbi ölkələrində həyata keçirilirdisə, son zamanlar bu cür sövdələşmələr Şərqi Avropa, Asiya və Latın Amerikası ölkələrində də həyata keçirilir. Adi qiymətli kağızlar bazarı ilə müqayisədə derivatlar bazarının fərqi onun yüksək riskli olması və hadisələrin gedişi barədə qabaqcadan heç bir şey söylənilməməsidir. Mütəxəssislərin fikrincə derivatların qlobal bazarının inkişaf etməsi dünya maliyyə sistemi üçün fəlakətli nəticələrə bilər. Bu zaman bu sistemin bir həlqəsində iflas olan digər həlqələrin iflasına da səbəb ola bilər. Maliyyə bazarının yeni aləti olan derivatların meydana gəlməsi qiymətli kağızlar üzrə iri miqyaslı spekulyativ əməliyyatlar həyata keçirmək imkanı verir və bu da valyuta maliyyə sisteminin zəifləməsinə gətirib çıxarır. Maliyyə bazarının inkişafının digər vacib xüsusiyyəti fyuçers və opsiyon birjalarının böyük artımının olması oldu. Evrodollar, valyuta, ABŞ-ın xəzinə qiymətli kağızları və digər qlobal xarakterli qiymətli kağızlar bu birjaların ticarət tendensiyasını müəyyən edir. Fyuçers birjası şəbəkələrinin və onlar arasında əlaqələrin olması, onların iş vaxtının artırılması gün boyu ticarət aparmaq imkanı verir. Beynəlxalq banklar tərəfindən vəsaitlərin səmərəli səfərbər edilməsi üç faktorla müəyyən edilir.

1. Maliyyə bazarları tez bir zamanda beynəlxalq miqyaslı institutlara və bir çoxu (evrovalyuta üzrə depozit bazarları, dövlət qiymətli kağızlar bazarı) bazara çevrilir. Aksiya və fyuçers bazarları bu bazarlardan azacıq arxada qalır.

2. Köhnə kreditləşmə metodları yeni maliyyə alətlərinə və

⁷ - Qiymətli kağızların, valyuta və əmtəə kursuna əsaslanan razılaşmadır. Derivatlar satış (alış) baxımından öz sahibinə daha səmərəli qiyməti təsbit etmək imkanı verir.

kapitalın səfərbər edilməsi vasitələrinə transformasiya edilir. Burada ən mühüm vasitə kimi qiymətli kağızların girov qoyulması ilə verilən ssudalar və iri qarşılıqlı fondların yaradılmasını qeyd etmək olar.

3. Bir çox dövlətlərdə qiymətli kağızlarla əməliyyat üzrə diler və beynəlxalq banklar arasında əngəllər aradan götürülüb.

Beləliklə müasir kapital bazarının inkişaf etməsi dünya iqtisadiyyatının əsas hissəsinə çevrilir və bu sistemə yeni dövlətlər cəlb edilir. Maliyyə bazarlarının qloballaşması qaçılmaz haldır və bunun da öz müsbət və mənfi cəhətləri vardır.

1.6. Kapital bazarı xüsusiyyətləri, növləri, funksiyaları

Sərmayə bazarı orta və uzunmüddətli fond təklif və tələbinin qarşılaşdığı bazardır.

Kapital bazarının tipik xüsusiyyəti və pul bazarından ayrıldığı ən başlıca əsası bu bazarın uzunmüddətli fondlardan meydana gəlmiş olmasıdır. Kapital bazarından saxlanan fondlar (özqaynaq və ya xarici qaynaq) daha çox şirkətlərin bina, avadanlıq kimi olan vəsaitlərinin finansmanında istifadə edir.

Qısaca, desək, kapital bazarından saxlanan fondlar sabit sərmayə ehtiyacının ödənilməsində böyük əhəmiyyətə malikdir.

Pul bazarında olduğu kimi, kapital bazarının qaynaqları da yığımlardır. Kapital bazarının ən önəmli və ya uyğun olaraq istifadə etdiyi alətlər: aksiya (səhm) və istiqrazlardır. Kapital bazarında təklif və tələb bəzi alətlər yardımı ilə qarşılaşır.

Sərmayə fondları qiymətli kağızların alqı-satqısı yolu ilə bir əldən digər ələ dəyişdirilir.

Ona görə də bu halda kapital bazarını qiymətli kağızlar bazarı ilə birlikdə düşünmək məcburiyyətindəyik. Adətən, kapital bazarı ilə qiymətli kağızlar bazarı anlayışları çox vaxt bir-birinə yaxın olduğundan, sinonim kimi qəbul edilir. Qiymətli kağızlar bazarı isə özəlliklə istiqraz və aksiya bazarlarını əhatə edir.

Bir az da dərinliyə girsək, sərmayə bazarları ilə qiymətli kağız bazarındakı hərəkətlərin gerçəkdə tərs yöndə olduğu anlaşılır. Kapital bazarında "Məl" kapital fondları, qiymətli kağız bazarında isə istiqraz, aksiya kimi - "kağızlar"dır. Birkimsə 100 manatlıq

aksiya satın almaq istədiyi zaman bu, kapital bazarı yönündən sərmayə təklifi, qiymətli kağızlar bazarı yönündən isə qiymətli kağız tələbi anlamını verir. Göründüyü kimi, kapital bazarı ilə qiymətli kağız bazarı gerçəkdə bərabər anlamlı deyil, tərs anlamlı qurumlardır. Birində təklifi təşkil edən bir hərəkət, digərində tələbi şərtləndirir.

Bu tərs yönüyyə baxmayaraq, qiymətli kağızlar bazarı kapital bazarı içində və ya onun bir parçası olduğunu söyləmək mümkündür, ya da başqa bir yöndən baxsaq, əsil bazarın kapital bazarı olduğunu, qiymətli kağızların isə ayrıca bir bazarı təşkil etmədiyini sadəcə qiymətli kağızların kapital bazarında fondların əldən-ələ dəyişdirilməsində istifadə edilən alətlər olduğunu da irəli sürə bilərik.

Qiymətli kağızlar bazarında, digər bazarlarda olduğu kimi təklif-tələb qanuni keçərli olmaqla bərabər, bəzi hallarda bundan kənaraçıxmalar da müşahidə olunur, yəni bu bazarda xatırladılan qanun işləmir. Digər bazarlarda bir malın qiyməti düşüncə ona qarşı tələb artırsa, qiymətli kağızlar bazarında isə bəzi hallarda qiymət düşərkən tələb azala da bilər.

Alınib-satılan malın fiziki bir dəyərinin olmaması, doğrudan-döğruya hər hansı bir ehtiyacı ödəməməsi və spekulativ xarakterli olması təklif və tələbdə tərsinə elastikliyi yarada bilər.

Kapital bazarının növlərini kapital bazarının müxtəlif meyarlarına görə qruplara ayıra bilərik:

1) qiymətli kağızların ilk dəfə bazara çıxıb-çıxmadığına görə:

- I bazar, tədavülə ilk dəfə çıxarılan qiymətli kağızların əldən-ələ dəyişdirildiyi bazarlardır;

- II bazar - kapital bazarlarına daha öncə çıxarılmış və hələ də tədavüldə olan qiymətli kağızların alınib-satıldığı bazarlardır.

2) bazarların təşkilatı vəziyyətlərinə görə:

- təşkilatlandırılmış kapital bazarı, yəni qiymətli kağızların alqı və satqısı birjələrdə aparılır;

- sərbəst kapital bazarı, yəni müəyyən məkanı olmayan bazarlardır.

3) ölkə miqyasında olub-olmamasına görə:

- ölkə səviyyəsində kapital bazarı;

- bölgə miqyaslı kapital bazarı.

4) qiymətli kağız çeşidlərinə görə:

- özəl sektora aid aksiya və istiqrazların bazarı;
- dövlətə aid istiqraz və xəzinə bonolar bazarı.

Funksiyaları:

- I- yığımının sənaye axtarışını təmin edir;
- II - aksiyaların dəyərində uyğun olaraq şirkət menecmentinin fəaliyyətinə qiymət vermək olur.

1.7. Kapital bazarının strukturu

Sərmayə bazarında fondlar qiymətli kağız müqabilində əldən-ələ dəyişdirildiyinə görə, fond sahibləri bu sənədləri iki formada satın ala bilirlər: ya ilk ixracdan, ya da ikinci əldən. Məhz bu səbəbdən kapital bazarı iki kəsimdən ibarətdir:

I bazar: yığım sahibləri istiqraz və aksiya kimi haqq təmsil edən sənədləri bilavasitə ixrac edən qurumların və ya bunları ixraca vasitəçilik edən qurumlardan ala bildikləri hallarda I bazardan (primary market) söhbət gedə bilər. I bazarda ən önəmlisi qiymətli kağızların ixracdan alınmasıdır. Arada bir vasitəçi qurumun olması bu alışı I bazarda gerçəkləşməsinə maneçilik törətməz. II bazarda qiymətli kağızları ixracdan alanlar bunları pula çevirmək istədikləri təqdirdə, sonsuz müddətli sənədlərdə (aksiyalarda) heç bir zaman, orta və uzunmüddətli sənədlərdə (istiqrazlarda) müddətindən əvvəl, bunları ixrac edən qurumlara müraciət edə bilməzlər.

II bazar (secondary market) bu durumdakı qiymətli kağızların pula çevrilməsini saxlayan bazardır və qiymətli kağızların likvidliyini artıraraq I bazara tələb yaradır, onun inkişafını təmin edir. Bu baxımdan, kapital bazarında II bazar I bazar qədər önəmlidir. İnkişaf etmiş bazarlarda II bazarın iş həcmi I bazardan dəfələrcə böyükdür. II bazarın ən yaxşı təşkilatlanmış bölümü qiymətli kağız birjasıdır.

I bazar daha çox sərmayə bazarı bilinci ilə, II bazar isə qiymətli kağız bazar bilinci ilə çalışır. I bazarda uzunmüddətli fondların yığım sahibindən şirkətlərə transferi prosesi ortaya çıxır və I bazarda istiqraz və aksiya satışları sonuncuda şirkətin strukturuna təzə pul halında yeni sərmayə daxil edir. Ancaq II bazarda əldən-ələ dəyişdirilən qiymətli kağızlar fondları istifadə edənlərdən çoxdur. II bazardakılar öz aralarında qiymətli kağızları alıb-satırlar.

Artıq burada alınıb-satılan şey sərmayə fondları deyil, bir neçə

qiymətli kağızlardır. Qiymətli kağız bazarında tələb faktoruna təsir edən amillər aşağıdakılardır:

- ümumi pul miqdarı;
- xalqın yığım imkanları;
- yığım meyli;
- sosial sığorta fondları;
- sığorta şirkətləri;
- pensiya fondları;
- sosial müdafiə fondu.

Yuxarıdakı amillər inkişaf etdikcə, bazarda qiymətli kağızlara tələb də artır.

Qiymətli kağız bazarındakı təklif qaynaqlarına aşağıdakılar aiddir:

- yeni qurulan səhmdar şirkətlər;
- mövcud şirkətlərin xalqa açılması;
- xalqa açıq mövcud şirkətlərin sərmayə artımı.

1.8. Kapital bazarı və birja

Kapital bazarının anatomik strukturunun təhlili zamanı, bu bazarın daxilində qiymətli kağızlar bazarının da olduğunu və bu iki bazarın iç-içə olmasına rəğmən təklif və tələbin tərs yönlü olduğunu görürük. Qiymətli kağızlar bazarında sərmayə tələb edən şirkətlər xalqa qiymətli kağız təklif edir.

Sərmayə təklif edən xalq da əvəzində qiymətli kağızlar tələb edir.

Qiymətli kağızlar birjası (stock exchange, securities bourse) həqiqətdə sərmayə bazarının deyil, qiymətli kağızlar bazarının qurumudur.

Ancaq bu bazarlarda alqı-satqı mövzusu olan "Qiymətli kağızlar" deyilən aksiya və istiqraz kimi dəyərli kağızlar bilavasitə iqtisadi dəyər olmayıb, iqtisadi dəyərləri təmsil edən sənədlərdir.

Qiymətli kağız bazarlarında alqı-satqı edənlərin məqsədi mənfəət əldə etməkdir.

Aksiyanı satın alan şəxsin məqsədi dividend və ya aksiyanı daha yüksək qiymətə sataraq qazanc əldə etməkdir.

Birjada listinqdən keçmiş qiymətli kağızların investorlar üçün

faydaları:

1. Birjada listingdən keçmiş şirkət qanun çərçivəsində aksiya və istiqraz ixrac edir. Bu səbəbdən də investorların bu mövzuda aldatılması imkansızdır.

2. Qiymətli kağızları listingdən keçmiş şirkətlər birjaya fəaliyyətləri ilə əlaqədar, o cümlədən finans durumlarına yönəlik ən son bilgiləri birjaya vermə məcburiyyətindədirlər. Buna görə də investor qiymətli kağız alarkən və ya satarkən əlaqəli şirkət haqqında doğru, yetərli və yeni bilgiləri birjadan hər an saxlaya bilir.

3. Birjada listingdən keçmiş qiymətli kağızlar üçün sabit bazar vardır. Investorlar portfellerindəki bu cür aksiyaları və ya istiqrazları çox qısa vaxtda nağda çevirə bilirlər.

4. Birjada qiymətlər günlük yayımlandığına görə, investorlar qiymət indeksini izləyə və özlərini riskə qarşı qoruma imkanı əldə edə bilirlər.

5. Birjada qiymətli kağızlar alınıb və ya satılarkən investor çox az bir komisiyon haqqı ödəyir. Bu səbəbdən də onun qiymət mövzusunda aldanılması imkansızdır, çünki alış və ya satış qiyməti rəsmən bəllidir.

6. Listingdən keçmiş finans aktivləri investorlar üçün əmanətli investisiya alətləridir.

Birjaların modelləri və inkişaf mərhələləri

1. Yeni qurulan hər hansı bir birja həmən bir çalışma tempi göstərməz bir müddət özlərini və təmsil etdiyi investisiya sahələrini xalqa tanımaq məcburiyyətindədir. Bu tanıma yavaş-yavaş gerçəkləşdikcə birjaya qarşı xalqda bir bağlılıq yaranmağa başlayır.

2. Fəaliyyətə keçmə (manipulation) artan bağlılığın yetərli bir səviyyəyə çıxması ilə birjada ilk əməliyyatlar görülür. Lakin bunların miqdarı azdır, birjada investisiya qoyanlar zamanla qazançı çıxdıqlarını və investisiyaların uzun müddətdə digər yatırım alətlərindən daha verimli olduğunu gördükcə yatırımlarını artırır. Buna paralel olaraq qiymətlər yüksəlməyə başlayır. Qiymətlərin yüksəlməsilə isə hər kəs qazanır. Tələb bir az daha artır.

3. Spekulyasyon (speculation) Birjada mənfəət əldə edildiyini görən və duyan hər kəs birjaya qaçmağa başlayır.

4. Çöküş (crash)

Xalqın səhmlərə yönəlik tələbini dayandıracaq, ya da bazara

birdən-birə bol aksiya tökülməsinə yol açacaq hər hansı bir olay buna yetər. Məsələn, yüksələn qiymətləri satışa keçmək üçün yetərli görən və hər kəsdən öncə davranmaq istəyən bir böyük portfel sahibi (bank holding, investisiya fondu və s.) birdən böyük miqdarda satışa keçir. Adətən, bunu görən başqaları da satışa başlayır. Nəticədə satış artır və panika başlayır.

Panikanın başlaması ilə öncə qiymətlər sürətlə aşağı düşür. Daha sonra, alıcı olmadığı üçün iş həcmi də azalır. Azalma nə qədər davam edir?

Qiymət və iş həcmindəki azalma başlanğıc nöqtəyə qədər azalmaz və bu nöqtədən az və ya çox ola bilər. Həmin nöqtədə bazarda qiymətlər sabitləşirmi? Təbiidir ki, yox. Xatırladılan ən kritik nöqtədə dartışma başlayır və satıcılar artıq satmaqdan əl çəkirlər. Beləliklə, yeni bir təklif-tələb tarazlığı meydana çıxır və qiymətlər sabitləşir.

5. Ölgünlük (Maturity)

Bazar bu təcrübədən zərər görür, həm də ölgünləşmiş şəkildə düşür. Artıq səhmlərin sonsuzadək yüksəlməyəcəyi və düşərkən də sıfıra qədər enməyəcəyi öyrənilmişdir. Ölgünlük dönməndə yatırımcılar və spekulyatorlar ağıllı və ehtiyatlı hərəkət edirlər.

6. Birjaların həssaslığı.

Birjalar yalnız iqtisadi həyatı deyil, bütün sosial siyasətin barometridir. İqtisadi olaylar, faktorlar və göstəricilər qədər, hətta onlardan daha çox sosial-siyasət və sosial-psixoloji dəyişmələr birjaya təsir edir.

Bazar iqtisadiyyatının təməl qurumlarından biri olan birjaların iqtisadiyyata saxladığı xidmətlər aşağıdakılardır:

- likvid saxlama funksiyaları.
- bazarda vahid qiymət təşkil etmə funksiyası.
- etimad və təminat funksiyası.
- iqtisadiyyatda barometr funksiyası.
- sərmayəyə hərəkətilik (mobilitə) saxlama funksiyası.
- mülkiyyəti geniş xalq kütləsinə yayma.
- birjanın iqtisadiyyata qaynaq yaratmadakı rolu.

1.9. Fond birjası

Qiymətli kağızların ikinci bazarında əsas yerlərdən birini fond birjası tutur. Birjanın meydana gəlməsinin əsas səbəblərindən biri bazar münasibətlərinin inkişaf etməsi olmuşdur. İlk dəfə birja anqlo-saks dövlətlərində meydana gəlmişdir.

Fond birjası, müstəqil olaraq, fəaliyyət predmeti qiymətli kağızlar üçün zəruri şəraitin yaradılması, onların bazar qiymətlərinin müəyyən edilməsi, qiymətli kağızlara olan tələb və təklif arasında tarazlığı əks etdirən, həmçinin onlar haqqında lazımi informasiyanın yayılması, qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının yüksək peşəkarlıq səviyyəsini nümayiş etdirmək üçün şərait yaradılması olan təşkilatdır. Fond birjası qapalı səhmdar cəmiyyət formasında olur. Fond birjası yalnız birja üzvləri arasında ticarəti təşkil edir.

Fond birjası fəaliyyətini müvafiq icra hakimiyyəti orqanının verdiyi xüsusi razılıq əsasında həyata keçirir. Fond birjası depozitari və klirinq fəaliyyəti istisna olmaqla, digər fəaliyyət növləri ilə məşğul ola bilməz. Fond birjasının nizamnaməsinin, onun ticarət qaydalarının pozulması və fond birjasının digər daxili sənədlərinin pozulması zamanı cərimələr müəyyən edilir. Fond birjasının üzvlərinə aid olan daxili normativ aktlar fond birjası tərəfindən onun üzvlərinin təklifləri nəzərə alınmaqla müstəqil müəyyənləşdirilir.

Fond birjasının beş əsas funksiyası vardır:

- likvidlik ehtiyaclarını qarşılamaq;
 - alıcıları-satıcıları qiymətli kağızların alqı-satqısını etmək üçün bir məkanda qarşılaşdırmaq;
 - qiymətli kağızların real kursunu müəyyən etmək;
 - kapitalın bir sahədən digər sahəyə axmasını təmin etmək;
 - real bazarın yaradılmasına xidmət etmək.
- Dünya praktikasında fond birjalarının 3 tipi mövcuddur:
- ictimai-hüquqi;
 - xüsusi birjalar;
 - qarışıq birjalar.

İctimai hüquqi birjalar hər zaman dövlətin nəzarəti altında saxlanılır. Dövlət birja ticarət qanunlarının tərtib edilməsində iştirak edir və onların həyata keçirilməsinə nəzarət edir, ticarət zamanı birjada qayda-qanunların olmasını təmin edir, birja maklemlərini təyin edir və onları işdən kənarlaşdırır. Bu cür tip

birjalara Almaniyada, Fransada rast gəlmək olar.

Xüsusi birjalar səhmdar cəmiyyət formasında yaradılır. Tam sərbəst birja ticarətini təşkil edirlər. Bu, o demək deyil ki, dövlət bir kənarda qalır. Dövlət birja ticarətinin tənzim edilməsində öz üzərinə heç bir təminat götürmür. Buradakı bütün sazişlər qanun çərçivəsində olur, heç bir qanun pozuntusuna yol verilmir, əgər qanun pozuntusuna yol verilərsə, onu pozanlar cinayət məsuliyyətinə cəlb edilir. Bu tip birjalar Böyük Britaniya və ABŞ dövlətləri üçün xarakterikdir.

Əgər fond birjası səhmdar cəmiyyət formasında yaradılsa və onun kapitalının 50%-dən az olmayaraq dövlətə məxsusdursa, onda bu cür birjalara qarışıq birjalar adlandırırlar. Bu cür birjaların başında seçilmiş birja orqanı durur. Birjanın fəaliyyətinə birja komissarı nəzarət edir və rəsmi şəkildə birja kurslarını qeydiyyatdan keçirir. Bu cür birjalar Avstriya, İsveç və İsveçrə dövlətləri üçün xarakterikdir.

Fond birjasının idarəetmə orqanı

Birjanın ümumi yığıncağı birjanın ən ali idarəetmə orqanı hesab edilir. Birja üzvlərinin ümumi yığıncağı ardıcıl olaraq hər il bir dəfədən az olmayaraq çağırılır. Birjanın növbədən kənar iclası birja üzvləri və birja şurası tərəfindən çağırıla bilər.

Birja üzvlərinin ümumi yığıncağının səlahiyyətlərinə aşağıdakı məsələlər daxil edilir:

- birjanın nizamnaməsində müəyyən dəyişikliklər və əlavələrin edilməsi, yaxud da birjanın nizamnaməsinin yeni redaksiyada təsdiq edilməsi;
- birja heyəti sayının və yaxud direktorlar şurasının müəyyən edilməsi;
- birjanın strateji inkişaf planının təsdiq edilməsi;
- birjanın icraedici orqanının təşkili;
- birjanın təftiş komissiyasına yeni təftişçilərin seçilməsi və onların səlahiyyətlərinin vaxtından qabaq dayandırılması;
- illik hesabatın, mühasibat balansının təsdiq edilməsi;
- birja şurasının və birjada işləyən şəxslərin saxlanması üçün smeta xərclərinin təsdiq edilməsi;
- birjaya yeni üzvlərin qəbul edilməsi;
- birjanın fəaliyyətinə xitam verilməsi;
- birjadaxili normativ sənədlərin təsdiq edilməsi və ya

dəyişikliklərin edilməsi.

Belə ki, birja üzvlərinin ümumi yığıncağı ildə bir dəfə keçirildiyindən birjanı idarə etmək üçün birja şurası seçilir. Birja şurası birjanın idarə edilməsinə nəzarət edir, birjanın fəaliyyəti ilə əlaqədar məsələləri həll edir. Birjanın ümumi yığıncağı kimi birja şurasının da müəyyən səlahiyyətləri vardır. Birja şurasının səlahiyyətlərinə aşağıdakı məsələlər aid edilir:

- birjanın vəzifələri və fəaliyyəti ilə əlaqədar istiqamətlərin müəyyən edilməsi;
- birja ticarət qanunlarında dəyişikliklərin edilməsi;
- birjaya yeni üzvlərin qəbul edilməsi və kənarlaşdırılması məsələlərinin həlli;
- birja əmlakına sahib olmaq;
- bütün cərimə ödəmələrinin, pul və komissiyon yığımlarının müəyyən edilməsi.

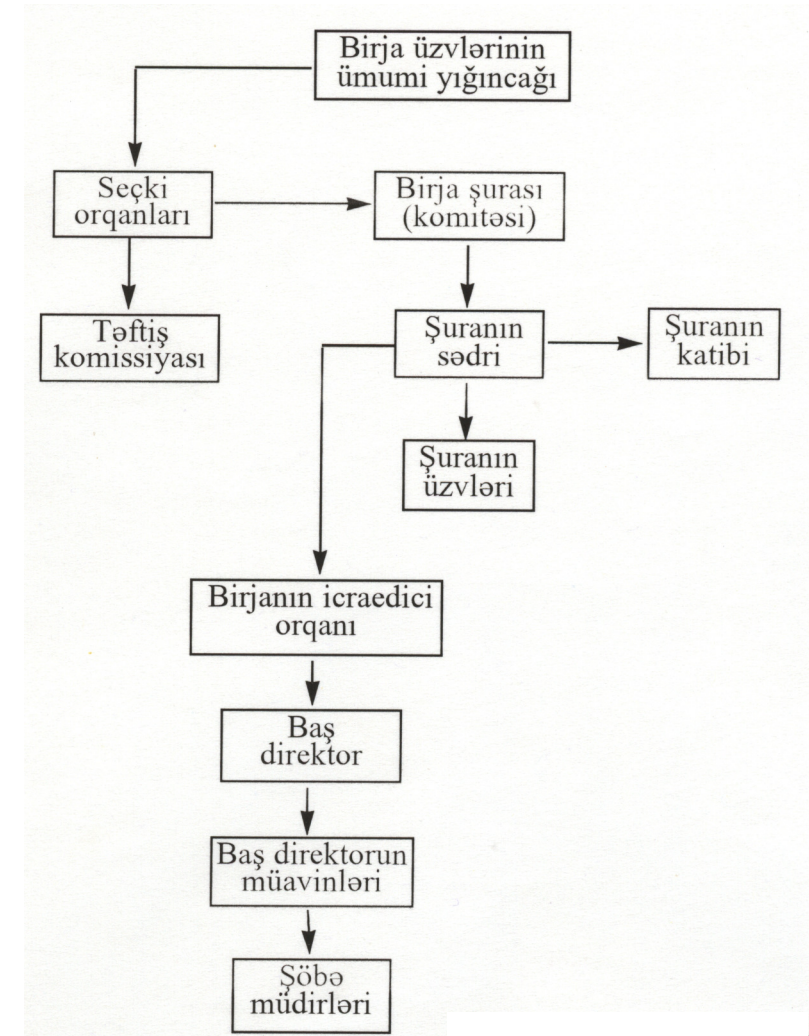
Birja şurası üzvlərinin sayı birjanın nizamnaməsində və yaxud da birja üzvlərinin ümumi yığıncağında müəyyən edilir.

Birjanın maliyyə-təsərrüfat fəaliyyətinə nəzarəti birjanın təftiş komissiyası yerinə yetirir. Təftiş komissiyasının səlahiyyətləri birja nizamnaməsi ilə müəyyən edilir. Təftiş komissiyasının səlahiyyətləri aşağıdakı şəkildə müəyyənləşdirilir:

- idarəetmə orqanı tərəfindən qəbul edilmiş qərarların hüquqi gücünü qiymətləndirmək;
- birjanın maliyyə-təsərrüfat yoxlamaları nəticələrini birja üzvlərinin ümumi yığıncağına hazır etmək;
- birjanın maliyyə-təsərrüfat fəaliyyətini qiymətləndirmək – hesabların vəziyyətini və mühasibat sənədlərinin doğruluğunu yoxlamaq;
- mühasibat və statistika hesabatlarının doğru olub-olmadığını yoxlamaq;
- kassa və fond birjasının vəziyyətini qiymətləndirmək.

Təftiş komissiyasının yoxlamaları ildə bir dəfədən az olmayaraq aparılır. Birjada müəyyən vəzifələr tutan şəxslərə təftiş komissiyasının tələbinə uyğun olaraq birjanın maliyyə-təsərrüfat fəaliyyəti ilə əlaqədar olan sənədləri təqdim etməlidirlər. Təftiş komissiyası birja üzvlərinin ümumi yığıncağının növbədənənar iclasını çağırmaqla bilər.

Fond birjasının idarəetmə orqanı



Birja üzvlərinin ümumi yığıncağı dünyanın bir çox ölkələrində ən ali idarəetmə orqanı hesab edilir. Burada yalnız fərq ümumi yığıncağın iclasında səsvermə zamanı səsvermələrin müxtəlif olmasıdır. Məsələn, Yaponiya Fond Birjasının idarə heyəti tərkibinə xüsusi icraedici orqan, məsləhətçi və auditor strukturu şöbələri daxil edilir. Birjanın bütün üzvləri öz fəaliyyətindən asılı olmayaraq eyni

səsvərmə sayına sahibdirlər. Birjanın 23 həqiqi üzvü vardır. Yaponiyanın fond birjası dövlətin tam nəzarəti altındadır. YFB birja fəaliyyətinə başlamaq, nizamnamədə dəyişikliklər etmək üçün Maliyyə Nazirliyindən icazə almalıdır.

Fond birjası, həmçinin, birja sazişlərində iştirak edəcək iştirakçıların hamısına eyni səviyyədə məlumat verməlidir. Fond birjasının bir vasitəçi kimi iştirak etməsinə baxmayaraq, o müştəriyə alacağı qiymətli kağızın gəlir verib-verməyəcəyi barədə təminat verə bilməz. Birja müştəriyə yalnız alacağı qiymətli kağız haqqında dolğun məlumat verə bilər. Beləliklə, qeyd etmək lazımdır ki, birjada yalnız listinqdən keçmiş şirkətlərin aksiyaları kotirovka edilir. Birja ekspertiza qiymətini müəyyən etmək və qiymətli kağızı qiymətləndirmək üçün qiymətli kağızı ixrac edən şirkətdən auditor tərəfindən yoxlanılmış mühasibət balansını, mənfəət və zərər hesabatı sənədlərini tələb edə bilər. Birja bu sənədləri aldıqdan sonra bir ay müddətində bu sənədlərlə tanış olur və öz rəyini bildirir. Listinqdən keçmiş şirkətlər müəyyən şöhrətə sahib olurlar.

Bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, hər bir birjanın özünə-məxsus müxtəlif şərtləri vardır. Bir birjadan listinqdən keçməyən şirkət digər bir birjadan listinqdən keçə bilər.

Birja indeksləri

İlk fond indeksi XIX əsrin sonunda işlənib hazırlanmışdır. Çarlz Dou 1884-cü ildə 11 sənaye şirkətinin aksiyasını birləşdirən fond indeksini işləyib hazırlamışdır. 1928-ci ildə isə bu indeks otuz ən iri sənaye şirkətinin aksiyasını əhatə etmişdir. Amma bütün bunlar sənaye sektorunu əhatə etmir. Dörd «Dow Jones» indeksi mövcuddur.

«Dow Jones» sənaye indeksi dünyada ən qədim və geniş yayılmış indekslərdən biridir. Nyu-York Fond Birjasında kotirovka edilən aksiyaların 15-20%-ə qədər «Dow Jones» indeksinin payına düşür. Bu indeksli birjada tədaviylə buraxılan aksiyalar toplanılır və alınan məbləğin müəyyən edilmiş deminotora bölünməsi ilə hesablanır. «Dow Jones» indeksi hər səhər Amerikanın bəzi qəzetlərində çap edilir. Amma Nyu-York Fond Birjasında isə «Dow Jones» indeksi hər yarım saatdan bir hesablanır və bu barədə məlumat verilir. «Dow Jones» şirkəti bu indeksdən fyuçers kontraktları və opsiyonlarla iş zamanı istifadə etməyi qadağan edir.

«Dow Jones» nəqliyyat indeksinə iyirmi nəqliyyat şirkətinin

aksiyaları daxil edilir. Bura avia şirkətlər dəmir yol şirkətləri və avtoyol şirkətləri daxildir.

«Dow Jones» kommunal indeksi – qaz və elektrik təchizatı ilə məşğul olan on beş iri şirkətin aksiyalarını özündə cəmləşdirir.

«Dow Jones» tərkib indeksi – bu indeks həm də «indeks-GS» adı ilə də məşhurdur. Bu indeksin göstəriciləri «Dow Jones»un sənaye nəqliyyat və kommunal indekslərinin əsasında tərtib edilir. «Dow Jones» indeksinin hesabına aşağıdakı şirkətlərin aksiyaları daxil edilmişdir. General Elektrik, General Motors, İnko, Dirop, Amerikan – 10, Cons Linvil, Merk, Prokter and Fembeli, Teksako, Vulvort, Standart Oyl». «Dow Jones» indeksi sadə riyazi üsulla hesablanır.

$$I_{DS} = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{D}$$

burada **R** – aksiyanın kursu, **D** – bölən, **n** – aksiyaların sayı.

«Standard and Poor's» - «500» indeksi 500 iri şirkətin aksiyasının bazar qiymətini ölçən indeksdir. 500 iri şirkətin tərkibinə aşağıdakı şirkətlər qrupu aid edilir: 400 sənaye, 20 nəqliyyat, 40 maliyyə və 40 kommunal şirkətlər. Bura əsasən Nyu-York Fond Birjasından, Amerika Fond Birjasından və qeyri-birja dövryyəyəsindən qeydiyyatdan keçmiş şirkətlərin aksiyaları daxildir «Sp-500» indeksinin hesablanma metodu «Dow Jones» indeksinə nisbətən çox çətindir.

$$I_{sr-500} = \frac{\sum P_{i \times} Q}{\sum P_{oi} \times Q_i}$$

burada **P** – bir aksiyanın cari qiyməti, **P_{oi}** – bir aksiyanın bazis dövründəki qiyməti, **Q_i** – şirkət tərəfindən buraxılan aksiyaların sayı.

«Sp-500» indeks 1941-1943-cü illərdən hesablanmağa başlanmışdır. «Sp-500» indeksinin bazis qiyməti kimi 1941-43-cü illərdə olan müvafiq aksiyaların orta qiyməti götürülür. Məs.: Sp-500 indeksinin 1997-ci il 4 aprelində indeksi 757,90 punkt təşkil edirsə, bu onu bildirir ki, 500 şirkətin aksiyalarının orta bazar qiyməti 1941-45-ci illərlə müqayisədə 75 dəfədən bir az çox olaraq artmışdır.

«Sp-100» indeksinin əsasını Çikaqo Opsion Birjasından

qeydiyyatdan keçmiş şirkətlərin opsiyonları təşkil edir. Bu indeks də əsas etibarilə Nyu-York Fond Birjasından qeydiyyatdan keçmiş sənaye şirkətləridir. «Sp-100» indeksi də «Sp-500» indeksi kimi hesablanır, amma burada 100 şirkətin aksiyaları götürülür. Məs.: «Sp-100» indeks kəmiyyəti 410 punkt təşkil edərsə, bu onu göstərir ki, aksiyaların orta qiyməti 41 dəfə artmışdır. ABŞ-ın qeyri-birja dövriyyəsində ən əsas indeks NASDAQ indeksidir. «NASDAQ» indeksi qeyri-birja bazarının 5000 aksiyasını özündə birləşdirir. «NASDAQ» indeksinin də hesablanma metodu «Sp-500» indeksi kimidir. İlk dəfə bu indeksin hesablanmasına 1971-ci ildən başlanılmışdır və 100 punkta bərabər olub, 1997-ci ilin 4 aprelində bu indeksin kəmiyyəti 1236,7 punkt təşkil etmişdir. Bu da onu göstərir ki, aksiyaların orta qiyməti 12 dəfə artmışdır.

İlk Avropa indeksi İngiltərədə meydana gəlmiş və 30 şirkəti özündə birləşdirmişdir. Fond bazarında edilən müəyyən dəyişikliklərdən sonra P-90 indeksi meydana gəldi. Bu indeks işləyib hazırlayanlar iqtisadiyyatda müəyyən struktura və gücə sahib olan 30 ən iri şirkəti seçdilər. İngiltərədə ən məşhur indekslərdən biri də «Futsi-100» indeksidir. Bu indeks real zaman rejimində hesablanır. Yaxın qonşumuz olan Rusiya Federasiyasında da bir sıra fond indeksləri fəaliyyət göstərir. 1) «Skeyt-press» indeksi, 2) «AKVM» fond indeksi, 3) «Kommersant» jurnalının fond indeksi, 4) «Ros» indeksi, «Sol» indeksi, 5) «Tront» maliyyə mərkəzinin fond indeksi.

İlk dəfə birja indeksində opsiyonlarla əməliyyata 1983-cü ildən başlanılmış, sonralar isə Çikaqo əmlak birjasında bir yerə cəmlənmişdir. Ən geniş yayılmış «Sp-500» «Sr-100» və Nyu-York Fond Birjasının opsiyon indeksləridir. Fyuçers kontraktlarında da ən geniş yayılmış indeks «Sp-500» indeksidir ki, bunlar da Çikaqo əmtəə birjasında satılır. Bu indeksin də hər punktu opsiyonda olduğu kimi 500-ə bərabərdir. Məs.: opsiyunun qiyməti 5000-dirsə, opsiyonu alan zaman punkt 490 olubsa, indeks 245000 olacaqdır. Əgər bir müddət sonra «Sp-500» indeksinin punktu 506-ya çatırsa, onda indeksin dəyəri 253000 dollara qalxacaqdır. Bu vəziyyətdə alıcı öz hüququnu da istifadə edəcək və satıcı 8000 fərqlə pul ödəyəcəkdir.

Fond sazişləri

Bir qayda olaraq, qiymətli kağızların alqı-satqısında bir neçə adam iştirak edir. İki maraqlı tərəf alqı-satqı zamanı sazişləri öz aralarında bağlaya bilsələr də amma çox zaman onlar brokerlərin, dilerlərin və fond birjalarının xidmətlərindən istifadə edirlər. Belə ki, sazişlər birja daxilində, eləcə də birjadan kənarda bağlana bilər. Birja və qeyri-birja sazişləri bir-birlərindən fərqlənilir. Birja sazişləri brokerlərin, dilerlərin və yaxud da digər birja rəsmilərinin vasitəçiliyi ilə bağlanır. Bu heç də o demək deyil ki, birja vasitəçilərinin iştirakı vacibdir. Fond birjalarının sazişləri iki yerə bölünür: kassa və təcili sazişlər.

Kassa sazişləri adi sövdələşmələr olub, burada bütün hesablar qiymətli kağızların yoxlanılması, yenidən qeydə alınması və yoxlanılması müəyyən müddət ərzində baş verir. Kassa sazişlərində iş formulası bu cür hesablanır: $T+n$ burada T sövdələşmənin baş verdiyi gündür və Rusiya ticarət sistemində n - gündür. Burada tam müddət $T+3$ gündür. Onlar öz növbələrində adi və marjlı ola bilərlər. İlk marjın ölçüsünü birja özü və yaxud da broker kontor müəyyən edir. Marjın kəmiyyəti kontraktın nominal qiymətindən fərqli olaraq 45-50% arasında dəyişir və onun qiymətindən asılıdır. Qiymətli kağızların marjla alınıb-satılması alıcı və satıcılar üçün, eləcə də brokerlər üçün qorxuludur. Buna görə də dünyanın bir çox ölkələrində bu cür sazişlər ciddi tənzim edilir.

Təcili sazişlər gələcək zamanda həyata keçirilməsi güman edilən sazişlərdir. Sazişlərin bağlanılma mexanizmindən asılı olaraq qiymətlərin və hesabların müəyyən edilməsi vasitələri müxtəlif cür ola bilər. Təcili sazişlərin yerinə yetirilməsi müddəti kontraktın konkret təyin olunan bir vaxta bağlıdır. Məs.: Saziş bir aylıq müddətə bağlanılır. 1 iyulda bağlanan saziş 1 avqustda yerinə yetirilir, 10 iyunda bağlanan 10 iyulda yerinə yetirilməlidir. Təcili sazişlərin yerinə yetirilməsi müddəti onların mürəkkəbliyindən asılıdır. Əgər sazişi 2-3 gün ərzində başa çatdırmaq olarsa, onu bir ay müddətinə uzatmağın heç bir əhəmiyyəti yoxdur. Təcili sazişlərin bağlanma mexanizmindən asılı olaraq onlar adi, şərti və propoloqasiyalı olurlar.

Şərti sazişlərin bağlanılması zamanı kontragentlərdən biri saziş bağlanan və bitən zaman kurslar arasındakı fərqi ödəməlidir. Bu növ sazişlər oyun xarakteri daşıyırlar.

Adi saziş zamanı isə istənilən hər hansı bir qiymətli kağızın faiz dərəcəsi alınıb-satıla bilər.

Propoloqasiya sazişlərinin iki növü mövcuddur:

- *report* (müasir adı «peno»);
- *deport*.

Bu növ sazişlər sövdələşmədəki birja oyunçusunun vəziyyəti ilə müəyyən edilir: «öklər» report edir, «ayılar» isə deport.

Report birja sazişinin vaxtının uzadılmasının bir növüdür. Burada «öklər», yəni birja spekulyantı artıma doğru gedir. «Öklər» çox zaman sazişləri «ayılar»la bağlayırlar, amma banklara da müraciət edə bilirlər. «Ayı» əməliyyatları 3 mərhələdən ibarətdir: Qiymətli kağızların borc şəklində əldə edilməsi, qiymətli kağızların satılması, satılan qiymətli kağızların sonra daha ucuz qiymətə alınıb borc sahibinə qaytarılması. «Ayı»dan fərqli olaraq «öklər» artıma gedir. «Öklər» gözləyir ki, qiymətlər yuxarı qalxsın və onda satır. Buradan da belə nəticə çıxır ki, deməli, «öklər» əvvəlcə ucuz alır, baha satır, «ayı» isə əvvəl satır, sonra isə daha ucuz alır.

Deport reportun əks əməliyyatıdır. Deporta daha çox «ayılar» meyl edirlər ki, onlar da bildiyimiz kimi, azalmaya doğru gedirlər.

Təcili sazişlərin müəyyən növləri vardır ki, bu zaman kontraktı bağlayan tərəflərdən biri müəyyən şərtləri yerinə yetirməyə məcbur olur. Bu sazişlərə ilk öncə girovlu sazişlər, mükafatlı sazişlər, opsiyon və fyuçers sazişləri aid edilir. Girovlu saziş zamanı kontragent digər maraqlı tərəfə müqavilə əsasında müəyyən edilmiş pul məbləği ödəyir. Bu pul məbləği öz öhdəliklərinin yerinə yetirilməsi üçün qarantdır.

Mükafatlı sazişlər vaxt seçmək ixtiyarından asılı olaraq sadə, sərt, ikitərəfli və spellajlı olurlar. Mükafatlı sadə sazişlər zamanı mükafatı ödəyən kontragent sazişi icra edə də bilər, etməyə də.

Mükafatlı sərt və sərbəst sazişlər zamanı mükafatı ödəyən sayı müəyyən edilmiş qiymətli kağızların bir hissəsinin qəbul edilməsindən imtina edə bilər.

Mükafatlı spellajlı sazişi zamanı mükafatı ödəyən şəxs satınalma və yaxud da satma seçimi hüququ alır və gün qurtardıqdan sonra isə müqavilədə təshih edilmiş qiymətli kağızları təyin edilmiş yüksək kursla ala bilər və yaxud da özü aşağı təyin edilmiş kursla sata bilər. Kurslar arasındakı fərq mükafatın ölçüsünü müəyyən edir.

Təcili sazişlərdə əsas yerlərdən birini də opsiyon və fyuçers sazişləri tutur. Opsion zamanı iki şəxs arasında bağlanan kontrakta

müvafiq olaraq bir tərəf digər tərəfə qiyməti müəyyən edilmiş qiymətli kağızı müəyyən edilmiş vaxt ərzində alıb-satmaq hüququ verir. Bu hüquq alınıb-satıla bilər. Opsionların bir çox növləri vardır. Bunlardan Amerika, ikili, Avropa, alıcı (opsion «koll»), satıcı (opsion «put»), opsiyonlarını misal göstərmək olar. Bunların hamısı gəlirliyinə görə yüksək yerlər tuturlar. Opsion sazişlərin yerinə yetirilməsi zamanı tərəflər müxtəlif öhdəliklər yerinə yetirirlər.

«Amerika» opsiyonu. Bu opsiyon hər zaman onun müddəti qüvvədən düşənə qədər realizə ilə satıla bilər.

«İkili» opsiyon mükafatlı sövdələşmə hüququ verən opsiyon.

Opsion «koll». Bu saziş ilkin mükafatlıdır ki, bu zaman alıcıya müəyyən fyuçers kontraktlarını şərtləşdirilmiş qiymətlər əsasında almaq hüququ verilir.

Opsion «put». Bu zaman isə alıcıya fyuçers kontraktlarını şərtləşdirilmiş qiymətlər əsasında satmaq hüququ verilir. «Koll» və «put» opsiyonları psixoloji cəhətdən «öklər» və «ayılar» davranışlarını xatırladır.

Hazırda dünyanın bir çox dövlətlərində opsiyon sazişləri xüsusi birjalarda bağlanılır. Opsion sazişləri 3, 6 və 9 ay müddətinə bağlanılır. Opsionlarla alqı-satqı klirinq palatasının köməkliyi ilə xeyli genişlənmişdir. Son zamanlara qədər fyuçers sazişləri əmtəə birjalarında bağlanırdı. 70-ci illərin əvvəllərində isə fyuçers sazişləri fond birjalarında bağlanılırdı. Birja kontraktın şərtlərini işləyib hazırlayır ki, bu da hər bir konkret maliyyə aktivini növü üçün standart hal kimi qəbul edilir. Fyuçers sazişləri hər zaman pula çevrilə bilər. Fyuçers çoxlu sayda əldən-ələ keçə bilər. Fyuçers kontraktlarının opsiyonlardan əsas fərqi ondan ibarətdir ki, maliyyə fyuçers sazişləri heç vaxt real tədarük etmə ilə tam ödəmə ilə başa çatmır. Fyuçerslərdə opsiyonlarda olduğu kimi alıcı və satıcının hüququnu təsdiq edən sertifikatlar yoxdur və bu da onların gələcəkdə xüsusi bazarlarda satılmasına imkan vermir. Elə bu göstəricilərinə görə də fyuçers sazişlərini maliyyə əməliyyatlarının ən sadə forması kimi qəbul etmək lazımdır. Son zamanlar indeksli fyuçers sazişləri daha geniş yayılmışdır. Bu cür sazişlər dünyanın bir çox birjalarında bağlanılır və bunların da təxminən 50-60%-ə qədər Çikaqonun iki ixtisaslaşdırılmış birjalarının payına düşür. Onlara ciddi rəqabəti London və Paris maliyyə fyuçers birjaları göstərilir. SRN, Almaniya, İspaniya və b. ölkələrdə də fyuçers saziş birjalrı fəaliyyət göstərir.

İnkişaf dərəcələrinə görə fond birjalarının təsnifatı

XVII əsrdə Avropa ölkələri arasında müharibələr dövlət xərclərini yüksəltmiş və bu proses hökumətləri dövlət xərclərinin finanslaşdırılması üçün yeni üsullar axtarmağa məcbur etmişdir. Bu mövzuda ilk addımı atan İngiltərə dövləti olmuşdur. 1694-cü ildən başlayaraq İngiltərə dövlət istiqrazlarının ixracını həyata keçirdi və 1790-cı ildə İngilis Hökumətinin dövlət borcunun ümumi həcmi 234,6 milyon funt sterlinqə qədər yüksəlmişdir. Bu borclanma kağızları dövlət təminatı altında olduğu üçün böyük maraq doğurmuşdur. London Fond Birjası Birinci Dünya müharibəsinə qədər dünyanın ən böyük fond birjası olmuşdur.

1853-cü ildə London Fond Birjasında kotirovka edilmiş qiymətli kağızların 76%-i dövlət, 24%-i özəl sektor tərəfindən ixrac edilmiş və qiymətli kağızların nominal dəyərlərinin ümumi miqdarı 1,2 milyard funt sterlinq olmuş və bu nisbət 1913-cü ildə dəyişmiş və birjada əməliyyat keçirilən qiymətli kağızların 35%-i dövlət, 65%-i özəl sektora aid olması ilə yanaşı ümumi miqdar 9,6 milyard funt sterlinqə çatmışdır. 1853-1913-cü illər ərzində birjada əməliyyat keçirən xarici sərmayəli qiymətli kağızların payı 8%-dən 53%-ə qalxmışdır.

1907-ci ildə dünyada mövcud olan 89 fond birjasından 56-sı Avropa qitəsinin payına düşür. Müasir dövrümüzdə inkişaf dərəcələrinə görə birjalara aşağıdakı kimi dərəcələndirmək mümkündür:

1. Super birjalar:

- *Nyu-York Fond Birjası;*
- *Tokio Fond Birjası;*
- *London Fond Birjası.*

Bu üç birjada qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyat həcminin dünya birjalara içindəki payı 60%-dir.

2) Böyük birjalar:

- *Honq-konq fond birjası;*
- *Paris fond birjası;*
- *Frankfurt fond birjası;*
- *Milan fond birjası.*

3) Orta ölçülü birjalar:

- *ABŞ-da Boston, Filadelfiya;*
- *Avropada Madrid, Barselona, Kopenhagen;*
- *Uzaq Şərq ölkələrində – Seul, Tayvan, Sidney, Bombay;*
- *Latın Amerikasının ölkələrində – Buenas-Ayres, Toronto,*

Monreal.

4) Kiçik birjalar:

Dünyada irili-xırdalı 65 birja fəaliyyət göstərir. Yuxarıda sayılanların xaricində bütün birjalar kiçik birjalar siyahısına daxildir. Bunlar arasında İstanbul, Afina, Tel-Əviv, Helsinki, Manila, Kuala-Lumpur, Nigeriya birjalara gələcəkdə orta ölçülü birjalar siyahısına girməyə namizəddirlər. İnkişaf etməkdə olan ölkələrdə qurulan fond birjalara Dünya bankı və onun yan quruluşu olan Beynəlxalq Maliyyə Qurumunun dəstəyi və nəzarətində inkişaf etməkdədirlər. Bu birjaların üstün cəhətlərindən biri odur ki, hamısının qapısı xarici investorlara açıqdır.

Nyu-York Fond Birjası. ABŞ-da yeddi fond birjası fəaliyyət göstərir. Fond birjalara içində ən böyük Nyu-York Fond Birjasıdır (NYFB). Qiymətli kağızlarla görülməli əməliyyatların 75 %-i NYFB-nin payına düşür. NYFB-nin üzvləri fəaliyyətinə görə aşağıdakı kateqoriyalara bölünürlər: broker komissioner; zalda işləyən broker; birja brokeri; mütəxəssislər.

Zalda işləyən broker adətən sifarişləri yerinə yetirərək müştərinin adından aksiyalar alır və yaxud satır. Zalda işləyən brokerlərin iki əsas tipi vardır: Evin brokerləri və müstəqil brokerlər. «Evin brokerləri» böyük, müxtəlif broker-dilerlərində çalışırlar. Evin brokerləri sifarişi öz adından və yaxud onun firma müştəriləri adından həyata keçirir. Müstəqil broker kimi fəaliyyət göstərən üzvlər isə fərdi və yaxud «butik» olurlar ki, onlar da brokerlərin, broker-dilerlərinin üzvləri və üzvü olmuyanlarının yerləşdirilməsini həyata keçirilməsi xidmətini təmin edirlər. Müstəqil brokerlər ümumiyyətlə «2\$-lıq brokerlər» kimi tanınırlar. Hazırkı dövrdə müstəqil brokerlər NYFB-nin «sahibkar agentləri» hesab edirlər. Onların gəliri komission gəliri hesabına yığılır. İlk öncə NYFB-nin üzvlərinin sayı yeni qoyulmuş iştirakçıların və yaxud qocalıb əldən düşmüş və ya istefaya göndərilmiş iştirakçılardan asılı olaraq qaldırılmış və yaxud endirilmiş olurdu. Daha sonra isə 1868-ci ildə Birja üzvlük saylarını təsbit etdi və onların yerlərini satmaqla iştirakçıların buraxılması qaydalarına nəzarət etməyə başladılar. 1860-cı illərin axırı və 1870-ci illərin əvvəlləri üzvlük 4000 dollar olduğu halda yeni yüz illiyin əvvəllərində üzvlük haqqı 80000 dollar təşkil etmişdir. Yer üçün ən yüksək qiymət 1999-cü ildə 23 avqustda 2.650.000 olmuşdur. Hal-hazır ki, dövrdə yerlər yerin sahibləri tərəfindən icarəyə verilə bilər, sahib

olmaq özünü isə bir nüfuz, səlahiyyət və məsuliyyət deməkdir. NYFB-də hazırda 1366 yer vardır.

Cədvəl 3.1

Yerlərin satılması barədə məlumatlar	
Tarix	Qiymət \$
2.02.1999.	2.000.000
01.03.1999	2.600.000*
23.08.1999	2.650.000**
15.09.2000	2.000.000
15.12.2000	1.700.000
18.10.2001	2.300.000
29.10.2001	2.200.000
05.01.2002	2.550.00
26.11.2002	2.000.000
07.02.2003	1.750.000
18.12.2003	1.500.000
25.02.2004	1.500.00
14.12.2004	1.050.000
05.01.2005	1.025.000
13.04.2005	1.620.000
10.05.2005	2.400.000
31.05.2005	2.250.000
02.06.2005	2.200.000
17.06.2005	2.500.000
25.07.2005 (iki satış)	2.600.000

* heç bir ticarət etmək hüququ olmadan bazarda üzv olmaq.

** qeydiyyat.

NYFB-də qiymətli kağızları dövr edən şirkətlər dünyada ən yaxşı şirkətlər hesab edilir. Bu şirkətlər «mavi-çip» şirkətlər hesab edilir. Bu şirkətlər ciddi tələblərlə qarşılaşırlar. NYFB-də dünyanın hər bir qitəsindən olan şirkətlərin qiymətli kağızları kotirovka edilir.

NYFB-nin daxili listing tələbləri çox sərt dir və şirkətlər üçün tətbiq edilmiş standart rəqəmlər aşağıdakı kimidir:

Minimum kəmiyyət standartları:
Distributiv və kriteriya həcmi

İri partiya (A) (ticarət mexanizmi sahiblərinin sayı-adətən 100 aksiya)	2,000 U.S
və yaxud	
Ümumi aksionerlər (A)	2,200
... birlikdə	
Orta aylıq ticarət həcmi (xüsusən sonuncu 6 ay üçün)	100,000 aksiya
və yaxud	
Ümumi aksionerlər (A)	500
.... birlikdə	
Orta aylıq ticarət həcmi (xüsusən 12 ay üçün)	1,000,000 aksiya
İctimai aksiyalar (B)	1,100,000 yerinə yetirilmiş
İctimai aksiyalar (B,C) bazar həcmi:	
İctimai kompaniyalar	100 mln. dollar
İPOs, dövr edən və filial kompaniyalar	60 mln. dollar
Minimum kəmiyyət standartı:	
Maliyyə kriteriyası	
Gəlirlər	
Son üç il üçün vergilər ödənilməmişdən əvvəl hesablanmış gəlir göstəricisi	10 mln. dollar
Son iki ilin hər biri üçün minimum	2 mln. dollar
üçüncü il üçün göstərici müsbət olmalıdır	
və yaxud	
Pul axınının qiymətləndirilməsi	
Qlobal kapitalizasiya bazarda olan şirkətlər üçün 500\$ mln. Və daxil olduğu müddət ərzində son 12 ay üçün 100\$ mln. olmalıdır.	
Son üç il üzrə pul axınının məbləğ göstəricisi (hər bir il üçün müsbət olmalıdır)	25 mln. dollar
və yaxud	
Xalis qiymətləndirmə	
Sonuncu maliyyə ili üçün daxil olmalar	75 mln. dollar
Qlobal kapitalizasiya bazarı (F)	750 mln. dollar
və yaxud	
Filial kompaniyalar üzrə distribusiyada qeyd edildiyi kimi: kapitalizasiya bazarı 500 mln. dollar və yaxud artıq olmalıdır. Proseslər son 12 ay üzrə cərəyan etməlidir.	

Mənbə: www.nyse.com

Tokio Fond Birjası (TFB)

TFB-nin əsası 1878-ci ildə qoyulmuşdur. TFB-də əməliyyat aparan qiymətli kağızlar aşağıdakılardır:

- aksiyalar;
- istiqrazlar;
- birja indeksi üzərində əməliyyatlar;
- 1989-cu ildən başlayaraq opsiyonlar;
- 1990-cı ildən başlayaraq istiqrazlar üzrə opsiyonlar.

TFB Maliyyə Nazirliyinin icazəsi ilə qurulub. 1990-cı ilin son məlumatına görə TFB-nin 124 üzvü vardır. Bunlardan 25-i xarici şirkətlərin nümayəndələridir. 1953-cü illər ərzində sərmayə bazarını inkişaf etdirmək məqsədilə fiziki şəxslərin aksiyalardan əldə etdikləri gəlirlərə görə vergi tətbiq edilmirdi. Ancaq 1989-cu il fevral ayından etibarən bu gəlirlər vergiyə cəlb edildi. TFB 3 hissəyə bölünür: birinci, ikinci və qeyri-birja bazarları. Yeni balaca şirkətlər öz aksiyalarını qeyri-birja bazarında qeydiyyatdan keçirirlər. Müəyyən uğurlar və nailiyyətlər əldə etdikdən sonra bu şirkətlər ikinci seksiyyaya, daha sonra isə birinci seksiyyaya adlayırlar. 1993-cü ildə TFB-nin birinci seksiyyasında 1232, ikincidə 429, qeyri-birja bazarında 484 sövdələşmə olub. 1994-cü ildə TFB-nin birinci seksiyyasından 1782 emitent listingdən keçib. Listingdən keçmək üçün TFB aşağıdakı tələbləri irəli sürür.

- səhmdar cəmiyyətin kapitalı 1 mlrd. iyendən az olmamalıdır;

- vergidən qabaq əldə edilən gəlir – 400 mln. iyen;
- son iki il ərzində – 360 və 200 mln. iyen;
- ödənilən dividendlərin məbləği – 5 iyen;
- şirkətin səhmdarlarının sayı:

1) 20 min aksiya ixrac edirsə – 1000;

2) 20-30 min aksiya ixrac edirsə – 1500;

3) 30-120 min aksiya ixrac edirsə – 2000+100 (hər on milyon səhmdara görə) olmalıdır;

4) 120 mindən çox aksiya ixrac edirsə, 3000 səhmdar olmalıdır.

1986-cı ildə Yaponiyada komisiyon ödəmələri məbləği aşağı enmiş və 10-30 min iyen və ya 0,757% - 0,70% təşkil etmişdir

T.F.B. (1985-88)

Cədvəl 3.2

	1985	1988
Kotirovka edilmiş aksiyaların bazar qiyməti trln.iyen	190,1 951	38408 476,8
Satılmış aksiyaların sayı mln.aksiya	121,86	282,6
Qeydiyyatdan keçmiş şirkətlərin sayı	1476	1571
Birja dövriyyəsi trln.iyen, mlrd.dollar	390 78,7	2300 285,5
Realizə edilmiş aksiyaların orta qiymət nisbəti iyen (dollar)	650 3,2	1000 8,2

London Fond Birjası

London Fond Birjası (LFB) ən iri fond birjalarından biri olaraq 300 ilə yaxın bir tarixə malikdir. Öz fəaliyyətinə 17-ci əsrin ortalarından London kafelərindən başlayan fond birjası çox keçmədən London şəhərinin ən vacib maliyyə institutlarından birinə çevrilmişdir. Növbəti yüz illiklərdə Birja bir sıra mərhələlərdən keçərək dünyanın qlobal maliyyə cəmiyyətlərindən birinə çevrilmişdir. 1698-ci ildə Con Kasting «Jonatan's kofe evində yerləşən ofisdə» fond və əmtəə qiymətlərinin siyahısını buraxmağa başlayır ki, bunu da «birja və digər əmtəələrin kursu» adlandırırlar. Bu Londonda kommersiya qiymətli kağızları ilə təşkil olunmuş ilk ticarətdir. 1698-ci ildə fond dilerləri dələduzluğa görə Krallıq Birjasından qovularaq küçələrdə və qonşu kafələrdə konkret olaraq Jonatan's kofe evində fəaliyyət göstərməyə başladılar. 1761-ci ildə 150 birja maklerlərindən və topdan satış ticarəti ilə məşğul olanlardan ibarət qrup aksiyaları alıb satmaqdan ötrü Jonatan's-da bir klub açdılar. Brokerlər Svetinnqs Alley küçəsində öz binalarını tikməyə başlayaraq bunu da qısaca olaraq «Yeni Jonatan's» adlandırmağa başladılar. Tez bir zamanda iştirakçılar bu adı dəyişərək «Fond Birjası» adlandırıdılar. 1923-cü ildə fond birjası «Mənim sözüüm mənim öhdəliyimdir» şüarı altında öz şəxsi gerbini alır. 1973-cü ildə ilk qadın iştirakçılar bazara buraxılır. Britaniya və

İrlandiya yerli birjalari LFB ilə amalqamasiya etməyə başlayırlar. 1995-ci ildə inkişafda olan kompaniyalar üçün AİM beynəlxalq bazar yaradıldı.

2005-ci ildə iyun ayının 30-da aparılmış üç aylıq hesabatla görə 2005-ci ildə göstərici 13% artaraq 67.7£ mln. olmuşdur. 2004-cü ildə bu göstərici 60.1£ mln. olmuşdur.

Buraxılış xidməti – Bu xidmət 2004-cü ildə 40% aratraq (2003-cü il - 10.2 mln) 14.3 mln funt sterlinq olmuşdur. Gəlirlərin qalxmasında əsas səbəb yeniliklərin olması və yeni kompaniyaların bazara cəlb olunmasıdır. 2005-ci ildə isə 184 yeni buraxılış (2004-cü il 92 buraxılış) qeydə alınmışdır. AİM beynəlxalq bazarında isə eyni buraxılışlar 2004-cü ildə yeni buraxılışlar 76 olmuşdur ki, 2005-ci ildə bu rəqəm artaraq 147 olmuşdur. 2005-ci ildə əsas bazarda 2994 şirkət ticarət prosesində iştirak etmişdir. Bu şirkətlərin bir qismi aşağıdakı cədvəldə göstərilmişdir.

Broker xidməti - İkinci bazar ticarətinin fasiləsiz olaraq inkişaf etməsi broker xidmətlərinin dövryyəsi 2004-cü ildə 24,4 mln funt sterlinq təşkil etmişdir. 2005-ci ildə bu göstərici 11% artaraq 27.1 mln. funt sterlinq olmuşdur.

SETS – sifariş kitabçasında ticarət həcmi 2004-cü ildə günə 154000 sövdələşmə olduğu halda 2005-ci ildə bu rəqəm 27% artaraq günə 196000 sövdələşmə təşkil etmişdir. Aksiya üzrə ticarət həcmi 2004-cü ildə 210 mlrd. funt sterlinq olduğu halda 2005-ci ildə bu göstərici 13% artaraq 238 mlrd funt sterlinq təşkil etmişdir.

Lond Fond Birjası kapital dəyişdirilməsi üzrə ticarət həcmində görə Avropada ən böyük hesab edilir. 2004-cü ilə olan bu göstərici Fransa Fond Birjasının göstəricisindən iki dəfə çoxdur. Bu göstərici NYFB-nin və TFB-nin göstəricilərindən sonra üçüncüdür.

LFB-nin üzvləri 4 qrupa bölünürlər:

- *broker (-) diler firmaları* – onların əsas funksiyaları qiymətli kağızların alqı-satqısı zamanı investorların tapşırıqlarını yerinə yetirməkdir;

- *market meyker* – iş günü ərzində müəyyən edilmiş qiymətli kağızları qiymətləndirmək;

- *dilerlərin brokeri* – market meyker arasında vasitəçidirlər;

- *fond birjasının pul brokerləri.*

LFB-də görülən əməliyyatların çoxu avtomatlaşdırılmış SEAQ sisteminə həyata keçirilir. Qiymətli kağızın SEAQ sistemində satılması üçün 2 market-meykerin iştirak etməsi

vacibdir. Bu sistem 24 saat ərzində fəaliyyət göstərir. Bu sistemdə sənədlər qeyri-rəsmi saatlarda da imzalana bilər.

LFB-də 4 əsas bazar fəaliyyət göstərir:

- yerli aksiyalar;
- beynəlxalq aksiyalar;
- dövlət istiqrazları və sabit faizli qiymətli kağızlar;
- yeni şirkətlərin aksiyalarının bazarı.

SEAQ sisteminin iş çərçivəsindən kənarda «SEAQ International» sistemi fəaliyyət göstərir ki, bu sistem də xarici emitentlərin aksiyalarını dəyərləndirir.

Frankfurt Fond Birjası (FFB)

Birinci dünya müharibəsindən sonra FFB Almaniyada birinci olmuşdur. 50-ci illərdən başlayaraq birja öz fəaliyyətini ən yüksək səviyyəyə çatdırmış və Almaniya iqtisadiyyatında mühüm yer tutmağa başlamışdır. Almaniyada birja dövryyəsinə əməliyyat görə aksiyaların 75%-i, istiqrazların 74% FFB-nin payına düşür. FFB Almaniyanın ən böyük fond birjası, dünyada isə 4-cü fond birjasıdır. FFB-də 881 şirkətin aksiyalarının, 3825 firmanın opsiya sertifikatlarının və 7485 istiqrazlarının ticarəti həyata keçirilir. 1995-ci ildə birjanın dövryyəsi 6076 mlrd. alman markası olmuşdur. 1996-cı ildə isə birjanın aylıq dövryyəsi 500 mlrd. alman markası təşkil etmişdir.

Almaniyada 8 fond birjası Frankfurtda, Dyuseldofda, Münhendə, Hamburqda, Berlində, Ştutqartda, Honnovore və Bremen şəhərlərində fəaliyyət göstərir. 1987-ci ildə Almaniya birja dövryyəsinin 46%-i FFB-nin payına, 34%-i isə Dyuseldorf Fond Birjasının payına düşür.

FFB qapalı səhmdar cəmiyyətdir ki, onun aksiyalarının 81% bankların, 10% regional birjaların, 9% isə maklerin payına düşür. Birjaya rəhbərliyi direktorlar şurası edir. Şuranın üzvləri 19-22 adam olur. Onlar 3 il müddətinə seçilir. Şuranın üzvləri bankların, maklərlərin, sığorta şirkətlərinin, emitentlərin və investorların nümayəndələridir. Birja üzvləri 3 kateqoriyaya bölünürlər: banklar, rəsmi maklərlər və sərbəst maklərlər. Birjada əsas rolu banklar oynayır. Birjada 3 bank hökmranlıq edir. Bunlar «DoyçBank», «Drezdner Bank», «Kolners Bank»dır.

Paris Fond Birjası (PFB)

PFB-nin əsası 1724-cü ildə qoyulub. PFB-nin fəaliyyəti uzun müddət dövlət müdaxiləsinə məruz qaldığından, onun fəaliyyəti kölgədə qalmışdır. Yalnız 1986-97-ci illərdə özəlləşdirmə tədbirləri nəticəsində birja iqtisadiyyatı mühüm yer tutmağa başlamışdır. PFB-nin idarə heyəti 12 üzvdən ibarətdir. 12 üzvün 10-nu vasitəçi qurum təmsilçisi, 1-i birjada qeydiyyatdan keçmiş şirkətin təmsilçisi, digər üzv isə vasitəçi qurumlarında çalışanların təmsilçiləridir. Bu məclisdə hökumətin təmsilçisi Maliyyə Nazirliyinin nümayəndəsidir. Birjada 1500-ə yaxın şirkətin aksiyaları qeydiyyatdan keçir ki, onların da illik dövriyyəsi 500 min frank təşkil edir. Birjada kotirovka edilən aksiyalar, istiqrazlar, opsiyonlar «Sas-40» dəyərləndirilir. «Sas-40»-da aksiyalar «səbətidir» ki, bura 40 iri firmanın aksiyaları daxil edilir.

«Sas-40» indeksi «Po Sons» indeksinə uyğun olaraq müəyyən edilir. PFB-də qiymətli kağızlarla əməliyyatlar dövlət tərəfindən tənzim və nəzarət edilir. Başqa ölkələrdə nəzarət hökumət qurumlarının birinin fəaliyyəti ilə məhdudlaşarsa, Fransada isə hətta birja brokerləri hökumət qərarı ilə vəzifəyə təyin edilir. Bu brokerlərin birjada aparılan bütün əməliyyatlar üzrə monopol hüquqları vardır.

PFB-də qiymətləndirilən emissiyanın 2/3-ni fransız emitentləri təşkil edir. 1989-cu ildə PFB-də təsbit edilmiş komissiyonlar da ləğv edilir. 1992-ci ilə qədər qiymətli kağızlarla görülmən əməliyyatlara xüsusi vergi var idi. Bu vergi həm alıcıdan, həm də satıcıdan alınır. 1 mln. frank məbləğinə qədər əməliyyat görülsə, 0,3%, əgər 1 mln. frankdan yuxarı əməliyyat görülsə 0,158 % vergi tutulur. 1993-cü ildən birja cəmiyyətlərinin təzyiqi nəticəsində bu vergilərin tətbiqi ləğv edildi. PFB-nin aksiyaları avtomatlaşdırılmış ticarət sistemindən keçirlər. PFB-nin avtomatlaşdırılmış sistemi 10:00-17.00-ə qədər işləyir. Amma ərizələrin qəbulu 8.30-dan başlayır.

Stokholm Fond Birjası (SFB)

Qənaətcil investorlar öz ilk birjasını Stokholmda 1778-ci ildə tikiblər. Ticarət əsasən əmtəə şəklində idi. Kiçik həcmdə dövlət istiqrazları və dəniz sığortaları satılırdı. Kralın əmri ilə qiymətli kağızların alqı-satqısına 1863-cü ildən başlanılmışdır. 1863-cü il 4 fevral 14.00-dan başlayaraq ilk alqı-satqı olmuş və o günü 22 saziş bağlanmışdır ki, bu sazişlərin də ümumi həcmi 14105 taler olmuşdur. 1901-ci ildə birjanın illik dövriyyəsi 4 mln. kron olmuşdur. 1907-ci ildən qiymətli kağızların alqı-satqısı gündəlik olmuş, kommersiya banklarına SFB-nin üzvləri olmağa icazə verilmişdir. 1974-cü ildə SFB tamamilə kompüterləşdirildi və onun illik dövriyyəsi rekord bir səviyyəyə 2 mlrd. krona çatdı. 1986-cı ildə isə illik dövriyyəsi 144 mlrd. krona çatmışdır. 1989-cu ildə SAX elektron ticarət sistemi istismara verilmişdir.

SFB-yə direktorlar şurası rəhbərlik edir. SFB-nin icraedici heyəti 4 şöbəyə bölünür: maliyyə məhsulları şöbəsi; birja tənzim edilməsi şöbəsi; informasiya texnologiyası şöbəsi; administrasiya şöbəsi.

Bazarın vəziyyəti aşağı fond indeksləri ilə qiymətləndirilir. «SX-G», «SX-16», «SX-70», «SX-07s», «SX-0». SFB-də ticarət sessiyası 10⁰⁰-17⁰⁰-a kimi davam edir. Ərizələrin qəbuluna isə 7.30-da başlanılır. SAX avtomatik olaraq qiymətləri müəyyən edir.

cədvəl 3.3

	1995	1996
SFB-nin vergidən sonra xalis gəlir (mln. isveç kronu)	65	79
SFB-nin aksiyalarının kapitalizasiyası (mln. kron)	176	240
Aksiya başına dividend (kron)	10	20
Ticarət həcmi (mlrd. isveç kronu)	603	918
Listinqdə yer alan yeni şirkətlərin sayı	17	18
Yeni üzvlərin sayı	11	9
Bütün üzvlərin ümumi sayı	41	45
Ümumi xərclər (mln. isveç kronu)	98	119
Listinq rüsumlarından əldə edilən gəlir	67	87

Milan Fond Birjası (MFB). MFB İtaliya dövlətinin

mülkiyyətində olan müəssisədir. Birja fəaliyyətinə nəzarəti Maliyyə Nazirliyi həyata keçirir. Birjada qiymətli kağızlarla əməliyyat aparan brokerlər (130-a yaxın) dövlət məmuru statusuna sahibdirlər. MFB-də 500-ə yaxın şirkətin qiymətli kağızları əməliyyatda iştirak edir və bunların da 1/3 səhmlərdir.

Hollandiyanın Fond Birjası (Amsterdam). Amsterdam Birjası Hollandiya qiymətli kağızlar bazarında qiymətli kağız ixracı və alış-satışının aparıldığı yeganə nizamlı bazarı əhatə edən birjadır. Bundan başqa Hollandiya Avropadakı qiymətli kağız üzrə əməliyyatların aparıldığı ilk birjalardan biridir.

Hal-hazırda Amsterdam Birjası Frankfurt, Paris, London Fond Birjalarına rəqib olmaq istəyir və onun üçün mübarizə aparır.

1988-ci ildə "Amsterdam Financial Center" kompaniyasından başlayaraq, Amsterdam birjası qiymətli kağız bazarı mövzusunda əhəmiyyətli islahatlar həyata keçirib.

1990-cı ildə Amsterdam Birjasında Amerika mənbəli aksiyaların əməliyyat gördüyü bazar (ASAS) qurulmuşdur. ASAS sistemi ilə Amsterdam birjası aksiyaların alış-satışı üçün əhəmiyyətli bir yer olub. Hazırda Amsterdam Fond Birjasında yalnız Amerika şirkətlərinin səhmləri deyil, eyni zamanda ingilis və yapon şirkətlərinin aksiyalarının satışını da həyata keçirirlər.

Birjanın idarəsi 16 üzvdən ibarət olan bir konsey tərəfindən idarə edilir.

1993-cü ildə Amsterdam Fond Birjasında 413 aksiya qeydiyyatdan keçmişdir ki, bunların 187-si yerli, 226-sı isə xarici şirkətlərin səhmləridir. Əməliyyat həcmi 132,4 milyard dollar olmuşdur.

Honkonq birjalari. Honkonqda ilk birja 1891-ci ildə quruldu.

1950-ci illərdə Honkonq sürətlə sənayeləşdi və Çindən bu ölkəyə güclü bir şəkildə əmək və sərmayə axını oldu.

1972-ci illərdən etibarən aksiya dəyərlərində böyük artımlar oldu. 1987-ci ildə dünya birjalarına təsir edən maliyyə böhranının ən böyük səbəblərindən birisi də Honkonq birjasında az sayda şirkətin böyük çəkiyə sahib olması idi. Məsələn, 1991-ci ilin axırında Honkonq birjasındakı şirkətlərin ümumi kapitalının 9,5%-ni tək bir şirkət, "HK Telekom-Raunikaşion" şirkəti təmsil edirdi. Birjanın ən böyük iyirmi firmasının ümumi kapitalı isə birjada əməliyyat aparılan aksiya

dəyərinin 66%-nə bərabər idi.

Euronext Birjası (Amsterdam, Belçika və Paris fond birjalari).

Avropa qitəsinin böyük birjalari olaraq qəbul edilən Amsterdam, Belçika və Paris fond birjalari 2000-ci ilin mart ayında Euronext adı altında ortaq bir birja qurmağa qərar vermişlər. Birləşmənin gerçəkləşməsilə 2.3 trilyon Avrobazar dəyərinə çatan iri bir birja ortaya çıxmış oldu. London birjasının bazar dəyəri 2.8 trilyon dollara çatacaqdır. Üç birjanın birləşmə yoluna getməsidəki ən böyük səbəb xərclərin aşağı salınmasıdır.

Euronext birjası fəaliyyətə keçəndə Avropanın ən böyük 25 şirkəti bu birjada əməliyyat görəcəkdir.

Euronext birjasının sədri tərəfindən idarə edilməsi dörd il müddətində olmsaı qərarlaşdırılmışdır.

1.10. Bank sektoru ilə sərmayə bazarı arasındakı fərqli yönərlərin təhlili

Kapital bazarı və bankçılıq sistemi finans sisteminin ayrı-ayrı hissələridir. Finans bazarı içində eyni funksiyaları icra edən bankçılıq sektoru olmasına baxmayaraq, ayrıca bir sərmayə bazarının ortaya çıxmasının səbəbləri və kapital bazarının fərqli tərəfləri nələrdir? Bu sualların cavablarını aşağıdakı faktorlarda aramaq vacibdir:

- kapital bazarı yığım sahibləri ilə orta və uzunmüddətli fonda tələbi olan şirkətlər arasında bilavasitə rabitə qurur, sərmayənin mobilizəsində vasitəçilərin ortadan qalxmasına imkan hazırlar, kiçik yığımların doğrudan doğruya daha sürətlə investisiya axtarışını təmin edər.

- banklar yolu ilə kiçik yığımların investisiyaya axtarılması daha dolaşıqdır, yəni kiçik məbləğlər öncə banklarda toplanacaq, sonra isə şirkətlərə axtarılacaq.

- bankçılıq sektoru, qaynaq çoxluğuna sahib region və ya kəsimdən bu çoxluğu əmanət olaraq toplayır və qaynaq ehtiyacı olan bölgəyə kredit olaraq verir.

Ancaq, bankçılıq sistemi bu funksiyaları daha asan yerinə

yetirir. Təbii ki, bunun müxtəlif səbəbləri var.⁸

Lakin, kapital bazarı isə səhmdar şirkətlərin qiymətli kağız ixrac edərək vasitəçisiz fond və qaynaq saxlamasına imkan verir. Kapital bazarında da vasitəçilər vardır. Lakin bu bazardakı vasitəçilik məcburi vasitəçilik deyildir.

3. Kapital bazarı alətlərinin bir bölümü (aksiya və bənzərləri) şirkətlərə öz sərmayə və ya qaynaq saxlamaqla, iqtisadi inkişafın sürətlənməsi və sağlam finansman qaynaqlarının istifadəsinə şərait yaradır.

Pul bazarı və alətləri isə şirkətlərə yalnız xarici qaynaq və ya borc qaynağı təmin edə bilər.

Sərmayə bazarının səmərəli çalışması fərdlərin istehlak meyllərini zəiflədir və yığıma ianətlik tendensiyasını yüksəldir və nəticədə iqtisadiyyatda sərmayə yığımına yol açır.

4. Qiymətli kağızlara bilincli və bilgili olaraq investisiya qoyanlar, gələcəkdəki müəyyənsizliyə bəri başdan hazırlıq görər və nəticədə gələcəkdə az-çox gəlir əldə edə bilərlər. Bankçılıq sektorunda isə qoyulan vəsaitə müəyyən bir zaman çərçivəsində faiz uyğunlandığından, gələcəkdə spekulyativ qazanc əldə etmək imkansızdır.

5. Kapital bazarı alətlərini vaxtından öncə satmaq imkanı vardır, məsələn aksiya başına ödənilən dividendin vaxtı gəlmədən, sənədi bahalı qiymətə satmaq mümkündür və ya hər an likvidliyi təmin etmək imkanı var.

Ancaq bankçılıq kəsimində müddətsiz əmanətlərin məbləği həmişə sabit qalar, müddətli əmanətləri vaxtından öncə çəkmək isə cəriməyə və ya itkiyə yol açar.

7. Kapital bazarında, şirkətlər bankçılıq kəsiminin müəyyənləşdirdiyi faiz dərəcəsindən aşağı qaynaqları da cəlb edə bilərlər. İstiqrazlar uzun müddətə buraxıldığından, şirkətlərin gələcəyə yönəlik investisiya planlamasına müsbət təsir göstərir. Lakin bankçılıq sektorunda ən uzunmüddətli kreditlərin müddəti adətən 1 il olur.

Ən əsası isə şirkətlərin səhm üçün nə müddət, nə də ki

ödənməsi zəruri olan faiz problemi var. Ancaq bankçılıq kəsimində kredit müddəti və faizi öncədən təsbit edilmiş qaydada açılır.

1.11. Sərmayə bazarının sosial yönü və sərmayə bazarı ilə özəlləşdirmə arasındakı əlaqə

Məlum olduğu kimi sosializmin başlıca məqsədlərindən biri, istehsal vasitəçiləri mülkiyyətinin, gəlirinin və investisiya qərarlarının cəmiyyətə aid olması və əldə edilən mənfəətin onlar arasında bölüşdürülməsidir.

Marksizm bunu istehsal vasitələrinin ümumxalq mülkiyyət yolu ilə gerçəkləşdirmə iddiasındadır. Gerçək kapitalizm isə bunu səhmdar şirkətlər və kapital bazarı yolu ilə sosializmdən çox daha öncə gerçəkləşdirmişdir.

Beləliklə, xalq kapitalizmi doğmuşdur. Deyilə bilər ki, Fransanı Fransa edən xalq kapitalizmidir.

Sosialist rejimlərinin Qərbi Avropada rəğbət qazanmamasının başlıca səbəblərindən biri də bu olmuşdur.

Qərb ölkələrində fəhlə fabrikdə işçi olsa belə, müəyyən dərəcədə o kapitalistdir, çünki bəzi hallarda həmin işçi fabrikin səhmdarlarından biridir.

İstehsal vasitələri mülkiyyətinin dövlətə aid olduğu dövlət sektoru (public sector) ilə mülkiyyətin çox az sayda fərdlərə və ya böyük kapital sahiblərinə aid olduğu özəl sektor (private sector) yanında mülkiyyətin çox sayda fərdlərə, geniş xalq toplumlarına aid olduğu bir xalq sektoru (III sektor) da formalaşmaqdadır.

Xalq sektorunun sosial və iqtisadi məqsədləri aşağıdakı kimi sıralana bilər:

- xalqın kiçik yığımlarının sərmayəyə çevirmək;
- istehsal vasitələri mülkiyyətini geniş xalq kütləsinə yaymaq;
- toplumda daha tarazlı bir bölgü saxlamaq;
- xalqı iqtisadi qərarlarda söz sahibi etməklə, demokratiyanın iqtisadi yönünü də tamamlamaq.

Xüsusilə, kapital bazarının pensiyaçılar üçün gözəl bir məşğələ olduğunu da qeyd etmək lazımdır. Bu məşğələ zaman keçdikcə bir marağa, bir hobbiyə çevrilir.

Sərmayə bazarı və özəlləşdirmə arasındakı əlaqə.

⁸ Bu barədə bax: Z. Məmmədov, "Kredit tələblərinin dəyərləndirilməsi". "Bankçılıq və e-bankçılıq" dərslik kitabında. Bakı, 2003.

Özəlləşdirmənin ən önəmli məqsədlərindən biri də kapital bazarını genişləndirməkdir.

Son illərdə aksiya bazarında ən önəmli təklif qaynaqlarından biri də özəlləşdirmə əməliyyatlarının gerçəkləşdirilməsidir.

Özəlləşdirmə iki yolla bazara material təmin edər:

- özəl şirkətlərin dövlət portfelində olan aksiyalarının birjada və ya birja xaricində satışa çıxarılması; digəri isə, yəni;

- səhmdar formasında olan və ya olmayan, yüz faizli dövlət sərmayəsi olan müəssisələrin xalqa satışdır. Özəlləşdirmə hərəkəti ilə birlikdə ölkələrin kapital bazarı inkişaf və sürətlə böyümə nümayiş etdirmişdir.

Özəlləşdirmənin keçirildiyi İngiltərədə də 14 dövlət sərmayəli müəssisə birjada satılmış və bu satışdan 51.7 milyard dollar gəlir əldə edilmişdir. Beləliklə İngiltərədə 7.400.000 nəfər, özəlləşdirilən qurumların aksiyalarına sahib olmuşlar. Fransada 14 dövlət müəssisəsi özəlləşdirilmiş, 5.1 milyard dollar gəlir əldə edilmiş və 5.000.000 nəfər səhm sahibi olmuşdur. Yaponiyada 1 dövlət müəssisəsi birjada 76.5 milyard dollara satılmış və 1.670.000 yapon aksiya sahibinə çevrilmişdir. Çilidə 14 dövlət müəssisəsi 893 milyon dollara satılmış və 63.316 nəfər səhm sahibinə çevrilmişdir. Nigeriyada isə 16 müəssisə 27 milyon dollara satılmış və 400.000 nəfər səhm sahibi olmuşdur.⁹

⁹ Mənbə: Z.Məmmədov, Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları, Bakı-2003.

ЫЫ бюлмә. Гиймәтли каызлар базарынын характеристикасы

2.1. Qiymətli kağızlar bazarının təsnifatı

2.2. Qiymətli kağız bazarının inkişafı və onun kapital bazarlarına təsiri

2.3. Qiymətli kağızlar bazarının strukturu və növləri

2.4. Qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi

2.5. Qiymətli kağızlar bazarının funksiyaları

2.6. Beynəlxalq qiymətli kağız bazarlarında portfel investisiyasının təhlili

2.7. Гиймәтли каызлар базарынын модерн иктисадиийәтдә ролу

2.8. Гиймәтли каызлар базарынын вәзиyyətinin öyrənil-məsində istifadə edilən nəzəriyyələr

2.9. Qiymətli kağızlar bazarının iştirakçıları

2.1. Qiymətli kağızlar bazarının təsnifatı

Qiymətli kağız bazarları quruluşlarındakı qanuni xüsusiyyətlər baxımından üç ana qrupa ayrılır:

1) Dövlət qiymətli kağız bazarları

Bir qanun ilə qurulan, idarə heyəti və qaydaları rəsmi məqamlar tərəfindən müəyyən edilən bazarlardır.

2) Özəl qiymətli kağız bazarları

Qiymətli kağız bazarlarının üzvləri tərəfindən qurulan, mənfəət məqsədi olmayan və əsas etibarilə əqidə quruluşu statusunda olan bazarlardır. Anqlo-sakson ölkələrindəki qiymətli kağız bazarları buna nümunədir.

3) Qarışıq xüsusiyyətə malik qiymətli kağız bazarları, qismən dövlət, qismən də özəl qiymətli kağız bazarlarının xüsusiyyətlərinə sahib bazarlardır.

Bu birjanın təməli 1801-ci ildə qoyulmuş və bina 1802-ci ildə tikilmişdir, ancaq birja qanuni fəaliyyətə 1875-ci ildən başlamışdır.

1945-ci ildə birjanın nəzarət orqanı olan konsey qurulmuş və 36 üzv vəzifəyə təyin edilmişdir. Nyu-York qiymətli kağızlar birjası, Nyu-Yorkun iş mərkəzi - "Wall Street" əsasında yaradılmış və

dünyanın ən böyük qiymətli kağız birjalarından biridir.

Azərbaycanda fond birjası ilk dəfə 15 fevral 2001-ci il tarixdə fəaliyyətə başlamışdır.

2.2. Qiymətli kağız bazarının inkişafı və onun kapital bazarlarına təsiri

Qiymətli kağız bazarlarının yaranma tarixi. Qiymətli kağız bazarları çox əski tarixlərdəki bazarlarda qiymətli mədənlərin alqı-satqısı ilə başlamış və vasitəçilərin dövrüyyəyə girməsi ilə genişlənərək, kredit vəsiqələri ilə ticarət sənədlərinin alınıb-satıldığı bir bazara çevrilmişdir. Deyilənə görə - "birja" ifadəsi, Brugge şəhərində pul ticarətini məslək halına gətirən Van der Burse ailəsinin adından əmələ gəlmişdir (Belçikada).

Bu bazarların ilki Avropada 1487-ci ildə Anversdə yaranmış, 16-cı əsrdə Amsterdamda, əsrin axırına yaxın isə Lion və digər fransız şəhərində də qurulmuşdur. London şəhərində, qiymətli kağızların alqı-satqısının gerçəkləşdiyi bir bazar mövcud olub, lakin onun başlanğıc tarixi bilinmir. Lakin 1770-ci ildə, qiymətli kağızların alqı-satqı əməliyyatlarının gerçəkləşdirildiyi, bir kafenin üstünə - "The Stock Exchange" (qiymətli kağızlar birjası) lövhəsi asılmış və giriş pullu olmuş və bununla da ilk qiymətli kağız bazarı qurulmuşdur. 16-cı əsrdə birja-Paris və London, 17-ci əsrdə Berlin, Viyana, 18-ci əsrdə - Nyu York, 19-cu əsrdə - Brussel, Roma, Milan, Madrid, İstanbul və Tokioda birjalar qurulmuşdur.

Qiymətli kağızlar bazarının kapital bazarına müsbət təsiri. Qiymətli kağız bazarları qiymətli kağızların təklif və tələbinin qarşılaşdığı bir bazar olub, yığımlara hərəkət qazandırır, sərmayənin mülkiyyətini geniş xalq kütləsinə yayır, iqtisadiyyatda barometr vəzifəsini həyata keçirir, sənayedə struktural dəyişikliyi asanlaşdırır, bazarda tək qiymətin təşkilini saxlayır, bazarda təminat işlərini yerinə yetirir, ictimai uzlaşmanı saxlayır və iqtisadi sosial baxımdan önəmli bir yer təşkil edir.

1. Qiymətli kağız bazarları yığımlara hərəkət qazandırır, qiymətli kağız təklif və tələbinin qarşılaşdığı alıcı və satıcıların alqı-satqı əməliyyatlarını gerçəkləşdirdiyi, şəxsi və qurumların iştirakçılarının yer aldığı bazarlardır.

Qiymətli kağız bazarları yığım sahibləri, investorlar, bunlar

adına əməliyyat aparan vasitəçi qurum və fərdlər, sadəcə qiymətli kağız satışı aparanlar kimi dəyişik mənfəət qruplarının ehtiyaclarını ən uyğun şəkildə qarşılamaq məqsədi güdür.

Beləliklə, fond ehtiyacı olan və bu səbəbdən də, qiymətli kağız ixrac etmək istəyən şirkətlər ilə fond çoxluğu axtaranları sabit bir məkanda bir araya gətirən və gerçəkləşdirilən əməliyyat iki tərəfdə mənfəət saxlar.

Beləliklə, fond ehtiyacı olan şirkətlər qiymətli kağız ixrac edərək ucuz yollu fond əldə etdikləri kimi, yığımları olub bunu dəyərləndirmək istəyənlər də özlərinə ən uyğun və ən yüksək gəliri saxlama planı şəklində dəyərləndirmə imkanı əldə edir. Göründüyü kimi, qiymətli kağız bazarları qiymətli kağızların lazımı anda pula çevrilməsini, yəni likvid duruma gəlməsində vasitəçilik rolunu üzərinə götürür.

Bu xüsusiyyətilə bazarda əməliyyat görən bütün iştirakçılar fayda əldə etmiş olurlar. Qısaca desək, qiymətli kağız bazarları bu bazarlarda yer alan investorların likvid ehtiyacını qarşılayır və fond çoxluğu olanların bu fondları səmərəli və sürətli bir şəkildə dəyərləndirərək yatırıma döndürülməsinə imkan saxlayır.

2. Birjanın bir başqa önəmli funksiyası sərmayənin mülkiyyətini geniş xalq kütləsinə yaymaqdır.

Şirkətlər qiymətli kağızları fond birjasındakı listinqdən keçirməklə, şirkətin milli və beynəlxalq səviyyədə tanınma imkanını əldə edir. Bunun xaricində şirkətlər öz sahəsində bacarıqlı olma sayəsində, bazarın bu mühitindən faydalanaraq çıxarıqları qiymətli kağızlarını asanlıqla bazarlaya bilirlər.

Ümumiyyətlə, qiymətli kağızlar bazarı orta sinifin təşkilinə və güclənməsinə təsir edir. İnkişaf etmiş ölkələrdəki xalq kapitalizmi bu şəkildə gerçəkləşmişdir.

3. Birjada yüzlərcə aksiya və istiqraz funksiyalaşdığından, bunların qiymətləri ani anda yayımlanır. Qiymətli kağızları emissiya edən şirkətlər, davamlı bir imtahan və dəyərləndirmə altında olurlar.

Beləliklə, mikrobazada ölkənin barometri vəzifəsini görürlər. Qiymətli kağızlara olan təklif və tələbə görə qiymət hərəkətləri davamlı olaraq dəyişir. Lakin qiymətli kağızların qiymətinə təsir edən təməl faktor, bunların ixrac edən şirkətlərin finans strukturlarındakı güclülük və mənfəət durumlarıdır.

Şirkətlərin göstərmiş olduğu yüksək performans, qiymətli kağızlara olan tələbi artırdığından, nəticədə qiymətlər də artır. Bu göstərici şirkət səhmdarları üçün çox yararlı və faydalıdır.

Hətta, səhmlərin orta performansını göstərən indeks ölkənin ümumi iqtisadi durumu haqqında bilgi verir və bundan istifadə edərək gələcəyə yönəlik proqramlar hazırlamaq mümkün olur.

Hər hansı bir şirkətin qiymətli kağız bazarında dəyər qazanması və ya itirməsi, şirkəti performans və güvənirliyinin ən önəmli göstəricisidir. Bundan başqa, şirkətlərin bacarıq dərəcələrini də müqayisə etmək mümkün olur.

4. Şirkətin finans gücünün zəifləməsi nəticəsində, eyni sahədə fəaliyyət göstərən digər şirkətlərin bu şirkətə aid olan səhmlərini birləşdirmə, və ya ələ keçirmə (takeover) formasındakı əməliyyatları zəif şirkətlərin yox olmasının qarşısını alır.

5. Bütün alıcı və satıcıların qiymətli kağız bazarlarında qarşılaşması qiymətli kağızların vahid bir alış və satış qiymətinin meydana gəlməsini təmin edir. Bilindiyi kimi, vahid bir qiymət tam rəqabət olan bazarlarda meydana çıxır.

Birja bülletenləri vasitəsilə ölkənin və dünyanın hər tərəfinə bazarda müəyyənlanmış qiymət vərəqəsi göndərilir. Bu yolla qiymətli kağızlarla maraqlananlar üçün qiymətdə aldanma hadisələrinin qarşısı alınır.

6. Təşkilatlandırılmış qiymətli kağız bazarında hər istəyən şirkətin öz aksiyasını satması mümkün deyildir. Listinqdən keçə bilmələri üçün qiymətli kağızlar üzrə komitənin müəyyən etdiyi şərtləri yerinə yetirmək məcburiyyəti vardır.

Bununla, birjada qiymətli kağızların alqı-satqısı ilə məşğul olanlara təminat verilir.

6. Qiymətli kağız bazarları sənayeçilər ilə kiçik yığım sahibləri arasındakı körpü vəzifəsini həyata keçirir.

Qiymətli kağız bazarlarının kapital bazarına mənfəəti.

1. Qiymətli kağız bazarlarının böyük şirkətlərin xeyrinə fəaliyyət göstərməsi nəticəsində kiçik şirkətlərin böyük və tanınmış şirkətlərə nisbətən qaynaq tapması hədsiz çətinlikdir.

2. Yığım gücünün zəif olduğu ölkələrdə (Azərbaycan da bura aiddir) sərmayə bazarları faydalanmır, yəni yüksək gəlirli qrupların

gəlirləri daha da artır.

3. Şirkətlərin top menecerləri satış, mənfəət, dividend kimi mövzularda əldə etdikləri bilgiləri öz mənfəətləri hesabına - "insider trading" adı verilən əməliyyatlar da gerçəkləşdirə bilərlər (Azərbaycanda çek hadisəsi). Məsələn, 1 I/XI-2002-ci il tarixli "Vedomosti" qəzetinin verdiyi xəbəərə görə - "Fransız bankı - Societe Cenerale"-nin özəlləşdirməsi sahəsində, insayder informasiyanın ticarəti üzrə bir qrup biznesmenə qarşı 4 ildir ki, məhkəmə araşdırması davam edir".

4. Bəzi hallarda şirkətin böyük həcmli səhmdarları, şirkətin finans cədvəllərində dəyişikliklər etməklə, yəni şirkətin mənfəətini az göstərməklə, şirkətin qiymətli kağızlarının dəyərinin azalmasına yol açdırır və daha sonra bu mövqedən yararlanaraq şirkətin kağızlarını ucuz almaqla, nəticədə yüksək dərəcədə qazanc əldə etmə fərsətinə nail olurlar.

2.3. Qiymətli kağız bazarının strukturu və növləri

Qiymətli kağız bazarının strukturunda iki bazar əsas götürülür:

- qiymətli kağızların birinci bazarı;
- qiymətli kağızların ikinci bazarı.

Birinci bazara şirkətlər və bələdiyyə orqanları tərəfindən ilk ixrac edilmiş qiymətli kağızlar çıxarılır. Birinci bazarda istiqrazlar və aksiyalar kimi qiymətli kağızlar alınıb-satılır. Birinci bazarın əsası qiymətli kağızların ixracdan satın alınmasıdır.

Birinci bazardan alınan qiymətli kağızlar ikinci bazarda satıla bilər, yəni əl dəyişdirilə bilər. İkinci bazar qiymətli kağızların likvidliyini artıraraq birinci bazara tələbi artırır və onun inkişafını təmin edir.

İkinci bazarın özü *dörd* bazara bölünür:

- birja;
- qeyri-birja bazarı;
- üçüncü bazar.;
- dördüncü bazar.

Fond birjası. İkinci bazarın ən vacib elementlərindən biri

fond birjasıdır. Fond birjası qiymətli kağızlar bazarının likvidliyini və onun tənzim olunmasını təmin edir. Fond birjası qiymətli kağızların bazar qiymətini müəyyən edir, qiymətli kağızlara olan tələb və təklif arasında tarazlığı əks etdirməklə yanaşı, həmçinin, onlar haqqında lazımı informasiyanın yayılmasını təşkil edir.

Qeyri birja bazarında qiymətli kağızlar qeydiyyatdan keçmir. Bu bazar avtomatlaşdırılmış şəkildə fəaliyyət göstərərək alıcılara və satıcılara qiymətli kağızların cari qiymətlərini izləmək imkanı verir.

Üçüncü bazar da *qeyri-birja bazarıdır* ki, bu bazarda qiymətli kağızların alqı-satqısı vasitəçilər tərəfindən qeydiyyata alınaraq yüksək komissiya məbləği tələb olunur. Bu bazar ən çox ABŞ-da inkişaf edib. ABŞ-da bu bazarın ticarət dövriyyəsi 1992-ci ildə 18 mln. aksiyaya çatıb.

Dördüncü bazar və yaxud da kompüterləşdirilmiş bazar. Dördüncü bazarın əsasında *instinet* (aksiyaların elektron ticarət sistemi) sistemi fəaliyyət göstərir. Bu bazar investorlara sazişləri güclü kompüter sisteminin vasitəsilə imzalamaq imkanı verir ki, burada da birjaya toxunmadan böyük komissiya xərclərinə qənaət etmək olar. İnvestor istənilən vaxt şəbəkə vasitəsilə öz istədiyi qiyməti fayla göndərir və əgər qarşılıqlı təklif alınarsa, sövdələşmə baş tutmuş hesab olur.

Yuxarıda adları çəkilən qiymətli kağız bazarını müxtəlif əlamətlərinə görə də segmentləşdirmək olar. Qiymətli kağızlar öz növlərinə görə aşağıdakı bazarlara bölünür:

- *aksiya bazarları;*
- *istiqraz bazarları;*
- *veksel bazarları;*
- *opsion bazarları;*
- *depozit və əmanət sertifikatları bazarı.*

Emitentlərə görə qiymətli kağızlar bazarını aşağıdakı bazarlara bölmək olar:

- *şəxsi qiymətli kağızlar bazarı;*
- *dövlət qiymətli kağızlar bazarı;*
- *beynəlxalq qiymətli kağızlar bazarı.*

İnvestorlara görə qiymətli kağızlar bazarı aşağıdakı

bazarlara bölünür:

- *institusional investorların qiymətli kağızlar bazarı;*
- *fərdi investorların qiymətli kağızlar bazarı.*

Ərazi meyarına görə qiymətli kağızlar bazarının aşağıdakı növləri vardır:

- *regional;*
- *milli;*
- *dünyəvi.*

Qiymətli kağızlar bazarı işlədilən ticarət texnologiyasına görə aşağıdakı növlərə bölünür:

- *kassa bazarları;*
- *təcili bazarlar;*
- *auksion bazarları;*
- *diler bazarları.*

Əgər maraqlı tərəflər öz qiymətli kağızlarını təcili alıb-satmaq istəyirlərsə, onda onlar kassa bazarlarından istifadə edirlər. Bu bazarda sövdələşmələr 1-2 gün ərzində həyata keçirilir. Təcili bazarlarda sazişlər vədli müddətdə icra edilməklə bağlanılır.

Auksion bazarları aşağıdakı bazarları özündə birləşdirir:

- *sadə auksion bazarları;*
- *holland auksion bazarları;*
- *ikili auksion bazarları;*
- *onkol bazarları;*
- *fasiləsiz auksion bazarları.*

Sadə auksion bazarları. Əsasən fond alətlərinə qarşı yüksək alıcılıq tələbi olan zaman işləyir və satıcı monopoliyası yaranır. Burada ən yaxşı vəziyyətdə satıcılar olurlar ki, alıcılar həmin qiymətli kağızın alınması üçün yüksək qiymətlər verirlər.

Holland auksion bazarları. Bu bazarın fəaliyyəti alıcıların ərizələrinin əvvəlcədən yığılması vasitəsilə həyata keçirilir. Bundan sonra isə ərizələr emitent və ya vasitəçilər tərəfindən qiyməti analiz edilir və son olaraq bu qiymətli kağızları almaq istəyən alıcıları razı salacaq qiymət müəyyənləşdirilir.

İkili auksion bazarlarının sadə auksion bazarlarından fərqi odur ki, burada çoxlu sayda alıcılar və satıcılar iştirak edirlər ki, onlar öz qiymətli kağızlarını burada alıb-satmaq hüququnu

qazanmaq üçün öz aralarında yarışirlar.

Onkol bazarlarından isə qiymətli kağızlara olan tələb və təklifin təmərküzü tələb olunan səviyyəyə çatmadıqda istifadə edilir. Onkol ticarət sistemində müəyyən vaxt ərzində qiymətli kağızların alınıb-satılması üçün sifarişlər yığılır. Sonra sifarişlər içində ən yüksək qiymət verən ərizəyə üstünlük verilir. Bundan sonra əgər müxtəlif ərizələrdə qiymətli kağızların alınıb-satılmasına eyni qiymətlər göstərilərsə, bunların içində həcmi böyük olana üstünlük verilir. Qərb ölkələrində onkol bazarları əsasən fond birjalarında geniş yayılmışdır.

Fasiləsiz auksion bazarlarının əsas fərqi ondan ibarətdir ki, bu bazara qiymətli kağızların alınıb-satılması haqda ərizələr daxil olduqda əməliyyat tez bir zamanda həyata keçirilir. Əgər daxil olmuş sifarişlər şəxsi razı salmırsa, ərizəni verən tərəf ya qiymət şərtlərini dəyişə bilər, ya da ki, onun təzədən icra edilməsini qeydiyyatdan keçirib icrasını gözləyər. Fasiləsiz auksion bazarının iş mexanizmi sazişi bağlayan hər iki tərəfin razı salınmasına yönəldilmişdir.

Diler bazarı birjadan kənarda fəaliyyət göstərir və qiymətli kağızlar bazarında mühüm yer tutur. Öz şəxsi hesabına fond alətlərini almaq və satmaq imkanına malik olan şəxs diler bazarını təşkil edə bilər. Dilerlərin qiymətli kağızların alqı-satqısında rəsmən verilən elan bütün investorlarla imzalanan sazişlər zamanı qüvvədə qalmalıdır. Diler rəsmən elan etdiyi sazişin şərtlərindən yayına bilməz.

Yuxarıda qeyd etdiyimiz bütün bazarlar müəyyən faktorlar əsasında yaradılır və bu bazarların hamısının yeganə məqsədi gəlirlərini maksimum səviyyəyə qaldırmaq və öz təsir gücünü artırmaqdır. Investor bütün bu bazarları təhlil edərək öz qiymətli kağızını hansı bazarda satacağına qərar verir.

2.4. Qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi

Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi onun iştirakçıları olan emitentləri, investorları, profesional fond vasitəçilərini, həmçinin bütün növ fəaliyyət və əməliyyatları (emissiya,

vasitəçilik, investisiya, spekulyasiya, girov, trust¹⁰) əhatə edir. Bazar iştirakçılarının tənzimlənməsi iki formada - *daxili* və *xarici* ola bilər.

Daxili tənzimlənmə zamanı qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətini müəyyən edən nizamnamələr, qaydalar və daxili normativ sənədlər tənzimlənilir. *Xarici tənzimlənmədə* isə qiymətli kağızlar bazarı dövlətin beynəlxalq normalar əsasında qəbul etdiyi normativ aktlarla tənzimlənilir.

Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi orqanlar və yaxud təşkilatlar tərəfindən həyata keçirilir və bu baxımdan onlar bir-birindən fərqlənirlər:

- qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi;
- qiymətli kağızlar bazarının profesional iştirakçıları tərəfindən tənzimlənməsi, (bu zaman bir tərəfdə dövlət, digər tərəfdə isə qiymətli kağızlar bazarının iştirakçıları olur);
- ictimai tənzimlənmə – burada tənzimlənmə ictimai fikir əsasında həyata keçirilir.

Qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi birbaşa və yaxud inzibati idarəetmə, dolayısı və ya iqtisadi idarəetmə formasında ola bilər. Dövlət tərəfindən qiymətli kağızlar bazarının birbaşa və ya inzibati idarə edilməsində qiymətli kağızlar bazarının hər bir iştirakçısı üçün məcburi tələblər müəyyən edilir və hər bir iştirakçı qeydə alınmaqla, şəffaf və bərabər informasiya ilə təmin olunur. Bu zaman həmçinin qiymətli kağızların qeydə alınması da həyata keçirilir. Dövlət tərəfindən qiymətli kağızlar bazarının dolayısı və yaxud iqtisadi idarə edilməsi onun sərəncamında olan iqtisadi və kapital vasitələrlə həyata keçirilir. Buraya əsasən vergi sistemi (vergi dərəcələri, güzəştlər və onlardan azad edilmə), pul siyasəti (faiz dərəcələri, əmək haqqının minimum həcmi), dövlət mülkiyyəti və resursları (dövlət müəssisələri, təbii ehtiyatlar və torpaq) aid edilir.

Bazarda nizam-intizam yaradılmasına kömək etmək, bazarın bütün iştirakçılarının işləməsi üçün normal şərait yaratmaq, bazar iştirakçılarını fırıldaqçılardan qorumaq, tələb və təklif əsasında qiymətli kağızın qiymət əmələ gəlməsinin azad və

¹⁰ Mülkiyyətin vəkalətnamə ilə idarə edilməsi prosesi

açıq prosesini təmin etmək, səmərəli bazar yaratmaq (yəni bu bazarda sahibkarlıq fəaliyyəti ilə məşğul olmaq üçün həmişə stimül olur və burada hər bir risk adekvat olaraq mükafatlandırılır), cəmiyyətə lazım olan yeni bazar və bazar strukturlarının yaradılmasına kömək etmək və müəyyən ictimai nailiyyətlərin əldə edilməsi üçün bazara təsir etmək qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsinin əsas məqsədləridir.

Qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi prosesi aşağıdakıları özündə birləşdirir:

- bazarın normativ fəaliyyətinin əsasını təşkil edən və ümumi yolla qəbul edilən qanunların, qətnamələrin, təlimatların, metodik nizamnamələrin və digər normativ aktların işlənilib hazırlanmasını;

- qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının seçilməsini (müasir qiymətli kağızlar bazarını və eləcə də digər bazarları peşəkar vasitəçilərsiz təsəvvür etmək olmaz);

- bazar iştirakçılarının fəaliyyətinin əsasını təşkil edən normativ qayda-qanunlara əməl edilməsinə nəzarəti;

- hər hansı bir normativ qayda-qanunlardan kənara çıxılırsa, sanksiya sisteminin yaradılmasını. Belə sanksiyalar şifahi və ya yazılı xəbərdarlıq şəklində, cinayət məsuliyyətinə cəlb olunmaqla və yaxud bazar iştirakçıları sıralarından çıxarılmqla yerinə yetirilə bilər.

Dövlətin qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinə qarışmasının əsas məqsədlərindən biri də onun inkişaf etdirilməsidir. Dövlət müxtəlif vasitələri istifadə edərək onu fond bazarının inkişafına yönəldir. Dövlətin qiymətli kağızlar bazarını inkişaf etdirmək üçün təsiri 3 variantda olur:

1. Qiymətli kağızlar bazasına bilavasitə təsir etmə;

- kapitalın artma qiymətini azaltmaq; öz qiymətli kağızlarını ictimai şəkildə təqdim edən şirkətlərə vergi üstünlüklərinin verilməsi;

- sazişlərin qiymətlərini aşağı salmaq - broker mükafatlarını ən aşağı səviyyədə müəyyən etmək.

- bir sıra fond birjalarını maliyyələşdirmək və işlə təmin etmək yolu ilə bazar vasitəsinə qiymətlərini aşağı salmaq.

2. Qiymətli kağızlar bazasının fəaliyyətinə təsir edən sahələrdə

siyasəti dəyişdirmək;

- kommersiya banklarının şirkətlərə verdikləri kreditləri ən yüksək ölçüyə qaldırmaq, hərəkətdə olan bank depozitlərinin faiz dərəcələrini aşağı salmaq və beləliklə də investorların kapitalını qiymətli kağızlar bazasına yönəltmək;

- qiymətli kağızlar bazasının likvidliyini artırmaq məqsədilə qiymətli kağızlarla sazişlərdən əldə olunan gəlirlərə aşağı və ya "o" dərəcəli vergilərin tətbiq edilməsi və digər qeyri-istehsal sahələrinə yüksək vergilərin tətbiq edilməsi.

3. Qiymətli kağızlar bazasını inkişaf etdirmək məqsədilə ümumi siyasətin dəyişdirilməsi;

- möhkəm və stabil makro iqtisadiyyatın müdafiə edilməsi, he-sablaşma dərəcələrinin müsbət yönümdə aşağı səviyyədə saxlanması və investisiya alternativlərindən differensial vergilərin ləğv edilməsi;

- beynəlxalq portfel investisiyasını inkişaf etdirmək məqsədilə xarici investisiya ilə bağlı qayda-qanunların "yumşaldılması".

Xarici ölkələrin təcrübəsinə müraciət etsək görərik ki, qiymətli kağızlar bazarının dövlət tərəfindən tənzimlənməsi zamanı dövlət aşağıdakı funksiyaları yerinə yetirir:

- qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsi konsepsiyasının işlənilib hazırlanmasını və onun reallaşdırılması proqramını;

- qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsi üçün qanunverici aktların təkmilləşdirilməsini və işlənilib hazırlanmasını;

- bazarın fəaliyyət normalarının hazırlanmasını və onların dövrü dəyişdirilməsini;

- maliyyə institutlarının maliyyə vəziyyətinin nəzarətdə saxlanılmasını;

- fond bazarının iştirakçıları sığorta edən sistemin yaradılmasını.

Azərbaycan qiymətli kağızlar bazasında dövlət sənaye müəssisələrinin iri aksiya portfelinin idarə edilməsində investor kimi, qiymətli kağızlarının buraxılması zamanı emtenti kimi və qiymətli kağızlar bazarı iştirakçıları arasında mübahisələr zamanı məhkəmə orqanları sistemi vasitəsi ilə baş hakim kimi

çıxış edir.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsini həyata keçirən əsas orqan Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsidir. Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi (bundan sonra – Komitə) Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 1998-ci il 30 dekabr tarixli 58 nömrəli Fərmanı ilə yaradılmışdır. Komitə qiymətli kağızlarla fəaliyyəti, o cümlədən qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması və inkişafı sahəsində dövlət siyasətini, dövlət idarəetməsini və dövlət tənzimlənməsini, müvafiq icra hakimiyyəti orqanlarının fəaliyyəti üzərində nəzarəti və onların fəaliyyətinin əlaqələndirilməsini, qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının fəaliyyəti üzərində nəzarəti həyata keçirən, investorların, səhmdarların və digər qiymətli kağız sahiblərinin hüquqlarının və qanuni maraqlarının müdafiəsini təmin edən mərkəzi icra hakimiyyəti orqanıdır. Komitə Azərbaycan Respublikasının Prezidentinə tabedir və Azərbaycan Respublikasının müvafiq icra hakimiyyəti orqanları, Azərbaycan Respublikasının Milli Bankı və digər kredit təşkilatları, yerli özünüidarəetmə orqanları, qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyət göstərən hüquqi və fiziki şəxslərlə qarşılıqlı əlaqədə fəaliyyət göstərir.

Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarını tənzimləyən əsas qanunvericilik aktları aşağıdakılardır:

- «Qiymətli kağızlar haqqında» Azərbaycan Respublikasının Qanunu;
- «Bank haqqında» Azərbaycan Respublikasının Qanunu;
- «Azərbaycan Respublikasının Milli Bankı haqqında» Azərbaycan Respublikasının Qanunu;
- «Aksioner cəmiyyətlər haqqında» Azərbaycan Respublikasının Qanunu;
- Qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsi məqsədilə Azərbaycan Respublikası Prezidentinin fərman və sərəncamları;
- Qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsi məqsədilə Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin sərəncam və qərarları;

- Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi ilə bağlı təsdiq edilmiş qaydalar və əsasnamələr.

Azərbaycan Respublikasının «Qiymətli kağızlar haqqında» Qanununa görə qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi aşağıdakılardan ibarətdir:

- qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi üzrə normativ hüquqi aktların qəbul edilməsindən və onlara riayət olunmasına nəzarətin həyata keçirilməsindən;
- qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarının tələblərin və onların fəaliyyəti qaydalarının müəyyən edilməsindən;
- qiymətli kağızlar buraxılışlarının dövlət qeydiyyatının aparılmasından;
- qiymətli kağızlar bazarında peşəkar fəaliyyətin həyata keçirilməsi üçün xüsusi razılığın (lisenziyanın) verilməsindən;
- qiymətli kağızlar bazarında investorların və qiymətli kağız sahiblərinin hüquqlarının müdafiəsindən;
- qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının fəaliyyətinə dövlət nəzarətinin həyata keçirilməsindən;
- qiymətli kağızlar bazarında qanunvericiliyi pozan şəxslərin məsuliyyətə cəlb edilməsi üzrə müvafiq tədbirlərin görülməsindən;
- qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarının peşə səviyyəsinin artırılması üzrə müvafiq tədbirlərin görülməsindən;
- qiymətli kağızlar bazarının inkişafı istiqamətlərinin müəyyən edilməsindən;
- qiymətli kağızlar bazarında sağlam rəqabət mühitinin yaradılmasından;
- qiymətli kağızlara əqdlərin bağlanmasına dair tələblərin müəyyən edilməsindən;
- hüquqi və fiziki şəxslərin borc öhdəliklərinin qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilməsi və ödənilməsi qaydalarının müəyyən-ləşdirilməsindən;
- qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilmiş borc öhdəlikləri bazarının tənzimlənməsinin həyata keçirilməsindən;
- Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının dünya maliyyə bazarına inteqrasiyası üzrə tədbirlərin hazırlan-

masından və müvafiq icra hakimiyyəti orqanına təsdiq edilmək üçün təqdim edilməsindən, müvafiq tədbirlərin həyata keçirilməsindən;

- qiymətli kağızların öhdəliklərlə yüklənməsi və qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilən daşınmaz əmlakın ipotekasının qeydiyyatının və uçotunun aparılmasından;

- qiymətli kağızlarla bağlı müvafiq dövlət reyestrlərinin (qiymətli kağızların buraxılışının dövlət reyestri, veksəl və çeklərin dövlət reyestri, qiymətli kağızlarla girovun rəsmi reyestri, qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilən əmlakın ipotekasının dövlət reyestri və s.) aparılmasından;

- qiymətli kağızlar bazarında sığortalanan risklərin sığorta standartlarının müəyyən edilməsindən;

- qiymətli kağızlar bazarında məlumatların açıqlanması üzrə qaydaların müəyyən edilməsi və sisteminin təşkilindən;

- qiymətli kağızların (sertifikatların) blanklarının çap edilməsi və onların ölkəyə gətirilməsi və aparılması üzrə fəaliyyətin tənzimlənməsindən;

- qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılara qanunvericiliklə müəyyən edilmiş qaydada icrası məcburi olan göstərişlərin verilməsindən;

- qiymətli kağızlar bazarının və onun infrastrukturunun inkişafı məqsədi ilə istifadə edilən fondların qanunvericiliklə müəyyən edilmiş qaydada yaradılması və onların fəaliyyətinin tənzimlənməsindən;

- qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərlə manipulyasiyalara yol verilməməsi üzrə tədbirlərin görülməsindən.

2.5. Qiymətli kağızlar bazarının funksiyaları

Qiymətli kağızlar bazarının bir sıra funksiyaları vardır ki, onları şərti olaraq iki qrupa bölmək olar:

- 1) *ümumi bazar funksiyaları* – hər bir adi bazara xas olan;
- 2) *xüsusi funksiyalar* – bu funksiya onu digər bazarlardan fərqləndirir.

Ümumi bazar funksiyalarına aşağıdakılar aid edilir:

- kommersiya funksiyası – bazarda görülməli əməliyyat-

lardan gəlir əldə etmək funksiyası;

- qiymət funksiyası;

- informasiya funksiyası – bazarın ticarət obyektləri və onun iştirakçıları haqqında olan bazar məlumatlarının bazar iştirakçıları üçün hazırlanması və çatdırılması;

- tənzimləyici funksiya bazarda ticarət və iştirak etmək üçün qayda-qanunlar yaradır, iştirakçılar arasında mübahisələri həll edən nəzarət orqanlarını və yaxud da idarə orqanlarını təşkil edir.

Qiymətli kağızlar bazarının xüsusi funksiyalarına isə aşağıdakıları aid etmək olar:

- yenidən bölüşdürülmüş funksiya;

- qiymət və maliyyə risklərinin sığortası funksiyası.

Yenidən bölüşdürülmüş funksiyanın özünü şərti olaraq 3 yerə bölmək olar:

- pul vəsaitlərinin bazar fəaliyyəti sahələri və sferaları arasında yenidən bölüşdürülməsi;

- əmanətlərin qeyri-istehsal formasından istehsal formasına çevrilməsi;

- dövlət büdcəsi kəsirinin qeyri-informasiya əsasında maliyyələşdirilməsi, yəni tədaviyə əlavə pul vəsaitlərinin buraxılması.

Qiymət və maliyyə risklərinin sığorta edilməsi funksiyasının meydana gəlməsi törəmə qiymətli kağızlar olan fyuçers və opsiyonların meydana gəlməsi nəticəsində mümkün olmuşdur.

2.6. Beynəlxalq qiymətli kağızlar bazarında portfel investisiyasının təhlili

Beynəlxalq portfel investisiyası və risk. Xarici sərmayə hərəkətlərinin bir forması da portfel investisiyasıdır. Portfel investisiyası informasiya əldə etmə riski kimi əlavə risklərə qatlanmaq şərti ilə sərmayə qazancı ilə faiz və dividend gəliri təqazə etmək məqsədilə səhm, istiqraz və digər sərmayə bazarı alətlərinə investisiya qoyulmasıdır.

Qlobal sərmayə hərəkətləri (milyard. \$)

Cədvəl 2.1.

	1984-1989	1990-1996	1997	1998	1999
Ümumi	13.5	144.2	123.5	56.7	129.2
Net özəl sərmayə axınları	13.0.	64.8	147.2	127.5	118.6
Net doğrudan investisiyalar	4.4	64.0	69.9	35.3	41.9
Net portfel investisiyası	-3.8	15.4	-93.5	-106.1	-31.3
Net rəsmi investisiyalar	26.2	17.4	22.4	53.4	-0.6
ehtiyatlardakı dəyişmələr	- 14.4	-79.6	-37.7	-31.7	-67.3

Mənbə: İMF.

Xarici portfel investisiyalarını beynəlxalq və bazarlararası olaraq iki qrupda araşdırma bilərik. Bir ölkənin ixrac etdiyi səhm və istiqrazların xarici investorlar tərəfindən o ölkənin sərmayə bazarında əməliyyatına beynəlxalq portfel investisiyası örnekdir.

Eyni əməliyyatın ölkə sərhədləri xaricində (off shore) gerçəklənməsi olayı bazarlararası portfel investisiyası əməliyyatına nümunədir.

1993-cü ildən sonrakı dövrlər beynəlxalq maliyyə bazarlarında integrasiya və qloballaşma prosesi dövrüdür. Dünya sərmayə bazarlarında səhmləri əməliyyat görənlər şirkətlərin sayı - 32.534 ədədə çatmışdır. Bu şirkətlərin ümumi bazar dəyəri isə 14.1 trln. dollardır.¹¹

Dünyada şirkətlərin ümumi bazar dəyərləri (milyard \$)

Cədvəl 2.2.

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
İnk. etməkdə olan ölkələr	738.1	611.7	851.5	956.9	956.9	1.636.1
Sənayeləşmiş ölkələr	10.975.6	8.812.5	10.447.5	9.962.5	9.65.5	12.464.7
Dünya ölkələri üzrə ümumi	11.713.7	9.424.2	11.281	10.111.4	10919.4	14.100.8

Cədvəldən göründüyü kimi, şirkətlərin ümumi bazar dəyəri

lərində illər etibarlı ilə görülmə artım sənayeləşmiş və inkişaf etməkdə olan ölkələr üzrə verilmişdir.

İqtisadi anlamda hansı ölkəyə investisiya qoyulursa-qoyulsun, mütləq lazımi bir risk dəyəri vardır. Bu risk dolayısı ilə qlobal portfel təşkil etməklə də yox edilməyəcəkdir. İnvestisiya riski investisiya qoyulacaq sektora, regiona, istifadə edilən maliyyəyə mənəbə çeşidinə və investorun tərcihlərinə bağlı olaraq fərqliliyə malikdir. Beynəlxalq investisiyalarda risk üç ana qrupda toplanılır:

- global risk;
- ölkə riski;
- makro-iqtisadi risk (sektor və firma riskliliyi)

Yuxarıdakı qruplaşmaya bənzər olaraq istər portfel nəzəriyyəsinə, istərsə də finans nəzəriyyəsinə risk iki təməl qrupda verilir.

- sistematik risk;
- qeyri-sistematik risk.

Sistematik risk anlamı ilə eyni bazarda bulunan hər bir maliyyə varlığının sahib olacağı bazar riskilə ifadə edilir. Dünya bazarı səviyyəsində düşündükdə dünya konyuktura riski sistematik risk olacaqdır. Portfel çeşidləndirməsi yapmaqla sistematik riskdən qaçmaq mümkün deyildir. Çünki ən yaxşı təşkil edilmiş bir beynəlxalq portfel ən azından global olaylara qarşı həssas olacaqdır. Digər tərəfdən, beynəlxalq investisiyalarda sistematik olmayan risk anlamı ilə ölkə riski və firma riskləri toplamı diqqətə alınır. Bir AAA firmasının idarəsindən qaynaqlanacaq bacarıqsızlıq sistematik olmayan risk qrupundan yer alır. Həmin, bu firmanın beynəlxalq petrol böhranından təsirlənməsi durumu isə sistematik riskin nəticəsidir.

Qlobal risk. Dünya bazarlarına təsir edən hər cür olay global riski təşkil edir. Qlobal riskin ən yaxşı göstəricisi, beynəlxalq öləliklərə sahib maliyyə alətlərinin gəlirliyindəki dəyişmələr və beynəlxalq ticarətdə böyük önəmə sahib malların təklif və tələb durumunu müəyyən edir. OPEC üzvü ölkələrinin 1983-cü ildə petrolun qiymətini barrel başına 34 ABŞ dollarından 29 ABŞ dollarına salması bütün dünya bazarlarına təsir etmiş bir qərar idi.

Ölkə riski. Beynəlxalq investisiya təhlillərində ən önəmli araşdırma mövzularından birisi ölkə siyasi və iqtisadi riskliyinin

¹¹ Dr. Zahid Məmmədov. BVKM. Dərslik. Bakı 2001

müəyyən edilməsidir. Shapiro (1994), ölkə riskliliyini araşdırmaq üçün dörd ölçü müəyyən etmişdir.

1. Fiksal risk. Dövlət büdcə kəsirlərinin brut milli istehsala nisbəti (GNP) bir risk göstəricisi olaraq qəbul edilir.

2. Nəzarətli valyuta kurs sistemi. Güclü valyuta nəzarət sisteminin olması və devalvasiya qorxusu sərmayənin ölkə xaricində qalmasına səbəb olan ünsürlərindən biri sayılır.

3. Məhsuldar olmayan dövlət xərcləmələri. Alınan kreditlərin daha çox istehlakı subvensiya etməsi ölkə riskini artırır.

4. Ölkə qaynaqları. Bir ölkənin təbii, maliyyə və əmək gücü qaynaqlarının yetərsizliyi və ayrıca təsirli istifadə edilməsi durumu ölkə riskini artırır.

Euromoney¹² tərəfindən ölkə risk hesabı aşağıdakı meyarlarla müəyyən edilir:

1) **Analitik göstəricilər.** İqtisadi göstərici olaraq üç nisbət diqqətə alınır: Borc xidməti (ixracat/ ÜDM, tədiyə balansı) və xarici borc, ÜDM.

2) **Kredit göstəriciləri.** Ölkənin ümumi ödəmə gücünü müəyyən etmək üzrə ödəmə qeydiyyatları araşdırılır.

3) **Bazar göstəriciləri.** Qısamüddətli maliyyələşməni finansmanının təmin edə bilmə gücünə görə, ölkənin likvid strukturunu qorumasının yanında ikinci bazarlarda bu likvidliyi qoruya bilmə kimi göstəricilərdir.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrə yönəlmiş özəl portfel axınları, son 5 ildə önəmli böyümüş və bu ölkələrin iqtisadi inkişafı üçün ehtiyac hiss etdikləri maliyyə qaynaqlarını təşkil etmişdir.

1990-cı illərin əvvəllərində bütün beynəlxalq sərmayə axınlarının beşdə biri inkişaf etməkdə olan ölkələrə yönəlmişdir.

Sərmayə axınları ilə ilgili bilgilərin məhdud olmasına rəğmən, bunların təməl olaraq özəl sektora yönləndirildiyi, qısa, orta və uzun dönməli müddətlər paylaşıldığı, dağıldığı müəyyən edilmişdir. Bundan başqa, sərmayə axınlarının 15-20%-nin doğrudan xarici sərmayə, qalanının isə portfel investisiyası şəklində olduğu təsbit edilmişdir¹³.

Aşağıda seçilən ölkələr üçün 1993-cü ilin sentyabr risk səviyyəsi və kredit dərəcəsi verilmişdir.

Ölkə riskləri

Cədvəl 2.3.

Ölkə	Risk sıralanması	Kredit dərəcəsi	Business Environment Risk information (BERI) sıralaması
İsveçrə	1	92	82
Yaponiya	2	91.7	78
ABŞ	4	89.2	71
Sinqapur	11	80.9	78
Tayvan	14	78.1	80
İtaliya	18	73.5	48
Cənubi Koreya	21	68.9	59
Honkonq	24	66.1	-
Meksika	41	45.6	46
Türkiyə	42	45.1	51
CAR	50	48.2	46
Argentina	55	32.6	40
Braziliya	65	27.8	34

Mənbə: Institutional investor, March 1994, p. 120.

Son illərdə portfel investisiyası axınları, bir neçə inkişaf etməkdə olan ölkədə, özəlliklə Latın Amerikası ölkələrində təmərküzləşmişdir.

Meksika həm portfel özqaynaq axınları, həm də istiqraz maliyyəsi axınlarından ən çox paya sahib olan ölkə durumundadır.

Cədvəl 2.4-dən göründüyü kimi, 1993-cü ildə inkişaf etməkdə olan ölkələrə portfel axınlarının miqdarı 55.79 milyard dollara çatmışdır.

1989-93-cü illər dönməndə, inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün toplam 10.3 milyard dollarlıq yeni ölkə fondları yaradılmışdır. 1990-cı illərin əvvəllərində ən önəmli artım, direkt özqaynaq

¹² Adı göstərilən əsər

¹³ Adı göstərilən əsər

satışlarında qeydə alınmışdır. 1990-cı ildə 0.8 milyard dollara olan özqaynaq satışlar 1993-cü il 3.2. milyard dollara çatmışdır.

Portfel axınlarının bölgələrə görə bölümü (milyard \$)

Cədvəl 2.4.

	1989	1990	1991	1992	1993
Avropa və Mərkəzi Asiya	4.3	1.91	0.80	5.17	9.22
Şərqi Asiya və Pisifik	2.88	3.14	4.04	10.0	15.92
Amerika və Karaiblər	1.39	3.77	14.96	20.47	27.20
Qlobal investisiya fondları	0.08	0.04	0.25	0.14	2.64
Digər bölgələr	0.86	0.47	0.22	0.93	0.82
İnkişaf etməkdə olan ölkələr	7.52	9.33	20.27	36.71	55.79

Mənbə: World Bank

İnkişaf etməkdə olan ölkələrə qoyulan qısamüddətli investisiyalar və portfel investisiyası

Qısamüddətli investisiyalar, əsas etibarilə, maliyyələşmə bonusu kimi, qısamüddətli borclanma alətləri, bank əmanətləri, qısamüddətli bank kreditləri və qısamüddətli digər alacaq və borclardan ibarətdir.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrə gedən portfel axınları 1989-1993 (milyard dollar)

Cədvəl 2.5.

	1989	1990	1991	1992	1993	1989-1993
İstiqraz maliyyəsinin bonusu və əmanət sertifikatı	4.0	5.5	12.7	23.7	42.6	88.5
Özqaynaq	3.5	3.8	7.6	13.0	13.2	41.1
Yeni ölkə fondları	2.2	2.9	1.2	1.3	2.7	10.3
ADRs XX və SDRs XXX	0.0	0.1	4.9	5.9	7.3	18.2
Direkt qaynaq	1.3	0.8	1.5	5.8	3.2	12.6
Cəmi	7.5	9.3	20.3	36.7	55.8	129.6

Mənbə: Dünya Bankı. 1993-1994

Diagram 2.1

Ölkə üzrə iqtisadi rəqabət qabiliyyətlərinin indeks göstəriciləri

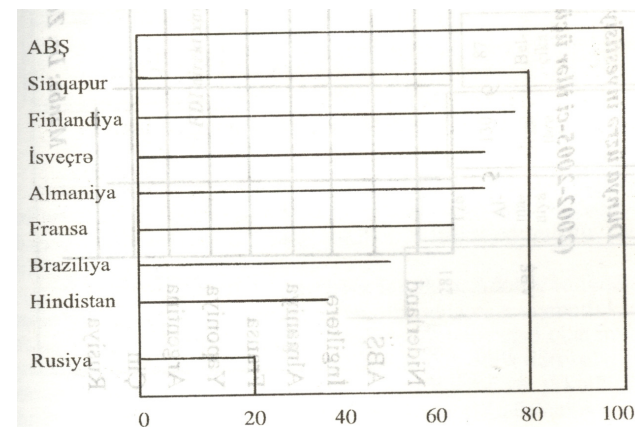


Diagram 2.2

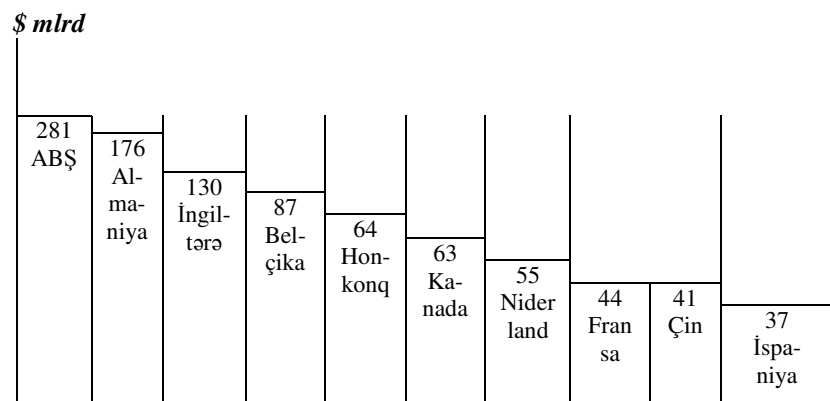
Dünya üzrə investisiya şəraitinin proqnozu (2002-2005-ci illər üçün 10 ballıq şkala üzrə)

	5	6	6	7	8	9
Niderland						
ABŞ						
İngiltərə						
Almaniya						
Fransa						
Yaponiya						
Argentina						
Çin						
Rusiya						

Mənbə: Dr. Zəhid Məmmədov. BVKM. Dərslik. Bakı, Qanun 2001

Diagram 2.3

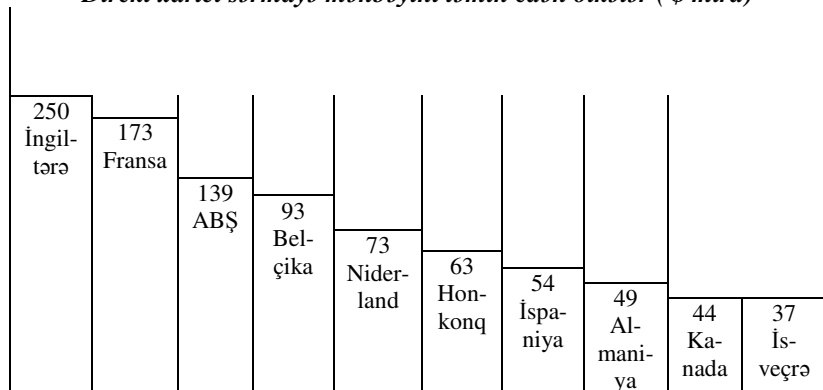
FDI direkt xarici sərmayə alan ölkələr (2001)



Mənbə: Dr.Zahid Məmmədov. Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları.

Diagram 2.4

Direkt xarici sərmayə mənbəyini təmin edən ölkələr (\$ mlrd)



Portfel investisiyaları isə istər uyğun, istərsə də qısamüddətli qiymətli kağızlarla bərabər dövlət qiymətli kağızları, özəl sektor istiqrazları və səhmlərdən ibarətdir. Portfel yatırımları qısamüddətli yatırımlara görə daha uzun müddətləri ifadə etməklə bərabər,

portfelə daxil olan finans aktivlərinin likvidliyinin yüksək olması səbəbi ilə qısamüddətli investisiyalar kimi, yatırım qoyulan ölkəni hər an tərk edə və dolayısı ilə iqtisadi tarazlıqlar üzərində neqativ təsir yarada bilər.

Dünya bankının "Dünya borclanma cədvəli"nə görə inkişaf etməkdə olan ölkələrə yönəlmiş portfel investisiyaları 1985-ci ildə 2.6 milyard dollardan 1994-cü ilin sonunda 67.1 milyard dollara çatmışdır.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrə qoyulan portfel yatırımlarının regional paylanması

Cədvəl 2.6

Region	1985	1990	1991	1992	1993	1994
Şərqi Asiya	4.5	2.5	4.4	7.9	26.6	25.5
Cənubi Asiya	0.3	0.4	1.4	0.2	2.5	6.4
Saxara - Afrika	-0.4	-0.9	-0.5	0.2	-1.4	1.7
Latın Amerikası	-0.8	1.2	10.4	13.0	45.0	25.9
Orta Şərq və Şimali Afrika	0.8	-0.1	-0.1	-0.2	-0.7	-0.3
Avropa və Orta Asiya	1.1	3.6	4.6	6.0	12.1	7.7
Toplam	2.6	6.7	20.4	27.2	84.0	67.1

Mənbə: World Bank, World Debt Tables, 1993-94, Volume 15.17

Yeni inkişaf edən bazarlara yönəlmiş fondlar çeşidli formalarda olmuşdur. Bu fondlar sektorlar üzrə coğrafi və ya investisiya alətlərinin növlərinə görə çeşidli şəkildə təşkil edilmişdir. Ən çox bilinənlər aşağıdakı kimidir:

1. Beynəlxalq portfel investisiya fondları. Adətən bu fondlar yeni inkişaf edən ölkə bazarlarında əməliyyatda olan qiymətli kağızlara investisiya qoyurlar. Bu cür əməliyyatlarla məşğul olan investisiya fondları satın alınan qiymətli kağızların likvidlik dərəcələrini göz önündə tutaraq portfel çeşidləndirilməsi aparar və şirkətlərin çox hissəsi səhmlərini saxlamaq yerinə onu azaltmağa üstünlük verirlər.

2. Səhm fondları: (bunlar direkt və ya birbaşa investisiya fondları adlandırılır). Burada məqsəd şirkətin səhmlərinin çoxunu almaqla şirkətin idarə heyətində iştirak etməkdir.

3. Risk sərmayəsi fondları. Adətən yeni qurulmuş şirkətlərin səhmlərinin az bir hissəsini satın alırlar. Burada məqsəd yeni qu-

ruan şirkətlərin gələcəkdəki səhmlərinin dəyərlərinin yüksəlişindən gəlir əldə etməkdir.

4. Yerli investisiya fondları. Yerli institusional investorlar gəlir əldə etmək məqsədilə yerli və digər borcalma alətlərindən portfel təşkil etməyə başlayırlar.

Sərmayə axınlarındakı artımın səbəbləri

Portfel investisiya axınlarında son illərdəki sürətli artımın səbəbləri iqtisadçılar arasında önəmli bir müzakirə mövzusu olmuşdur. Bəzi iqtisadçılar ABŞ faiz nisbətlərindəki düşmə ilə bu axınlardakı partlayışın eyni zamanda rastlaşmasını irəli sürərək, bu artımları ABŞ faiz nisbətlərinin "itmə təsiri" ilə əlaqələndirmişlər. Başqa bir qrup iqtisadçılar isə bu artımların səbəbini, yeni inkişaf edən bazarlardakı investisiya imkanlarının "çəkmə təsiri" ilə bağlayırlar. Bu iqtisadçılar bir çox Latın Amerikasının borc böhranından sonra həyata keçirdikləri geniş iqtisadi islahatlara diqqət yetirirlər.

Bir çox ölkədə tətbiq edilən bu islahatlar investorlar üçün inamlıq imkanı yaratmışdır.

Əslində, portfel axınlarının gerçək səbəbi bu iki görüşün birləşiminə söykənir. 1980-ci illərdə sənaye ölkələrindəki faiz hədlərinin düşməsi və artım sürətinin zəifləməsi, sərmayənin həmin ölkələrdən qaçmasına yol açmışdır. Ancaq portfel axınlarındakı artımın səbəbi, şübhəsiz, sadəcə ölkə şərtlərinə bağlı deyildir. Ev sahibi ölkənin kredit dəyərliliyi, qanuni dəyişikliklər, informasiya mənbələrini əldə etmə kimi faktorlar da inkişaf etməkdə olan ölkələrə yönəlmiş portfel axınlarını motivləşdirmək istiqamətində başlıca amillərdir.

Sərmayə axınlarının ölkəyə gəlməsini saxlayan iki önəmli daxili şərtin mövcud olması lazımdır: 1) dövlət sektoru kəsirlərindəki azalmalar, ya da struktural dəyişmələri əhatə edən iqtisadi siyasət proqramı; 2) ölkədə sıx pul-kredit siyasətinin tətbiq edilməsi və faiz hədlərinin yüksəldilməsi.

Özəlliklə də, sabit valyuta kurs sisteminin izləndiyi ölkələrdə sərmayə axınları yüksək faiz hədləri ilə cəlb edilir.

Qısaca, portfel axınlarındakı önəmli artım böyük ölçüdə inkişaf etməkdə olan ölkələrin iqtisadi strukturlarındakı dəyişikliklərdən qaynaqlanır. Bu dəyişikliklər həmin iqtisadi göstəricilərlə birlikdə ümidlərin yaxşıya doğru gedişatından, özəlləşdirmə fəaliyyətləri, sərmayə bazarında qloballaşmanın artması

və iqtisadi artım yükünün struktural olaraq özəl sektora yönəlməsindədir.

Institusional investorlar (sığorta şirkətləri və pensiya fondları kimi qurumlar) yeni inkişaf edən bazarlarda portfellerini çeşidləndirərək risklərini azaldırlar.

1991-ci ildə güclü təşkilatlanmış investorlar bu bazarlara 15 milyard dollar miqdarında investisiya qoymuşlar.

ABŞ mənşəli investorlar daha çox Latın Amerikasının mənşəli qiymətli kağızlara, ingilis investorlar Uzaq Şərq portfellerini, Yaponiya investorları isə Cənubi-Şərqi Asiya mənşəli ölkələrin qiymətli kağızlarına üstünlük verirlər.

Portfel investisiyasında rol oynayan investorlar aşağıdakılardır:

- investisiya fondu idarəçiləri yeni inkişaf edən bazarlarda yüksək qazanc alətlər alıb daha yüksək portfel qazancı əldə edirlər.
- xarici banklar və vasitəçi qurumlar.

1992-ci ildə yeni inkişaf edən bazar fondlarının dəyəri 200 milyon dollara qədər olmuşdur.

İnvestisiya alətlərindən özərmayə alətlərinə aşağıdakılar daxildir:

- ölkə fondları: xarici investorlara sərmayə toplama və yeni inkişaf edən bazarlarda investisiya qoymaq imkanı verən alətlərdir. Fondlar qlobal fondlar vasitəsilə bütün yeni inkişaf edən bazarlarda, bölgələrarası fondların vasitəçiliyi ilə müəyyən bölgələrdə və ya bəzi ölkələrdə yatırıla bilər;

- American Depositary Receipts (ADPs): ABŞ özərmayə təməlinə əsaslanan alətlərdir. Bu alətlər, ABŞ fond bazarlarında alınıb satılır. ADRs sahibləri, sərmayə də daxil olmaqla səhm sahibləri ilə eyni hüquqlara sahibdirlər;

- Global Depositary Receipts (GDRs): ADR-lərə bənzəyirlər. Ancaq bütün qiymətli kağız bazarlarında eyni anda ixrac edilə bilməkdədirlər. GDR-lər çeşidli ölkələrin pulları ilə alınıb-satıla bilinir.

Borclanma alətləri isə aşağıdakılardır:

- beynəlxalq istiqraz ixracları: inkişaf etməkdə olan ölkələrin uzunmüddətli finanslaşma ehtiyacını təmin edən, davamlı olaraq istifadə edilən bir alətdir və 1970 və 1990-cı illərdə geniş olaraq

istifadə edilən sendikasyon kreditlərinin yerini almışdır.

• finansman bonusu: qısamüddətli bir alətdir. ABŞ-da və Avromarketlərdə inkişaf etməkdə olan ölkə bazarlarına giriş üçün istifadə edilir.

• əmanət sertifikatı: beynəlxalq bazarlarda qaynaq cəlb etmək məqsədilə inkişaf etməkdə olan ölkələr tərəfindən istifadə edilən bir investisiya alətidir.

Inkişaf etmiş ölkələrdən inkişaf etməkdə olan ölkələrə transfer edilən sərmayənin ÜDM-ə nisbəti

Cədvəl 2.7

Bölgə	ÜDM-ə nisbəti (%)
Cənubi Asiya	15.3
Şərqi Asiya	15.9
Latın Amerikas	29.5
Avropa və Orta Asiya	39.2
Səhra Afrikası	95.1
Orta Şərq və Cənubi Afrika	64.6
58 inkişaf edən ölkə	31.11

Mənbə: The Economist, avqust 25, 1993, p.7.

Beynəlxalq əhəmiyyətli qiymətli kağız bazarlarının strukturu

Cədvəl 2.8

Ölkə	İstiqraz		Səhm		Toplam	
	mlrd. \$	%	mlrd. \$	%	mlrd. \$	%
ABŞ	9282	38	5028	35	14310	37
Yaponiya	4256	17	3219	25	7975	20
Almaniya	1421	6	499	3	1920	5
İngiltərə	645	3	1158	8	1803	5
Fransa	1112	5	452	3	1564	4
Sairə	7213	32	3707	25	11420	25
Bütün dünya üzrə	24429	100	14563	100	38922	100

Mənbə: Z.Məmmədov. Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları

Dünyanın ən böyük fond birjalarında bazar kapitallaşması (1996)

Cədvəl 2.9

Ölkə	Bazar kapital (mlr. \$)	Səhmlərin qiyməti / gəlirə nisb.	Səhmlərin gəlirliliyi	Mənfəət norması
ABŞ	6605.4	21	1.7	21.5
Yaponiya	2166.9	44	0.8	6.6
Britaniya	1275.9	18	3.6	24.4
Almaniya	605.1	31	2.1	13.6
İsvecrə	403.1	25	1.2	13.7
Fransa	312.4	25	2.7	10.2
Niderland	355.9	26	1.8	27.6
Honkonq	258.7	22	2.6	16.4
Kanada	239.3	25	1.9	12.6
İsveç	177.0	17	2.4	20.0

Mənbə: Business Week. 1997, 7 july, p. 50

Beynəlxalq sərmayə bazarlarında xarici portfel investisiyalarının tənzimlənməsi

Qloballaşan dünyada investor portfel tərcihi yalnız bir ölkənin qiymətli kağızları ilə məhdudlaşdırılmır. Ümumiyyətlə, bir xarici hissə sənədi və ya istiqraz satılanda, milli pul cinsindən təmin ediləcək gəlir üç hissədən ibarət olur: dividend (və ya faiz gəliri), sərmayə gəliri və ya valyuta kursu gəliri.

Sərmayə gəliri, qiymətli kağızın dəyərindəki dəyişmə səbəbi ilə meydana gələn qazanclardır. Eyni şəkildə, valyuta gəlirləri də investisiya müddəti ərzində qiymətli kağızın asılı olduğu xarici valyutanın milli pul cinsindən dəyərindəki yüksəlişinin bir nəticəsidir.

Şübhəsiz ki, yerli qiymətli kağızların satın alınması vəziyyətində bir valyutanın gəlir və ya xərci olmur. Ümumiyyətlə, portfel nəzəriyyəsinin əhəmiyyətli bir prinsipi vardır: müxtəlif qiymətli kağızların gəlirləri arasında əlaqə zəif olduğu müddətdə, bunların portfel içində yer almasının təsiri ümumi portfel riskini azaldır. Beynəlxalq miqyaslı çeşidləndirilmiş bir portfel daxili

qiymətli kağızlardan ibarət bir portfelə görə daha az risklidir.

Lakin sərmayə bazarlarının bölünməsinin başlıca səbəblərindən biri də xarici investisiya üzərinə qoyulan hüquqi məhdudiyyətlərdir. Bunun birbaşa qadağan edilməsi vacib deyil, xarici investisiya gəlirlərinin vergiləndirilməsi də eyni mənanı verir. Bundan başqa informasiya qıtlığı, xarici qiymətli kağızların riskli görülməsinə yol açır və investorun investisiyasının ana ölkədə tutulmasına səbəb olmur. Ümumiyyətlə, beynəlxalq qiymətli kağızlardan ibarət portfeli düzəltmək istəyən bir qurum və ya fiziki şəxs xarici kağızlara investisiya qoymasının iki əsas yolu vardır:

1) Xarici qiymətli kağızların risk gəlir münasibətinin özünün dəyərləndirilməsi;

2) Mövcud və ya etibarlı bir beynəlxalq investisiya fondunun səhmlərini və ya ümumiyyətlə, ABŞ, Avropa Birliyi ölkələrində investisiya fondlarını üç qrupa ayırmaq mümkündür: ölkə fondlarını istiqamətləndirən, beynəlxalq fondlar, global fondlar.

Ölkə fondlarını istiqamətləndirən investisiya fondları sırf bəşəri bir ölkənin fondlarına investisiya qoyurlar. Məsələn, ABŞ-da fəaliyyət göstərən Yaponiya İnvestisiya Fondu, Meksika Fondu, Koreya Fondu və Türkiyə Fondu kimi ölkə fondları vardır. Varlıqlarının ən azı 25%-ni xarici bazarlara qoyan investisiya fondlarına isə global investisiya fondları deyilir. ABŞ-da *Templeton Aorld*, *Rutnom International*, *Rru-Bache Global* və s. kimi. Beynəlxalq fondlarda isə xarici sərmayəli qiymətli kağızlara investisiya 50% və daha yuxarıdır. Bunlara nümunə üçün aşağıdakıları göstərə bilərik: *Fraleety Oerseys*, *Merill Lynch*, *Kemper International*.

Bir də regional fondlar mövcuddur ki, onların da varlıqları müəyyən regionlara istiqamətlənib: Asiya və Avropa Fondları kimi.

Avropa Birliyi . Ölkələrarası kapital hərəkətlərində sərbəstlik nəticəsində hər hansı bir ölkənin fond birjasında əməliyyat görən qiymətli kağızların bütün Avropa Birliyi ölkələrinin fond birjalarında əməliyyatının keçirilməsinə icazə verilmişdir. Hətta Avropa Birliyinə girən hər hansı bir ölkədə listinqdən keçmiş bir səhmin başqa bir ölkənin fond birjasında keçirilən əməliyyatda iştirakı üçün listinqə ehtiyac yoxdur. Lakin Avropa Birliyi ölkələri üçüncü ölkələrə qarşı iqtisadi tədbirlər həyata keçirmək hüququna malikdirlər.

ABŞ. ABŞ-da yerli və xarici investorların qiymətli kağız alqı-satqı əməliyyatları ilə əlaqədar qanun 1933-cü ildə "*The Securites Act Of 1993*" (Qiymətli kağız haqqında qanun) qəbul edilmişdir. 1988-ci ildə qəbul edilən "Rəqabət haqqında qanun"a görə milli təhlükəsizliyi təhlükə altına alan halların qarşısını almaq üçün və Antitrest qanununa görə də yerli və xarici investorların çeşidli və qiymətli kağız investisiyalarını ələ keçirməkdə məqsədi portfəlləşdirmədirsə, o zaman bunun qarşısını almaq üçün hökumətə geniş səlahiyyətlər verilmişdir.

Yaponiya. Xarici investisiya şirkətlərinin Yaponiyada kağız üzərində yaradacaqları portfel investisiyaları üçün Maliyyə Nazirliyinə yazılı müraciət etməlidir. İnvestorlar nazirliyə investisiyanın istiqaməti və zamanı haqqında əvvəlcədən məlumat verməlidir.

Honkonq. Honkonqda xarici investorların apardıqları əməliyyatlarla əlaqədar hər hansı bir məhdudiyyət yoxdur. Lakin xarici investorlara informasiya sektorunun ümumi səhmlərinin yalnız 10%-nə qədər icazə verilir.

İnkişaf etməkdə olan ölkələr. Meksika xarici portfel investisiya qoyuluşunu müsbət dəyərləndirən ölkələrdən biridir. Meksika birjasında şirkətlərin səhmlərinin alqı-satqısı istər yerli, istərsə də xarici investorlara açıqdır.

Cənubi Koreya qanunlarına görə xarici investorlar Koreya Qiymətli Kağızlar İdarəsində qeydiyyatdan keçdikdən sonra yerli investorlara verilən səlahiyyət çərçivəsində istənilən əməliyyatı görə bilərlər.

Tailandda sərmayənin giriş və çıxışı sərbəstdir. Xarici vətəndaşların qazanclarını ölkədən çıxarması sərbəstdir.

Malayziyada xaricilər bir şirkətin səhmlərinin yalnız 30%-nə qədərini əldə edə bilərlər. Qazancların ölkədən çıxışı sərbəstdir.

Sinqapurda qiymətli kağız alqı-satqısı və ya onlarla əməliyyat sərbəstdir. Lakin bəzi sənaye sahələrinin səhmlərinin 40%-ə qədərini xaricilərə satılmasına icazə verilib.

Braziliyada xarici investorların ixrac edilmiş səhmlərin 20%-dən çoxuna malik olması qadağan edilmişdir.

Cənubi Afrikada Vohanbur Birjasında əməliyyat aparmaq üçün bütün xarici investisiya fondları mərkəzi bankdan icazə almalıdır.

Macarıstanda bir şirkətə məxsus investisiyanın 10%-dən çoxu xaricilərə aid olduğu halda hökumətdən icazə alınmalıdır.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrə yönəlmiş beynəlxalq kapital hərəkətləri

İnkişaf etməkdə olan ölkələrdə son 20 il içində iqtisadi cəhətdən yüksəlişə doğru meyl hiss olunur. Bu yüksəlmənin başlıca göstəriciləri - ixracat və ölkəyə girən xarici sərmayə həcmının artımı ilə mümkün olmuşdur.

"Beynəlxalq Finans" nəzəriyyəsinə görə, xarici ölkəyə investisiya qoymaq, ölkə daxilinə nisbətən daha çox risklidir. Risklərin çox yüksək olması isə təbii olaraq "xarici bir ölkədə investisiya qoyacaq olan tərəflərin maraqlı ölkənin kredit riskinə görə daha çox gəlir gözləməsi ilə hərəkət etməsinə səbəb olur.

Beynəlxalq tədiyə balansı üzrə statistikalar beynəlxalq sərmayə hərəkətlərini dörd kateqoriyaya bölürlər. Bu kateqoriyalar aşağıdakılardır:

1) birbaşa investisiyalar - əsas kapital şəklindəki uzunmüddətli sərmayə və əldə edilən qazancların yenidən investisiyası.

2) digər uzunmüddətli investisiyalar: kreditlər, bank əmanətləri, digər alacaq və borclar;

3) portfel investisiyası - dövlət sektoru istiqrazları, digər istiqrazlar və aksiyalar;

4) qısamüddətli investisiyalar - kreditlər, qısamüddətli borclanma alətləri, bank əmanətləri, digər alacaq və borclar.

Bu kateqoriyaları bəzilərinin digərlərindən daha çox dəyərli olduğu görünür. Məsələn, beynəlxalq qısamüddətli yatırımlar "hot money - isti pul" adlandırılır. Ölkələrin tədiyyə balansı baxımından ölkələrin "isti pul"dan asılı olması valyuta kurslarında ani tarazsızlığa yol açır və nəticədə bu olay finans bazarı, xarici ticarət və real iqtisadiyyata neqativ təsir etməklə sistemə riskə yol açır. Örnək olaraq 1994-cü ildə Meksikada, 1997-ci ildə Cənub-Şərqi Asiyada, 1990-cı ildə Rusiyada, 2000-ci ildə Türkiyə və Argentinada baş verən finans böhranlarını göstərə bilərik.

"İsti pul" inkişaf etməkdə olan ölkələr baxımından çox risklidir, ancaq direkt və ya birbaşa investisiyalar (xüsusilə də fiziki

sərmayələr) daha istiqrarlı bir sərmayə girişi sayıla bilər.

Müddət baxımından qruplaşdırma apararkən xarici sərmayəni iki qrupa: uzunmüddətli və qısamüddətli qaynaqlara bölürlər.

Adətən qısamüddətli yatırımlar və portfel investisiyaları - "qısamüddətli xarici qaynaqlar", uzunmüddətli qaynaqlar və birbaşa investisiyalar uzunmüddətli qaynaqlar hesab olunurlar.

Qısamüddətli yatırımlar - "hot money - isti pul" mənasını verir. Bu kateqoriyadakı fondlar bir il içində nəgda dönüşəcək aktivlər və səhmlər kimi hər an nəgdləşə bilən qiymətli kağızlar deməkdir. İstər müddətin qısa olması, istərsə də hər an nəgd dönüşə bilmələri qısamüddətli qaynaqların hər an ölkəni tərk etməsinə gətirib çıxara bilər. Qısamüddətli xarici qaynaqların valyutaya döndüyünü görən yerli investorlar valyutaya olan aşırı tələb səbəbi ilə kursların sürətlə yüksələcəyini və ölkə milli pul vahidinin dəyər itirəcəyini bilirlər. Yerli investorlar əllərində olan fondların (ölkə pulu cinsindən) dəyər itirməməsi (hedging məqsədli) və hətta valyutadakı sürətli yüksəlmə səbəbi ilə mənfəət əldə edə bilmək (spekulyasiya məqsədli) üçün ölkə milli pulundan imtina etməyə başlayacaq və xarici pul əldə etməyə çalışacaqdır. Beləliklə, valyutaya yönəlmə yalnız isti pul üçün deyil, yerli yalırımcılar üçün də keçərlidir.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrə qoyulan portfel və birbaşa investisiyaların həcmi (milyard \$)

Cədvəl 2.10

<i>Rəsmi kreditlər</i>	<i>1981</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>
Bağışlar və ya grantlar	19.2	29.4	37.5	31.9	32.5	32.5	32.9
İkitərəfli kreditlər	11.6	13.5	13.2	10.8	9.4	6.1	18.8
Çoxtərəfli kreditlər	11.8	15.0	14.8	12.3	10.0	10.0	12.5
Cəmi	42.6	57.9	65.5	55.0	53.0	48.6	64.2
Özəl sektor kreditləri	-	-	-	-	-	-	-
İstiqrazlar	5.3	3.0	12.8	13.2	38.3	32.2	33.7
Kom. bank kreditləri	0.8	1.7	2.5	13.8	4.9	9.2	17.1
Texniki yardım	1.1	7.3	2.2	0.0	2.0	-	-
Digər kreditlər	5.5	10.6	3.3	12.6	6.9	2.4	4.0
Cəmi	12.7	15.3	19.0	39.6	40.3	43.8	54.8

Xarici birbaşa investisiyalar	25.7	25.0	35.0	46.6	68.3	0.1	90.3
Portfel investisiyası	3.5	3.7	7.6	14.1	45.6	34.5	22.0

Mənbə: Dr. Zəhid Məmmədov. Beynəlxalq valyuta münasibətləri. Bakı-Qanun, 2001.

Diagram 2.4-dən göründüyü kimi, 1970-ci ildən sonra beynəlxalq sərmayə hərəkətlərinin formalarında önəmli dəyişmələr olmuş və bank kreditlərinin həcmində birbaşa investisiyalar və portfel investisiyaları qədər artım olmamışdır.

Portfel yatırımlarındakı artım isə direkt investisiyalara görə olduqca yüksək səviyyədə müşahidə edilmişdir.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrə yönəlmiş fond axınlarının səbəbləri

Son 20 il içində inkişaf etməkdə olan ölkələrə yönəlmiş fond hərəkətlərində (istər qısamüddətli fondlar, istərsə də portfel investisiyası və istərsə də direkt və ya birbaşa investisiyalar baxımından) önəmli inkişaf olmuşdur. Bütün bunlara təsir göstərən amillər aşağıdakılardır:

1. Daxili amillər - inkişaf etməkdə olan ölkələrin istər ümumi iqtisadi, istərsə də finans bazarları ilə bağlı olaraq islahat hərəkətləri və cari bazar şərtlərini ifadə edir.

Daxili amillər xarici kapital hərəkətlərini cəlb etmə baxımından xarici amillər nisbətən daha təsirlidir. Daxili amilləri aşağıdakı başlıqlar altında göstərək:

1.1. İnkişaf etməkdə olan ölkələrdəki iqtisadi infrastruktur və qanun ilə əlaqədar dəyişikliklər. Makroiqtisadi istiqrar. Finans bazarlarının şəffaflığı sürətli iqtisadi böyümə, birbaşa investisiyalardan yüksək gəlirlilik nisbəti və s. bu kimi göstəricilər ölkəyə olan etibar artırır və nəticədə ölkəyə güclü xarici investisiya axını başlayır.

1.2. Uğurlu qiymət siyasəti. Qiymət sabitliyi yalnız xarici investorlar üçün deyil, yerli yatırımcılar üçün də investisiyalarını planlayabilmə, digər bir ifadə ilə desək, investisiya qərarını almada ən önəmli amillərdən biridir.

Xarici yatırımcıların investisiya qoyacaqları ölkələrin gələcəkdəki qiymət hərəkətlərini təxmin etmə baxımından bazarlara daha yaxın və bu anlamda daha çox təcrübə sahibi olan yerli yatırımcılar

keçmişdəki qiymət hərəkətlərini diqqətə almaqla uğurlu bir qiymət istiqrar proqramına sahib olmayan ölkələri gündəmlərinə almaq istəməyəcəklər.

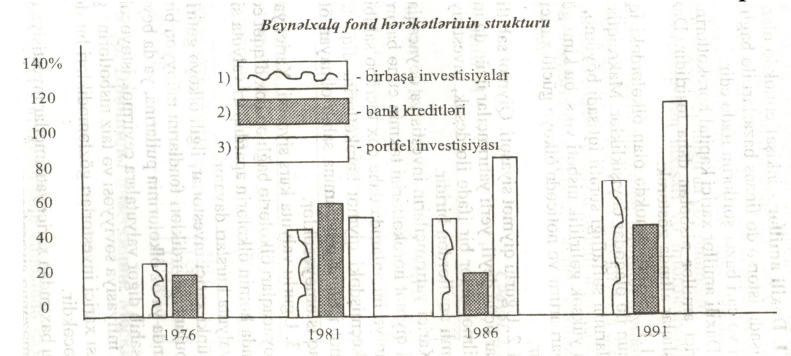
1.3. Uğurlu valyuta kurs siyasəti. Xarici yatırımcıların investisiya qoyacaqları ölkələrlə bağlı ən çox diqqət edəcəkləri mövzuların başında həmin ölkələrin apardıqları valyuta siyasəti və nəticə olaraq valyuta kursları dayanır.

Çünki xarici investorlar, maraqlı ölkəyə gətirib çox zaman o ölkənin puluna çevirdikləri fondlarını müəyyən bir investisiya müddəti sonunda ya öz ölkələrinin pullarına, ya da beynəlxalq konvertabelliyyətə sahib digər valyutalara çevirmək istəyəcəklər. Valyuta kurslarının inflyasiya səviyyəsi və faiz nisbətlərinə görə daha çox artmış olması xarici investorları gözləmədikləri bir durumla qarşı-qarşıya gətirəcəkdir.

Bu baxımdan xarici yatırımcılar investisiya qoyulan ölkənin valyuta məzənnə siyasətinə çox önəm verirlər.

1.4. İnvestorları qoruyucu tədbirlərin alınması. Qısamüddətli investisiyalar və portfel yatırımlarında xarici yatırımcıların ən çox duracaqları mövzu ictimaiyyətə açıqlanan məlumatların tam və doğru olmasıdır və bunların gələcəkdə investorların işlərində mühüm yeri vardır. Bundan başqa, ölkədə qəbul edilmiş "Xarici investisiyaların qorunması haqqında" Qanunun mövcudluğu da çox önəmlidir.

Diagram 2.5



1.1. Xəbərləşmə texnologiyasının inkişafı və informasiyanın doğruluğu.

Özəlləşdirmə siyasəti. Özəlləşdirmə bir tərəfdən qiymətli kağız bazarının inkişafına, başqa bir tərəfdən isə iqtisadiyyata dövlətin müdaxiləsini zəiflətməklə rəqabətçi bazar mühiti formalaşdırır və nəticədə xarici yatırımcıların ölkə iqtisadiyyatında yaxından iştirak etməsinə şərait yaradır.

Pul bazarının komponentləri

Cədvəl 2.11

<i>Komponentlər</i>	<i>Mlrd.\$</i>
Repo və tərs repo	272.1
Depozit sertifikatı nominal - 100 mindən az	958.3
depozit sertifikatı (nominal 100.000-dən çox	616.1
Müddətli Avro dollar depozitlər	149.4
Qısamüddətli xəzinə qiymətli kağızları	371.2
Bank akseptləri	14.0
Qısamüddətli kommersiya veksellər	715.0
Əmanətlər	1537.8
Pul bazarının qarşılıqlı fondları	1274.0

Mənbə: Z.Məmmədov. Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları

2. Xarici amillər

Hər hansı bir ölkənin xarici sərmayəni cəlb etməsində daxili amillərlə yanaşı xarici amillərin də rolu böyükdür.

Ölkələr üzrə reyting dərəcələri

Cədvəl 2.12.

<i>İnvestisiya istiqrazlarının reyting dərəcələri</i>	<i>Ölkə</i>
Aaa (yüksək dərəcəli investisiya istiqrazları)	Avstriya, Fransa, Almaniya, Yaponiya, Lüksemburq, Niderland, Norveç, İsveçrə, İngiltərə, ABŞ
Aa 1 (yüksək dərəcəli, ancaq Aaa nisbətən aşağı)	Belçika, Danimarka, Finlandiya, İrlandiya, Yeni Zelandiya, Sinqapur
Aa2	Andorra, Avstraliya, Kanada, İspaniya
Aa3	İslandiya, İtaliya, Portuqaliya, İsveç
A 1	yoxdur
A2	Kipr, Malayziya, Malta, Ərəb Əmirlikləri
A3	Çin, İsrail, Sloveniya

Baa 1 (AI nisbətən aşağı)	Çili, Çexiya, Estoniya, Yunanıstan
Baa2	Latviya, Kitay, Oman
Baa3	Polşa, Səudiyyə Ərəbistanı, Macarıstan
B1 (spekulyativ buraxılış)	Braziliya, Litva, Türkiyə, Bolqarıstan, İndoneziya

Mənbə: Z.Məmmədov. Finans iqtisadiyyatının anatomiyası və fiziologiyasının əsasları

Səhm bazarının ümumi investisiya içində payı

Cədvəl 2.13

<i>Ölkə</i>	<i>ümumi investisiya həcmi (mlrd. \$)</i>	<i>investisiya içində səhmlərin payı, %</i>
ABŞ	1033	7.4
Yaponiya	1213	0.7
Almaniya	348	5.1
İngiltərə	153	20.9
Fransa	238	12.4

Mənbə: Рубинов Б. Зарубежные фондовые рынки. М.:ИИФРА – М., 1996, с.19.

Beynəlxalq sərmayə hərəkətlərinin qruplaşdırılması

Direkt (birbaşa) investisiya öz sərmayə şəklindəki, əsas olaraq uzunmüddətli sərmayə və əldə edilən qazancların yenidən investisiyası
Digər uzunmüddətli investisiyalar, kreditlər, bank əmanətləri, digər alacaq və borclar
Portfel investisiyası. Dövlət sektoru istiqrazları, digər istiqrazlar və səhmlər
Qısamüddətli investisiyalar kreditlər, qısamüddətli borclanma alətləri, bank əmanətləri, digər alacaq və borclar

Xarici amillərin ən başlıcaları aşağıdakılardır:

1. Beynəlxalq faiz dərəcələri və ya digər aktivlərin gəlirlik nisbətlərində azalmalar.

2. Bazar iştirakçılarının sayının artması. Eyni sektorda fəaliyyət göstərən şirkətlərin sayının artması və bu şirkətlər arasındakı müntəzəm rəqabət səbəbi ilə firmalar istər daha ucuz xammal olan ölkələrdə (regionlarda) islehsalla məşğul olmaq, istərsə də yeni bazarlar yarada bilmək üçün digər ölkə bazarlarına yönəliirlər.

3. Digər ölkələr və regionlarda yaşanmaqda olan iqtisadi

durğunluq.

2.7. Гиймятли каъызлар базарынын модерн игтисадийятда ролу

Ölkəmizin bazar iqtisadiyyatına keçidi özü ilə birlikdə yeni mərhələ olan qiymətli kağızlar bazarının inkişafını müəyyən etdi. Qiymətli kağızlar bazarını tədqiq etmək üçün ilk öncə bu bazar növünün obyektləri nəzərdən keçirilməlidir. İqtisadi nöqtəyindən nəzərdən qiymətli kağızlara pul sənədi kimi, bir sözlə qiymətli kapitalın mövcud olma forması kimi baxmaq olar. Bu da onun yenidən bölüşdürülməsini asanlaşdırır və bazarda əmtəə kimi dövr edə və gəlir gətirə bilər. Qiymətli kağızların ilk fiksaj edilmiş gəlirə malik olan növləri vardır. Bu növ qiymətli kağızlar bazarda istiqrazlar, depozit və əmanət sertifikatları, dövlət qiymətli kağızları, veksellər şəklində təqdim olunmuşdur.

Qiymətli kağızların ikinci növü fiksaj edilməmiş gəlirə malik olan qiymətli kağızlar hesab edilir. Bura ilk öncə aksiyalar aid edilir. Aksiya ilk öncə mülkiyyət tituludur. İkinci isə o, dividend almaq hüququna malikdir.

Qiymətli kağızların sonuncu növü isə qarışıq forma hesab edilir. Bu növə opsiyonları aid etmək olar.

Müasir əmtəə iqtisadiyyatının ən əsas məqsədi gəlir əldə etmək hesab edilir. Belə ki, iqtisadi mühitdə hər bir fəaliyyət gəlir əldə olunmasına istiqamətlənmişdir. Gəlirin artırılması vasitələrindən biri investisiya qoyulması hesab edilir. Bu zaman kapitalın investisiyalasdırılması, daha əlverişli bazarın seçilməsi böyük əhəmiyyət kəsb edir.

Pul vəsaitləri müxtəlif bazarlara yatırılı bilər və hər bazar da özünəməxsus yerə malik olur. Amma investisiya üçün sözsüz olaraq yığım tələb olunur və buna görə də, ilkin kapital tapılmalı və ya onu yığmaq lazımdır. Bu zaman bazara iki tərəfdən baxmaq olar: Bir tərəfdən yığım üçün olan bazar, digər tərəfdən investisiya üçün olan bazar. Yığmaq və kapital əldə etmək bazalarına bank kapitalları bazarı, valyuta bazarı, sığorta bazarı və pensiya fondları ilə bir səviyyədə olan qiymətli kağızlar bazarını aid etmək olar. Başqa

sözlə desək, maliyyə münasibətlərinin üstünlük təşkil etdiyi bazar *maliyyə bazarı* adlanır və onun tərkibinə *pul bazarı* və *kapital bazarı* daxildir. *Pul bazarı* dedikdə qısamüddətli kredit əməliyyatları bazarı (bir ilə qədər) başa düşülür. O da öz növbəsində hesabat bazarı, banklararası bazar və valyuta bazalarına bölünür. Hesabat bazarında alqı-satqının əsas obyektləri xəzinə və kommersiya vekselləri və digər qısamüddətli qiymətli kağızlar hesab edilir. Banklararası bazalar isə bankların bir-birinə kreditin beynəlxalq ödəmə dövryyəsinə xidmət edir. Kapital bazarı orta və uzunmüddətli kreditləri, aksiyaları, istiqrazları əhatə edir. *Kapital bazarı* orta və uzunmüddətli qiymətli kağızlar bazarı, həmçinin ortamüddətli və uzunmüddətli bank kreditləri bazarına da bölünür.

Qiymətli kağızlar bazarı həmçinin, investisiya bazarı da hesab edilir. Belə ki, investisiyanın həyata keçirilməsi üçün müxtəlif bazaların olması, qiymətli kağızlar bazarında gərgin rəqabətə səbəb olacaqdır. Buna bir sıra faktorlar təsir göstərir: bazarın gəlirlik səviyyəsi, risk səviyyəsi, verginin səviyyəsi və s.

Qiymətli kağızlar bazarı müasir iqtisadiyyatda bir sıra funksiyalara malikdir ki, onları da iki qrupa bölmək olar: hər bir bazara aid olan ümumi bazar funksiyası və spesifik funksiyalar. Bu funksiyalar onu müxtəlif bazarlardan fərqləndirir. Ümumi bazar funksiyalarına bunlar aid edilir: *kommersiya*, *qiymət*, *inflasiya*, *tənzimləyici*.

Qiymətli kağızlar bazarının modern iqtisadiyyatda spesifik funksiyalarına aşağıdakıları aid etmək olar:

- yenidən bölüşdürmə funksiyası;
- qiymət və maliyyə risklərinin sığortalanması funksiyası.

Yenidən bölüşdürmə funksiyasını şərti olaraq üç törəmə funksiyaya bölmək olar:

- pul vəsaitlərinin sahələr və bazar fəaliyyəti sferaları arasında bölüşdürülməsi;
- əhalinin əmanətlərinin qeyri-istehsal formasından istehsal formasına keçirilməsi;
- dövlət büdcəsinin kəsirinin maliyyələşdirilməsi.

Qiymətli kağızlar bazarında qiymət əmələ gəlməsi çox çətindir. Qiymətə bir sıra faktorlar təsir göstərir: tələb, təklif, rəqabət xərcləri, risk və s. Qiymətli kağızlar bazarının qiymət əmələ gəlməsinə əsasən iki iqtisadi qanun təsir göstərir: tələb və təklif qanunu və qiymət qanunu.

Klassik iqtisadi nəzəriyyəyə uyğun olaraq qiymət – əmtəənin dəyrinin pul ilə ifadəsidir, qiymətli kağızlar bazarına nisbətə isə qiymət – emitentin gəlir əldə etmək məqsədilə xərclədiyi xərclərin kəmiyyət ifadəsidir.

Modern iqtisadiyyatda qiymətli kağızlar bazarının müxtəlif qiymət əmələ gəlmə mərhələləri əsaslı şəkildə bir-birindən fərqlənir. İlk bazar da qiymət qiymətli kağızı buraxmış müəssisədən əvvəl müəyyənləşdirilir. Buna isə bir sıra subyektiv faktorlar təsir edir: pul resurslarının miqdarı, sahibkarın qiymətli kağızları bazarda sata bilməməsi. Qiymət əmələ gəlməsinin iqtisadi mexanizmi prosesə tam olaraq qiymətli kağızlar bazarının ikinci bazarında daxil olur və burada aksiyaların, istiqrazların və qiymətli kağızların yenidən satışı həyata keçirilir.

Qiymətli kağızlar bazarında tələb və təklifin qarşılıqlı əlaqəsinə baxsaq, burada əks özəllik görürük ki, burada tələb investisiyaya olan tələbdir, təklif isə pul həcmnin və əmanətin məbləğidir. Digər bazarlarda olduğu kimi investisiyaya olan taraz bir qiymət tələb və təklifin kəsilməsi nəticəsində əmələ gəlir. Amma burada qiymət investisiya üzrə faizlərlə idarə edilir. Onu da qeyd etmək lazımdır ki, maliyyə bazarında tələb və təklifin iki qarşılıqlı təsir modeli mövcuddur: *keynis və qeyri-klassik nəzəriyyə*. Bu nəzəriyyələr əmanət funksiyası həmişə və düz proporsional üst-üstə düşdüyü zaman baş verir.

Əgər ideal rəqabətli qiymətli kağızlar bazarında bərabərlik axtarsaq, burada risk faktoru mütləq nəzərə alınmalıdır. Bu zaman Şarp və Mobintə tərəfindən işlənilib hazırlanmış qanuna əsasən investor qiymətli kağızları onların qiymətli kağızlar bazarında risk hissəsinə uyğun olaraq əldə olunması zamanı eyni və dolğun informasiyaya malik olursa, onda bazara etibar etmək və öz portfelinə də bazar portfelinə uyğun olaraq seçmək məsləhət görülür.

Qiymətli kağızlar bazarında dəyər haqqında qanundan danışdıqda burada siyasi iqtisadi tərəfdən idarə edilmiş qanundan istifadə etmək olmaz. Bu qanuna uyğun olaraq əmtəənin qiyməti ictimai əməyin xərcləri ilə müəyyənləşdirilir və əmtəələr onların ictimai qiymətinə uyğun olaraq dəyişdirilir və onun da həcmi ictimai zəruri əmək xərclərinin səviyyəsinə əsasən müəyyənləşdirilir. Bu qanunun qiymətli kağızlar bazarında işləyə biləcəyini fikirləşmək çox çətindir. Çünki bu zaman qiymətli kağızların dəyəri onun kağız istehsalının xərclərinə bərabər olur.

Rəqabətə iki aspektdə baxmaq olar: *daxil və xarici*. Daxili aspektdə qiymətli kağızlar arasında olan rəqabət kimi baxılır. Burada rəqabətə aşağıdakı faktorlar təsir edir: analoji qiymətli kağızların həcmi, rəqiblərin qiymətini bilmək. Xarici aspektdə olan rəqabətə isə investisiya cəlb olunması zamanı müxtəlif bazarlar arasında olan rəqabət kimi baxmaq olar. Məs: büdcə, kredit bazarı və qiymətli kağızlar bazarı arasında olan rəqabət. Büdcə resurslarının qalxması zamanı vergilər qalxır, pul axımı və investisiya azalmağa başlayır.

Qiymətli kağızlar bazarının ən vacib maliyyə kateqoriyası kimi qiymətli kağızlar bazarında və fond birjasında öz peşəkar fəaliyyətlərini həyata keçirən qiymətli kağızlar bazarının iştirakçıları hesab edilir. Qiymətli kağızlar bazarında peşəkar fəaliyyət aşağıdakı kimi qruplaşdırılır:

- pul vəsaitlərinin yenidən bölüşdürülməsi və maliyyə vasitəçiliyi;
- broker fəaliyyəti;
- qiymətli kağızların alqı-satqısının təşkil olunma fəaliyyəti;
- qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatların təşkilatı-texniki xidməti;
- depozitar fəaliyyəti;
- konsultasiya fəaliyyəti;
- aksionerlərin reyestrinin aparılması və saxlanması fəaliyyəti;
- qiymətli kağızlar üzrə klirinq fəaliyyəti;
- pul vəsaitləri üzrə klirinq hesabatı fəaliyyət (qiymətli kağızların əməliyyatı ilə bağlı olan).

Qanuna əsasən birinci bazara emissiya zamanı baş verən münasibətlər kimi baxmaq olar. Birinci bazar qiymətli kağızların ilkin və təkrar emissiya bazarıdır ki, burada onların investorlar arasında ilkin yerləşdirilməsi həyata keçirilir. Birinci bazarın investorlar üçün ən əsas üstünlüklərindən biri pul vəsaitlərinin qiymətli kağıza yatırma seçimi zamanı informasiyanın tam şəkildə açıqlanmasıdır. İkinci, yəni fond bazarı münasibətləri çərçivəsində birinci bazarda emissiya edilmiş qiymətli kağızların dövriyyəsi başa düşülür. İkinci bazarın ən əsas üstünlüyü onun likvidliyidir. Müasir dövrdə ikinci bazarın aşağıdakı növləri vardır:

- təşkilatı (birja) bazar;
 - qeyri-təşkilatı (qeyri-birja və yaxud «küçə») bazarı.
- Beləliklə, yuxarıda baxdığımız problemləri nəzərdən

keçirdikdən sonra nəticələr çıxartmaq olar. Birinci qiymətli kağızlar bazarının meydana gəlməsi istehsal gücünün inkişaf etməsi və beynəlxalq ticarətin aktivləşməsi nəticəsində meydana gəlmişdir. Bu dövrdə qiymətli kağızların bir çox növlərini qeyd etmək olar: aksiya, istiqraz, veksel. Modern iqtisadiyyatda qiymətli kağızlar bazarının əsas funksiyaları olan kapitalın yenidən bölüşdürülməsi və riskin artırılması funksiyaları əsas yer tutur. Bundan başqa qiymətli kağızlar bazarı dövlətin maliyyə resurslarının yenidən bölüşdürülməsini də həyata keçirir.

2.8. Гиймятли кабызлар базарынын vəзиyyətінin öyrənilməsində istifadə edilən nəzəriyyələr

Qiymətli kağızlar bazarı və fond birjası – inkişaf etmiş bazar iqtisadiyyatının ayrılmaz hissəsi olub kapital axımını təmin edir. 70-ci illərə qədər qiymətli kağızlar bazarının təhlil sistemində ən əsas *fundamental* və *texniki təhlil* məktəbləri olub. Hər məktəbin də özünə məxsus mövqeyi olub. 70-ci illərin ortalarından onlar hər ikisi komponent və bir sıra nəzəriyyə elementlərini götürmüş və əsasən də «effektiv bazar» modeli və «təsadüfi seçim» konsepsiyasını yaratmışdır. Belə ki, onlar hələ də qiymətli kağızlar bazarının təhlilində vacib rol oynayır. «Fundamental məktəbin» tərəfdarları aksiyanın gələcək qiymətinin proqnozlaşdırılmasında əsasən balansların, hesabatların və müxtəlif statistik materialların öyrənilməsinə diqqət yetirir. «Texniki təhlil» məktəbinin tərəfdarları isə hər şeyin birja kurslarında əks olunduğunu hesab edirlər. Buna görə də, ən vacib amil alış və satış əsasında qiymətli kağızlara olan tələb və təklifin öyrənilməsidir. Beləliklə, texniki təhlil məktəbinin tərəfdarları qiymətli kağızlar bazarının vəziyyətinin bir sıra nəzəriyyəsindən istifadə edirlər. Bunların ən əsasları aşağıdakılardır:

- dou nəzəriyyəsi;
- qalxıb-enmə nəzəriyyəsi;
- müvəqqəti satılmış aksiyalar nəzəriyyəsi;
- natamam aksiya nəzəriyyəsi;
- təsadüfi hərəkət hipotezi;
- bazarın effektivlik nəzəriyyəsi.

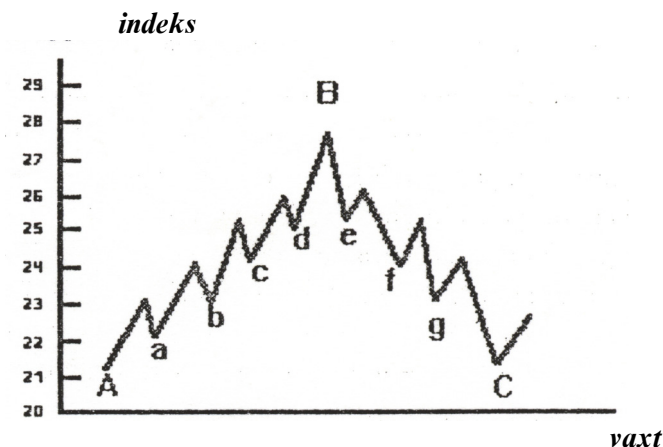
Dou nəzəriyyəsi. Texniki nəzəriyyənin qədim nəzəriyyələrindən biri olan bu nəzəriyyə «The Wall Street Journal» jurnalı və Do Jones birja indeksi tərəfindən 1900-cu ildə yaradılmışdır.

Müəyyən vaxt ərzində bu nəzəriyyənin davamçıları bu nəzəriyyəni daha da təkmilləşdirmiş və genişləndirmişdilər. 1929-cu ildə «ulduz vaxtı» gəlib çatdı, «The Wall Street Journal» jurnalında jurnalın ekspertləri 23 oktyabrda aksiyaların kursunun kəskin sürətdə aşağı düşəcəyini söyləmişdilər. Təəssüf ki, onların proqnozu gerçəkləşdi və Dou nəzəriyyəsi cəmiyyətin diqqətini cəlb etdi. Bu nəzəriyyənin tərəfdarları fond bazarı tendensiyasının başlıca cəhətləri və istiqamətlərini müəyyən etməyə can atırdılar.

Bu nəzəriyyə əsasən aksiya bazarının tam vəziyyətini eyni vaxtda baş verən üç əsas kurs hərəkəti ilə müəyyən edir:

- ilk hərəkət qısa müddətlidir bir gün çərçivəsində və yaxud bir neçə saatda baş verən qalxıb-enməni əhatə edir;
- ikinci hərəkət daha sürəklidir, iki həftə ilə bir ay arasında olur, lakin bir sıra xüsusi hallarda bir aydan artıq olur;
- üçüncü hərəkət uzunmüddətlidir və 1 ildən az olmayan müddəti əhatə edir: bazarın əsas tendensiyalarını əks etdirir. Dou nəzəriyyəsinə əsasən kursun hərəkəti aşağıdakı qrafikdə göstərilmişdir.

Sxem 2.1



A və B nöqtələri arasındakı əyri aksiya kursunun tendensiyasının artma mövcudluğunu əks etdirir. Bu aralıqda bazarda daha çox alış və satış baş verir. A-dan B-yə kimi kiçik hərflərlə qeyd olunan aralıq ikinci hərəkəti əks etdirir. Əgər qrafikə diqqətlə baxsaq görürük ki, hər bir artım əvvəlkinə nisbətən daha çoxdur və

bu da kursun artım tendensiyanı müəyyən edir. B və C nöqtələri arasındakı əyri isə əks tendensiyanı təşkil edir. Bazar bu zaman enmə vəziyyətində olur (bear market). B-dən C-yə kimi kim kiçik hərflərlə qeyd edilən aralıq ikinci hərəkəti əks etdirir. Bu zaman artım tendensiyanın tam əksi olaraq hər dəfə azalmağa doğru gedir və bu da getdikcə kursun azalan tendensiyanı müəyyən edir.

Dərhal aksiyaların qiymətinin gündəlik qalxıb-enməsinə maraq azalır ki, bu da Dou nəzəriyyəsinin traktovkası ilə əsaslandırılır. Onlar belə hesab edirdilər ki, gündəlik qalxıb-enmə birinci və ikinci hərəkətə təsir edə bilər.

Bu nəzəriyyənin davamçılarının sözlərinə əsasən tendensiyanı düzgün müəyyən etmək üçün iki indeksin istiqamətli hərəkətinə ehtiyac olur: *sənaye Do Jons (DJIA)* və *nəqliyyat Do Jons (DJTA)*.

Bu məktəbin tərəfdarlarının fikrinə görə Do Jons indekslərində kiçik dəyişikliklər elə böyük maraq kəsb etmir: burada yalnız bir həftədən bir neçə aya qədər davam edən əhəmiyyətli dəyişikliklər böyük əhəmiyyət kəsb edir. Bu zaman onlar investorlara aşağıdakı bu tendensiyanı izləməyi məsləhət görürlər: aksiyaların artım tendensiyasında alınması dəqiq olmadıqda azalma tendensiyası zamanı satılmasını. Do Jons nəzəriyyəsi dəfələrlə tənqid edilmiş çünki bu nəzəriyyə Do Jons indeksi kimi çox məşhurdur.

Kursların qalxıb-enmə nəzəriyyəsi (bazarın genişlik nəzəriyyəsi). Birjanın iş günü çərçivəsində bir aksiyanın kursunun aşağı düşməsi və digər aksiyaların kursunun yuxarı qalxması müşahidə oluna bilər. Bu nəzəriyyənin məqsədi qiyməti düşmüş aksiyaların sayı ilə qiyməti yuxarı qalxmış aksiyanın müqayisə edilməsidir. Bu müqayisənin nəticəsi bazar tendensiyanının eyniləşdirilməsinə xidmət edir. Məs: Birjada 1000 aksiya fəaliyyət göstərir. Bir iş günü çərçivəsində 520 aksiyanın qiyməti qalxmış, 180 aksiyanın qiyməti aşağı düşmüş, 300 aksiyanın qiyməti dəyişilməz olaraq qalmışdır. Nisbəti hesablamaq üçün – təmiz göstərici «kursunun qalxıb-enməsi»ni aşağıdakı göstəricidən istifadə edilir:

$$\Pi_0 = \frac{R_1 - R_2}{A} ;$$

burada Π_0 – aksiyanın həcmi arasında faiz nisbəti; R_1 –

qiyməti artan aksiyaların sayı; R_2 – qiyməti aşağı düşən aksiyaların sayı; A – birjanın siyahısında olan aksiyalardır.

$$\Pi_0 = \frac{520 - 180}{1000} = +34\% .$$

Burada artan qiymətlə olan aksiyaların sayı çoxdur və bu da müsbət nisbəti müəyyən edir. Müsbət artan faizlər tendensiyanın meydana gəlməsi çoxlu sayda aksiyaların alınması ilə xarakterizə edilir. Əgər biz aksiyaların sayını dəyişdirsək:

$$\Pi_0 = \frac{180 - 520}{1000} = -34\%$$

Bu zaman zidd faiz alınır ki, bu da bazarın aşağı düşməsindən xəbər verir. Azalan əks faizlərin alınması aksiya kurslarının uzunmüddətli azalma tendensiyanı təsdiq edir. Satış həcmi isə artır (bear market).

Əgər bu tendensiyanın hər hansı birində əks istiqamətdə olan rəqəmlər meydana gəlsə, onda onlar bazarda baş verəcək dəyişiklikləri söyləyən bir indikator kimi qəbul edilir. Təcrübədə bunlar çox çətinliklidir.

Müvəqqəti satılmış aksiya nəzəriyyəsi. Bu nəzəriyyə broker-dən borca götürülmüş aksiyaların alışı və satışına birbaşa münasibət göstərir. İnvestor aksiyanı bazar qiymətinə satdıqdan sonra onları daha ucuz qiymətə almaq üçün əlverişli bir vaxtı gözləyir. Bu nəzəriyyənin məqsədi satılmış aksiyanın geri alınmayan aksiyalarının sayını müəyyən etməkdir. Burada hesabat «yekun qısa mövqe əmsali» – aksiyaların ödənilməsi ilə ümumi satış həcminin nisbəti və aksiyaların bütün əməliyyatlarının orta həcmi əsasında qurulur.

Çoxlu sayda aksiyaların satışı indikator kimi qəbul edilir. *Yüksək əmsal* artım tendensiyanın göstəricisi, *aşağı əmsal* isə azalan hesab edilir. Bu nəzəriyyə elə də diqqət cəlb etmir, çünki bu

qısa müddədən istifadə edən investorların sayı 1% təşkil edir.

Natamam aksiya həcmi nəzəriyyəsi. Bu daha subyektiv «texniki» nəzəriyyədən biridir ki, burada natamam lotlarla işləyən kiçik investorlar həmişə səhv edirlər, çünki etibarlı və aktual informasiyaya sahib olurlar. Aksiyalarla əməliyyatda onların qruplaşdırılması zamanı iki əsas metoddan istifadə edilir:

- tam qrup 100 aksiya üzrə (round lots);
- natamam qrup 1-dən 99-a qədər (add lots).

Tam qruplarda investorların ödədiyi mükafatlar natamam qruplardakından aşağıdır. Bunun əsas səbəbi peşəkar investorun öz pullarını 100 aksiya üzrə qrupa qoyması ilə bağlı olur. 1-dən 99-a qədər həcmdə olan aksiyaların alınması kiçik və səriştəsiz investorlara xasdır. Bu nəzəriyyənin köməkliyi ilə bu cür aksionerlərin davranışı müəyyən edilir. Natamam qruplarda alınıb və satılan aksiyaların sayı izlənilir. Bu göstəricilər əsasında indeks tərtib olunur. Analitiklər natamam qruplarda alınıb-satılan aksiyaların həcmi arasındakı nisbətlə maraqlanırlar. Bunu alınan aksiyalarının sayının satılan aksiyaların sayına bölməklə tapmaq olar. Burada faizin artması alışı artmasını göstərir, azalması isə satışın artmasını göstərir. Bu məqsəd ilə borc götürülən və satılan aksiyaların nisbəti də hesablanır. Bu nisbət aşağıdakı kimidir:

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

burada C- satılmış aksiyanın (brokerdən borca götürülmüş ümumi satılmış aksiyaların həcmində olan nisbəti) nisbəti; P – satılmış aksiyaların həcmi; R – satılmış aksiyaların ümumi həcmidir.

Bu nisbətin qiymətinin artması çoxlu sayda satılmış aksiyaların mövcudluğunu göstərir. Bu nəzəriyyənin davamçılarının sözlərinə uyğun olaraq qiymətli kağızlar bazarında səhv buraxıla bilər və bu əsasən də kurs hərəkətindəki dəyişikliklər zamanı özünü daha çox büruzə verir.

Təsadüfi hərəkət hipotezi. Bu zaman aksiyaların bazar qiyməti əsasən iki hipotezdən ibarət olur:

1) aksiyanın uğurlu geri qaytarılması müstəqil statistik qiymətdən ibarət olur;

2) bütün müddət ərzində qaytarılmanın paylaşdırılması tam oxşardır. Məs: hər dövr üçün qazanc eyni 50% olacaqdır. Bu ehtimala uyğun olaraq daxili qiymət xalis qiymətə malikdir. Bu

nəzəriyyənin davamçıları keçmiş dövrün kurs hərəkətlərindən istifadə edilməsinin gələcəkdə aksiyanın bazar qiymətinin müəyyən edilməsinə köməklik göstərə bilməsini təsdiq edirlər. Amma bu təsdiqi mütləqləşdirmək lazım deyil, çünki burada yalnız xalis statistik hipotezlərdən söhbət gedir.

Effektiv bazar nəzəriyyəsi. (müasir maliyyə nəzəriyyəsi) – əgər qiymətlər müəyyən olunmuş inflyasiyalara tez reaksiya göstərsə, onda bu zaman effektiv hesab edilə bilər. Bu, bazarın tez reaksiya qabiliyyəti tarazlığının qorunub saxlanılmasından ibarət olur. Prinsip etibarlı ilə bazar effektivliyinin iki növü mövcuddur:

• iş - qiymətli kağızlar bazarının səlis işində və daxil olan sifarişlərin vaxtında işləyib hazırlanmasında özünü büruzə verir;

• inflyasiya - bu zaman qiymətli kağızlar bazarında qiymət yeni inflyasiyaya tez reaksiya göstərir.

Effektiv bazar nəzəriyyəsinin predmeti inflyasiya effektivliyidir. Bunun da üç növü vardır:

- zəif forma;
- orta forma;
- güclü forma.

Effektivliyin zəif forması zamanı aksiyanın qiymətindəki əsaslı dəyişikliklər bir-birindən asılı olur ki, bu da bazar tarixinə əsaslanaraq gələcək hərəkət barədə qabaqcadan fikir söyləməyi faydasız edir. Əgər bazar qiymətləri tamamilə və hər zaman ictimai informasiyanı özündə əks etdirsə, onda bu zaman bazar effektivliyi orta gücə malik olur. Bura qəzetlərdə və maliyyə mətbuatlarında nəşr olunan bütün hesabatlar və müxtəlif hökumət nəşrləri daxildir. Əgər bazar qiymətləri informasiyaları tam və hər zaman özündə əks etdirsə, onda bazarın effektivliyi güclü formaya malik olur: *ictimai və özəl* informasiya.

Ticarət həcmi nəzəriyyəsi. Bu nəzəriyyə birja ticarəti həcmi izləyir. Artan qiymətlərlə baş verən böyük əməliyyat həcmi artan tendensiya göstəricisidir. Lakin kiçik həcmli (alıcıların olmaması) azalan əməliyyatların həcmi kəskin sürətdə azalması aksiya kursunun kəskin sürətdə dəyişməsinə səbəb olar. Ticarət həcmi azalması artım tempinin sonunu əks etdirir və aksiyaların satışı üçün işarə olur. Uzunmüddətli durğunluq dövründə ticarət həcmi artması artım tendensiyasının artacağını bildirir və aksiyaların alınmasına işarədir.

Yuxarıda baxılan nəzəriyyələrin hansısa birinin seçilməsi hər bir analitikin öz düşüncəsindən asılı olur. Burada hər hansı nəzəriyyəni üstün tutmaq olmaz, çünki hər bir nəzəriyyənin öz ahəngi vardır.

2.9. Qiymətli kağızlar bazarının iştirakçıları

Broker və diler fəaliyyəti. Əvvəllərdə qeyd etdiyimiz kimi, bazarın fəaliyyət göstərməsi üçün bazara maraq göstərən satıcılar, alıcılar və vasitəçilər olmalıdır. Qiymətli kağızlar bazarında vasitəçi rolunda, adətən brokerlər və dilerlər çıxış edirlər. Tapşırıq və ya komissiyon müqaviləsi əsasında müvəkkil və ya komissiyonçu kimi fəaliyyət göstərən hüquqi və ya fiziki şəxsin onun müştərisinin marağına uyğun və onun hesabına qiymətli kağızlarla mülki hüquqi əqdlər bağlanılması *broker fəaliyyəti* hesab edilir. Qiymətli kağızlar bazarının broker fəaliyyəti ilə məşğul olan peşəkar iştirakçısı *broker* adlanır. Broker kimi həm fiziki şəxslər, həm də hüquqi şəxslər çıxış edə bilirlər. Fond bazarında peşəkar broker fəaliyyəti müəyyən lisenziya əsasında həyata keçirilir.

Broker bu lisenziyanı yerli maliyyə orqanlarından alır. Qanun broker fəaliyyəti ilə başqa fəaliyyət növlərini bir araya gətirməyə icazə verir.

Qiymətli kağızlar bazarında broker və ya broker təşkilatı kimi fəaliyyət göstərmək üçün aşağıdakı tələblərə cavab vermək lazımdır:

- müəyyən edilən minimal kapitala sahib olmalıdır ki, investor qarşısında maddi məsuliyyət hiss etsin;
- qiymətli kağızlarla əməliyyatları tam və dəqiq ifadə edən, işlənilib hazırlanmış haqq-hesab sisteminə malik olmalıdır.

Broker və müştəri öz əlaqələrini müqavilələr əsasında qururlar. Broker müştərinin adından və hesabından çıxış edir. Broker müştərinin tapşırığı əsasında hərəkət edir. Brokerin əsas gəliri sazişlərin məbləğindən asılı olaraq tutulan komissiyonlardır.

Çox zaman brokerlər öz fəaliyyətinə qiymətli kağızlar bazarında müştərilərlə konsultasiya etməyi də daxil edirlər.

Hüquqi şəxsin müəyyən qiymətli kağızlarının alışı və satışı qiymətlərini elan edib, bu qiymətli kağızların elan edilmiş qiymətlər üzrə alınması və ya satılmasını öhdəsinə götürməklə öz adından və öz hesabından qiymətli kağızlarla alqı-satqı əqdlərinin bağlanması *diler fəaliyyəti* hesab edilir. Qiymətli kağızlar bazarında diler fəaliyyətini həyata keçirən peşəkar iştirakçı *diler* adlanır. Brokerdən fərqli olaraq diler qiymətli kağızlar bazarında hüquqi şəxs kimi fəaliyyət göstərən investisiya şirkətlərini təmsil edir. Əqdlərin bağlanılmasını da müştərilərin hesabına deyil, öz hesabına yerinə yetirir. Dilerin gəliri alqı-satqı qiymətləri arasındakı fərqdə olur.

Bazarda operator rolunda çıxış edən diler alqı-satqı qiymətlərini, alınan və satılan qiymətli kağızların minimal və maksimal saylarını, həmçinin də elan edilən qiymətlərin nə vaxta qədər qüvvədə qalacağını müəyyən edir.

Depozitari fəaliyyəti. Qiymətli kağızların və ya onların sertifikatlarının saxlanması, yaxud uçotu və qiymətli kağızlara olan hüquqların keçməsi üzrə xidmətlər göstərilməsi depozitari fəaliyyəti hesab olunur. Qiymətli kağızlar bazarının depozitari fəaliyyətini həyata keçirən peşəkar iştirakçısı *depozitari* adlanır. Qiymətli kağızların uçotu üçün təyin edilmiş hesabat «depo hesabı» adlandırılır. Yalnız hüquqi şəxs depozitari ola bilər. İlk depozitari sistemi fond birjalarına xidmət etmək üçün yaradılmışdır. Depozitari fəaliyyəti ilə bağlı olan əməliyyatların hamısı depozitari və deponent arasında bağlanan müqavilələr əsasında həyata keçirilir. Depozitor müqaviləsi yazılı şəkildə bağlanır və bu müqavilənin bağlanması deponentin qiymətli kağızlara olan hüququnun depozitariyə keçməsinə bildirir. Depozitar deponentin onda saxladığı qiymətli kağızlar sertifikatlarının qorunmasına mülkü hüquqi məsuliyyət daşıyır.

Depozitari müqaviləsinə aşağıdakı mühüm şərtlər daxil edilməlidir:

a) müqavilənin predmetinin birmənalı müəyyən edilməsi, qiymətli kağızların sertifikatlarının saxlanması və ya qiymətli kağızlara olan hüquqların uçotu üzrə xidmətlərin göstərilməsi;

b) deponentin depozitaridə saxlanan qiymətli kağızları üzrə sərəncam verilməsi haqqında deponentin depozitariyə məlumat vermə qaydası;

c) müqavilənin qüvvədə olduğu müddət;

ç) müqavilədə nəzərdə tutulmuş depozitari xidmətlərinin ödənilməsinin həcmi və qaydası;

d) depozitarinin deponent qarşısında hesabat verməsinin forması və dövriliyi;

e) depozitarinin vəzifələri.

Öz aralarında danışan brokerlər onlarda saxlanılan bütün qiymətli kağızların sertifikatlarını yığır və birja depozitarisində deponent edirlər. Bu zaman bütün reyestrlərdə bu qiymətli kağızları broker hesabından nominal sahib kimi çıxış edən birja depozitarisinin hesabına köçürürlər. Birja depozitarisində hər bir brokerə «depo hesabı» açılır ki, burada da ona məxsus olan bütün qiymətli kağızların hesabatı gedir. Beləliklə, brokerlər arasında

bağlanan sazişlərin nəticələrinin rəsmiləşdirilməsi üçün reyestr xidmətlərinə müraciət etmək lazım deyil. Mülkiyyətçinin dəyişdirilməsi birja depozitarisinin depo hesablarında öz əksini tapır. Beləliklə də, qiymətli kağızların hesabatının aparılması nağısız olur və depo hesablarında dəyişikliklər edilir.

Kliring fəaliyyəti. Qiymətli kağızların göndərilməsi üzrə qarşılıqlı öhdəliklərin müəyyən edilməsi (qiymətli kağızlarla əqdlər üzrə məlumatın toplanması, yoxlanılması, təshih edilməsi və onlar üzrə mühasibat sənədlərinin hazırlanması), bu öhdəliklərin hesaba alınması və qiymətli kağızlar üzrə hesablanma aparılması *kliring fəaliyyəti* hesab edilir.

Praktikada kliring təşkilatları aşağıdakı kimi adlandırılır: hesabat palatası, kliring mərkəzi, hesabat mərkəzi və s. Ümumi planda hesablaşma-kliring təşkilatları ixtisaslaşdırılmış bank tipli təşkilatlardır ki, qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarna hesablaşma ilə bağlı xidmətlər göstərir. Onun aşağıdakı əsas məqsədləri vardır:

- bazar iştirakçılarna hesablaşma xidmətləri xərclərinin minimuma endirilməsi;

- haqq-hesab vaxtının qısaldılması;

- hesablaşma zamanı yaranan bütün risklərin minimum səviyyəyə endirilməsi.

Hesablaşma-kliring təşkilatları, çox zaman kommersiya banklarının olduğu hüquqi formada olur. Amma çox vaxt qapalı səhmdar cəmiyyət formasında olur ki, bu təşkilatlar da ölkənin mərkəzi bankının verdiyi lisenziya əsasında fəaliyyət göstərir.

Hesablaşma-kliring təşkilatları, kommersiya şirkətləri olub, gəlirlə işləməlidir. Onun nizamnamə kapitalı üzvlərinin ödəmələri hesabına yaradılır. Bu təşkilatın əsas gəlir mənbəyi aşağıdakı kimidir:

- sazişləri qeydiyyatdan keçirmə haqqı;

- məlumatların satılmasından əldə edilən gəlir;

- tədaviyədəki pul vəsaitlərindən əldə edilən gəlir;

- öz hesablaşma texnologiyasının satışından daxil olmalar;

- digər gəlirlər.

Hesablaşma-kliring təşkilatları törəmə qiymətli kağızlar olan fyuçers müqavilələri və birja opsiyonlarının alqı-satqısında mərkəzi yer tutur.

Hesablaşma-klirinq təşkilatları ilə onun üzvləri, birjalar və digər təşkilatlar arasında qarşılıqlı münasibətlər müvafiq müqavilələr əsasında qurulur. Hesablaşma-klirinq təşkilatlarının üzvləri əsasən iri banklar, iri maliyyə şirkətləri, həmçinin də fond və fyuçers birjalrı olur.

Hesablaşma-klirinq təşkilatlarının kredit və ya digər aktiv əməliyyatları həyata keçirmək hüququ yoxdur. Hesablaşma-klirinq təşkilatları depozitari xarakterli xidmətləri də həyata keçirir.

Reyestr fəaliyyəti. Qiymətli kağızların sahiblərinin reyestrinin aparılması sistemini təşkil edən göstəricilərin toplanması, qeydə alınması, işlənməsi, saxlanması və verilməsi qiymətli kağızların sahiblərinin reyestrinin aparılması üzrə fəaliyyət hesab edilir. Qiymətli kağızların sahiblərinin reyestrinin aparılması üzrə fəaliyyətlə yalnız hüquqi şəxslər məşğul ola bilərlər. Reyestrin aparılması üzrə fəaliyyət emitent və ya onun tapşırığı ilə qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları tərəfindən həyata keçirilə bilər. Qiymətli kağızların sahiblərinin reyestrinin aparılması üzrə fəaliyyəti həyata keçirən şəxslər *reyestr saxlayıcıları* və ya *qeydiyyatçılar* adlandırılır. Reyestrin aparılması üçün yalnız bir qeydiyyatçı ilə müqavilə bağlanılır. Qeydiyyatçı qeyri-məhdud saylı emitentlərin qiymətli kağızlarının sahiblərinin reyestrini apara bilər. Öz əsas funksiyalarından başqa qeydiyyatçılar reyestrə bağlı bir sıra əlavə funksiyaları yerinə yetirirlər. Qeydiyyatçılar qiymətli kağızların sertifikatlarına da nəzarət edirlər. Sahibkarın dəyişdirilməsi zamanı qeydiyyatçı yeni sahibkarın adına sertifikat yazmalıdır və bu zaman o, ona qeydiyyatdan keçirmək üçün verilən sertifikatın doğrudan həmin şəxsə məxsus olduğunu, oğurluq olmadığını və ya axtarışda olub-olmadığını yoxlamalıdır. Bir qayda olaraq, qeydiyyatçı emitentin agentidir. Qeydiyyatçı vasitəsilə emitent öz investorlarına məlumat verə bilər. Əgər qeydiyyatçı rolunu bank yerinə yetirirsə, o, həmçinin də emitentin ödəmə agenti kimi çıxış edə bilər. Bir qayda olaraq, qeydiyyatçılar qiymətli kağızların sahiblərinin şəxsi hesablarını aparır. Şəxsi hesabda sahibkara məxsus olan qiymətli kağızların sayı və sahibkar haqqında digər lazımi informasiyalar olur. Əgər alqı-satqı baş veribse, sahibkarın dəyişdirilməsi reyestrə qeyd olunmalıdır.

Qiymətli kağızların nominal saxlayıcı-reyestrinin aparılması sistemində qeydə alınmış, o cümlədən hüquqi sahibinin tapşırığı ilə və onun xeyrinə depozitarinin deponenti olan və qiymətli kağızların sahibi olmayan şəxsdir. Nominal saxlayıcı – bu o şəxsdir ki, onun

adına reyestrə bir neçə qiymətli kağız yazılıb, amma həqiqətdə o, bu kağızların sahibi deyildir. Onlar qiymətli kağızların nominal saxlayıcısı kimi qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları ola bilərlər. Depozitari və brokerlər müştərilərlə bağlanan müqavilə əsasında qiymətli kağızların nominal saxlayıcısı kimi qeydiyyatdan keçə bilərlər. Nominal saxlayıcılar özləri real sahiblərin uçotunu apara bilərlər. Əgər yeni və köhnə sahibkarlar öz hesabını nominal saxlayıcılarda açıblarsa, alqı-satqı zamanı nominal saxlayıcıda hesabın vəziyyəti dəyişir, amma sayı sabit olaraq qalır. Buna görə də uzağa gedib qeydiyyatçıdan qeydiyyatdan keçmək lazım deyil, sahibkarın dəyişdirilməsi nominal saxlayıcıda da rəsmiləşdirilə bilər. Əgər emitent qiymətli kağızların sahiblərinin reyestrini istəyirsə, bu zaman qeydiyyatçı nominal saxlayıcıya sorğu göndərir və o da hesablarını apardığı sahibkarların adlarını təqdim edir. Bir çox inkişaf etmiş ölkələrdə qeydiyyatçılar institutu yoxdur. Reyestrin toplanması və onların emitentə verilməsi vəzifəsini öz üzərinə depozitari sistemləri götürür. Belə ölkələrə Almaniya, İsveç, digər Skandinaviya ölkələrini və İsveçrəni misal göstərmək olar. Dünyanın bir çox ölkələrində qeydiyyatçılar hələ də vardır, amma getdikcə onlar sıxışdırılır.

İnvestisiya fondları. Bu bir tərəfdən maliyyə-kredit bazarının institutlarıdır, digər tərəfdən isə o, hüquqi şəxsdir, öz aksiyalarını satır və bunun qarşılığında çeşidli qiymətli kağızlara investisiya qoyur.

Hazırda dünyanın bir çox ölkələrində investisiya şirkətləri və investisiya fondları yatırımçıların milyonlarla vəsaitini yığırlar. Onlar nisbətən rahat investisiyalaşdırma, kapital artırılması hesab edilir. Şəxs pulunu bank hesablarından çıxarır və onu fond aksiyalarına qoyur.

İnvestisiya fondu *açıq* və ya *qapalı* səhmdar cəmiyyət formasında yaradıla bilər. Açıq tipli investisiya fondlarının səhmdarlarına məhdudiyyət yoxdur. Ancaq qapalı investisiya fondlarında səhmdarların sayı əlildən yuxarı olmamalıdır.

ABŞ-da investisiya fondlarını Amerika bank sisteminin alternativli adlandırırlar. Hazırda ABŞ-da üç əsas investisiya şirkəti mövcuddur: *nağd dəyərə əsaslanan sertifikat fondları, birləşmiş investisiya transtları və menecer fondları.*

Birləşmiş investisiya transtlarında əsas rolu rəhbər deyil, trustı təsis edən depozitari həyata keçirir. Depozitari trustı təsis edərək ilk diler, rəhbər, sahibkar və benefis olur.

İnvestisiya fondlarının növlərindən biri də qarşılıqlı investisiya fondlarıdır. 1990-93-cü illər ərzində qarşılıqlı fondlar aksiyalara 300 mlrd. dollar investisiya qoyublar. Hazırkı dövrdə inkişaf etmiş dövlətlərdə adi aksiyalara qoyulmuş yatırımın 96%-ə qədəri investisiya fondlarının, yerdə qalan 4% isə fərdi investorların payına düşür.

İnvestisiya fondunun sinonimi investisiya şirkətləridir. İlk investisiya şirkəti 1822-ci ilin avqustunda Belçikada yaranıb, sonra 1849-cu ildə İsveçrədə, 1852-ci ildə isə Fransada yaradılıb. İnvestisiya şirkətləri gəlirlərin paylaşdırılması mexanizminə görə yığıcı və bölüşdürücü hissələrə ayrılır. Yığıcılar öz gəlirlərini dağıtmır, gəlirlərini əsasən yeni aktivlərə qoyurlar. Bölüşdürücülər isə gəlirlərinin çox hissəsini dividendlərin verilməsinə yönəldirlər. İnvestisiya fondlarının fəaliyyəti Direktorlar Şurası tərəfindən tənzim edilir.

İnvestisiya bankları. Qiymətli kağızlar üzrə fəaliyyətin ən əsas növlərindən biri fond alətlərinin birinci bazarda yerləşdirilməsini təmin etməkdir. Bazar iqtisadiyyatı inkişaf etmiş ölkələrdə bu fəaliyyətlə ixtisaslaşdırılmış müəssisələr *investisiya bankları* məşğul olur. Onların çoxu geniş şəkildə maliyyə xidməti göstərən iri maliyyə şirkətlərini təmsil edir. Çox sayda investisiya bankları ikinci bazarda broker funksiyasını da yerinə yetirir. Qiymətli kağızların yerləşdirilməsi üzrə investisiya banklarının fəaliyyəti ilkin ictimai təklif və fond sərvətlərinin ilkin və təkrar bölüşdürülməsindən ibarət olur..

İlkin ictimai təklif şirkətin qiymətli kağızlarının ilkin yerləşdirilməsidir. Bu da onun fəaliyyət göstərdiyi dövr ərzində bircə dəfə baş verir.

Fond sərvətlərinin ilkin bölüşdürülməsi yeni buraxılmış qiymətli kağızların satılması yolu ilə aksioner cəmiyyətə əlavə kapital cəlb olunmasına bağlıdır. Təkrar bölüşdürmə şirkət təsisçiləri tərəfindən və yaxud iri fond alətlərinə sahib olan əsas sahibkarlar tərəfindən satılan zaman baş verir. Bu zaman şirkətin gəliri və tədaviyə olan aksiyaların sayı artmır, bir aksiya üzrə dividendin həcmi də azalmır. Əgər bazar iqtisadiyyatı şəraitində müəssisələrin iri həcmli büdcə maliyyələşdirilməsi baş verirsə, bu zaman şirkətin fəaliyyətinin həyata keçirilməsi üçün lazım olan vəsaitlərin kənardan cəlb olunması, bankdan pul alınması və yaxud borc qiymətli kağızlar bazasında aksiyalar yerləşdirilməsi yolu ilə baş verə bilər. Buna görə də investisiya bankı funksiyası rolunu

yerinə yetirən idarələrin fəaliyyəti ilk öncə borc qiymətli kağızların və yaxud aksiyaların buraxılmasının səmərəlilik məsələsi üzrə potensial emitentlərə məsləhətlər verilməsi ilə bağlıdır. Borc öhdəliklərinin buraxılması bankdan kredit almağa bərabərdir. Amma bütün vəziyyətlərdə bu məqsədə uyğun hesab edilə bilər. Vəsaitlərin bu cür cəlb olunmasının da öz çatışmamazlıqları vardır.

Birincisi, bank kreditləri və borc qiymətli kağızların bazar- dan alınması məhduddur. Banklar tərəfindən xüsusi normativlər əsasında bir müştəriyə verilən ssudaya limit qoyulur. İkincisi, bank kreditdən istifadə edən istifadəçiyə bərabər borc öhdəlikli emitentin faizini ödəmək üçün qoyulan borc vəsaitindən yüksək gəlirliyi təmin etməlidir. Bu bəzən onları çətin vəziyyətə salır.

Şirkətin fəaliyyətini həyata keçirmək üçün cəlb olunan vəsaitin digər üsulu aksiyaların yerləşdirilməsidir ki, bu prosesin də öz üstünlüyü və çatışmamazlıqları vardır.

Aksiya buraxılmasının əsas üstünlükləri aşağıdakılardır:

- əgər şirkət fəaliyyətinin nəticəsindən asılı olmayaraq borc öhdəliyinə görə təsbit edilmiş qaydada faiz gəlirləri ödəyirsə, aksiya üzrə dividendin məbləği emitentin maliyyə vəziyyəti nəzərə alınmaqla müəyyən edilir;

- aksiyaların köməkliylə vəsaitlər müəyyən olmayan uzun bir müddətə cəlb olunur.

Aksiya buraxılmasının özü də bir sıra problemlərlə bağlıdır:

- aksiyaların satışı aksionerlərin iclası zamanı səs verəcək şəxslərin sayını artırır ki, bu da şirkətin idarə olunmasını çətinləşdirir;

- aksiyaların buraxılması firmanın gəlirlərinin bir hissəsinin aksionerlərin yığıncağında daha geniş dairə iştirakçılarına bölüşdürməyə məcbur edir.

Aksiyaların emissiyası açıq və ya qapalı tipli səhmdar cəmiyyətlər yaradılan zaman həyata keçirilir. Açıq tipli səhmdar cəmiyyətdə aksiya sərbəst şəkildə bazarda dövr edir. Aksiyanın buraxılması məsələsi qərarının qəbul edilməsində investisiya bankı şirkət aksiyalarının açıq buraxılışı və ya qapalı satışı arasında seçim etməkdə kömək edir.

Aksiya ixracının açıq satışının öz üstünlükləri vardır:

Birincisi, aksiyanın açıq şəkildə yerləşdirilməsi şirkətin qiymətli kağızlarının likvidliyini artırmaq imkanı verir. Açıq tipli səhmdar cəmiyyətlərin aksiyalarına sahib olan aksioner qapalı

səhmdar cəmiyyətin aksiyalarını əldə tutan aksionerlə müqayisədə aksiyaların satışında heç bir çətinliklə qarşılaşmır.

İkincisi, aksiyanın açıq satışa buraxılması daha asan yeni pul resursları cəlb etmək imkanı verir. Aksiyanın açıq şəkildə yerləşdirilməsi iri layihələrin maliyyələşdirilməsi üçün geniş imkanlar yaradır.

Üçüncüsü, aksiyaların satışa buraxılması şirkətin aktivlərinin real qiymətini dəyərləndirmək imkanı yaradır.

Aksiyanın açıq şəkildə yerləşdirilməsinin də öz çatışmayan xüsusiyyətləri vardır:

- açıq tipli aksioner cəmiyyətlər rüblük və illik hesabatlarının tərtib olunması üçün xərclər etməlidir, onlar bunu aksionerlərə göndərməlidir. Bu cür xərclər nisbətən kiçik şirkətlər üçün ağır ola bilər;

- aksiyaların açıq şəkildə yerləşdirilməsi aksioner cəmiyyətin fəaliyyəti barədə bir sıra lazımı informasiyalara açmağa məcbur edir, bu da şirkət təsisçilərinin ürəyincə olmur;

- açıq tipli səhmdar cəmiyyətlər onu daha geniş ictimai nəzarətdə saxlayır ki, bu da təsisçilərə və şəxsi heyətə özləri üçün yüksək maaş və dividend müəyyənləşdirməkdə, iri sosial proqramların həyata keçirilməsində məhdudiyyətlər yaradır;

- nisbətən kiçik firmaların açıq şəkildə yerləşdirilən aksiyaları kiçik likvidlik qiymətinə malik olduğuna görə onların alınması və satılması tez-tez baş vermir;

- aksiyaların açıq şəkildə yerləşdirilməsi mülkiyyətin Silinməsinə səbəb olur və bu da şirkətin idarə olunmasının bir şəxsdən digər şəxsə keçməsinə səbəb ola bilər.

Aksiyanın açıq şəkildə ixracı qərarını qəbul etmək üçün bir sıra məsələləri dəfələrlə işləyib hazırlamaq lazımdır ki, bunların da ən vacibi aşağıdakılardır:

- aksiyaların açıq buraxılmasına nə qədər pul vəsaiti tələb olunur;

- fəaliyyət və investisiya məqsədləri üçün daha məqsədəuyğun aksiyanın ixracının növləri və onların hüququ ilə bağlı əlaqələrin qurulması;

- investisiya bankirlərinin funksiyasını yerinə yetirəcək uyğun təşkilatı, ya təşkilat qrupunu və yaxud qiymətli kağızların açıq buraxılışını yayanları və bu prosesdə onların səlahiyyətlərini müəyyən etmək;

- buraxılışın bütün xərcləri və qiymətli kağızın buraxılma şərtləri haqqında razılaşma əldə olunmasını;

- yeni buraxılışın yerləşdirilməsi zamanı vahid təklif.

Əgər şirkətin qiymətli kağızları bazarda dövr edirsə, bu zaman əvvəlki dövrdə yerləşdirilmiş fond alətlərinin bazar qiyməti götürülür. Çox vaxt şirkət və investisiya bankı qiymətli kağızın buraxılışının qeydiyyat gününü birjaya bağlanmış qiyməti ilə götürülməsi barədə razılıq əldə edir.

Əgər investisiya brokeri agent rolunda çıxış edirsə bu halda emitentlə müqavilə bağlayır. Bu müqaviləyə əsasən o, bazarda maksimal qiymətli kağız yerləşdirilməsində ən yaxşı şərtlərini həyata keçirməyə məcbur olur. Belə agent qiymətli kağızların hamısının satılması barədə təminat verir və ümumilikdə buraxılışın yayılması barədə məsuliyyəti öz üzərinə götürür. Agent öz əməliyyatları üzrə heç bir risk daşımır, onun gəliri hər bir satılacaq qiymətli kağızdan faiz komissiyon mükafatı hesabına əmələ gəlir.

İnvestisiya bankı hansı formada çıxış etməsinə baxmayaraq o, qiymətli kağızın imzalanma prosesində qeydiyyatdan keçirən orqanlar və ictimaiyyətə yeni buraxılış barədə informasiyanın təqdim olunması ilə bağlı bir sıra rəsmi mərhələlərdən keçməkdə şirkətə yardım etməlidir. O, həmçinin buraxılışa icazə alınmasında da öz köməkliyini göstərməlidir. Məs.: ABŞ-da yeni fond alətlərinin emissiyasının rəsmiləşdirilməsi zamanı dörd şərtə əməl olunmalıdır:

1. ABŞ-ın qiymətli kağızlar və birja üzrə komissiyası emitentin ona təqdim etdiyi buraxılış barədə ərizəni mütləq qeydiyyatdan keçirməlidir;

2. Emitent qiymətli kağızın yayılmasından əvvəl potensial alıcı kimi ABŞ-ın qiymətli kağızlar və birja üzrə komissiyasına emissiyanın ilkin layihəsini təqdim etməlidir;

3. Onun buraxılışı üçün ştatın hakimiyyət orqanlarından icazə alınmalıdır;

4. Qiymətli kağızın realizasiyası zamanı son emissiya layihəsini investisiya kütləsi üçün rəsmiləşdirməli və təqdim etməlidir.

ABŞ-ın qiymətli kağızlar və birja üzrə komissiyasına göndərilən qeydiyyatdan keçmək haqqında ərizə 3 nüsxədə olmalıdır. Burada emitentin özü və qiymətli kağızın yerləşdirilməsi barədə müxtəlif məlumatlar olur.

Çox vaxt investisiya bankları yeni iri buraxılışın yayılmasını

təkbəşinə təmin edə bilmir. Sahib kimi çıxış edən yazanlar buraxılışın yerləşdirilməsi ilə bağlı öz üzərinə elə də güclü öhdəlik götürümlər. Bunun da həcmi onların öz kapitalının məbləğindən 5% yuxarı olur. Əgər investisiya bankı agent kimi çıxış edərsə və bazarda çoxlu sayda qiymətli kağızın alınmaması qiymətli kağızların qiymətinin kəskin sürətdə aşağı düşməsinə gətirib çıxara bilər. Buna görə də, qiymətli kağızların yeni buraxılışı, adətən, investisiya banklarının sindikası vasitəsilə yerləşdirilir. Sindikat qiymətli kağızın emitenti ilə potensial alıcını bir araya gətirir. Bu mərhələdə investisiya banklarının funksiyasını yerinə yetirən idarələrin məqsədi əlverişli şərtlərlə kapitalın emitentin xeyrinə istiqamətlənməsindən ibarət olur.

Sindikata iştirak etmə şərtləri onun iştirakçıları arasında müəyyən edilir. Dəymiş zərər onun iştirakçılarının imzaladığı pay iştirakına görə bölünür. Sindikası imzalayan üzvlər qiymətli kağızın satışı ilə bağlı funksiyalarının bir hissəsini satıcılar qrupunu təşkil edən digər şirkətlərə həvalə edə bilərlər. Göstərilən qrupun üzvləri yeni buraxılışın təminatla yerləşdirilməsi üçün heç bir öhdəlik götürümlər, onlar yalnız adi vasitəçi rolunda çıxış edirlər. Aksioner cəmiyyət özünün yeni buraxılışını üç əsas alıcı qrupuna təklif edə bilər: şirkətin aksionerləri, əhaliyə və institusional investorlara.

Kommersiya bankları. Bazar iqtisadiyyatı yüksək inkişaf etmiş dövlətləri güclü bank sistemi olmadan düşünmək olmaz. Amma müxtəlif ölkələrdə onların qiymətli kağızlar bazarında rolu eyni deyildir. Heç də hər yerdə kommersiya bankları fond bazarlarının baş əməliyyatlarında bilavasitə olaraq çıxış etmir. Məs: ABŞ-da kommersiya banklarına qiymətli kağızlarla əməliyyat aparmaq, fond bazarlarında iştirak etmək qadağan edilmişdir. 1933-cü ildə qəbul edilmiş qanuna görə kommersiya bankları sənaye müəssisələrinin aksiyalarının və istiqrazlarının buraxılmasında iştirak edə bilməzdi. Qanun qüvvəyə mindiyi vaxtdan banklara bir il müddətində bu cür fəaliyyətlə məşğul olan filiallarını bağlamaq təklif olunmuşdur. Buna baxmayaraq qanunda istisnalar da vardır ki, bu da kommersiya banklarına dövlət qiymətli kağızlarının, ştatların istiqrazları və yerli hakimiyyət orqanlarının istiqrazlarının, həmçinin müxtəlif federal müəssisələr və beynəlxalq təşkilatların buraxdığı borc öhdəliklərinə vəsait qoya və onun buraxılmasını təşkil etmək imkanı yaradır.

Banklar, həmçinin broker funksiyasını yerinə yetirərək öz müştərilərinin hesabına sənaye müəssisələrinin aksiyalarını ala və ya

sata bilər. Əgər böyük şəhərlərdə institusional investorlar və əhali bu məqsədlərin həyata keçirilməsində broker firmalarına müraciət edərlərsə, bu zaman amerikanın kommersiya bankları kifayət qədər trust əməliyyatları (müştərinin göstərişi ilə qiymətli kağız portfelinin idarə olunma əməliyyatı) həyata keçirir. Hazırkı dövrdə ABŞ-da institusional investorların payına ümumi buraxılmış adi aksiya həcmindən 40%-i düşür, bunun da üçdə ikisi kommersiya banklarının trust əməliyyatı departamentinin payına düşür. ABŞ-da kommersiya bankları investisiya şirkətlərinin və broker firmalarının əsas kreditərləridir. Kommersiya banklarının kreditləri hesabına ABŞ-ın 7 aparıcı investisiya şirkətinin 40-80% aktivləri maliyyələşdirilir. Beləliklə də, investisiya fəaliyyətindən və qiymətli kağızlarla əməliyyatdan əldə olunan gəlirlər bank gəlirlərini formalaşdırır.

Yaponiyada kommersiya banklarına fond birjalarında üzv olmaq qadağan edilib, amma onlar qiymətli kağız aldıqdan sonra (broker firmalarının vasitəçiliyi ilə) istər öz hesabına, istərsə də müştərinin tapşırığı ilə hər növ qiymətli kağızı alıb və sata bilər. Bundan başqa kommersiya bankları birja nizamnaməsinin tələblərinə cavab verməklə dövlət qiymətli kağızları ilə müxtəlif adda vədəli əməliyyatlar həyata keçirə bilər. Uzun müddət Yapon bankları yeni buraxılmış qiymətli kağızların yerləşdirilməsi üzrə vasitəçilik funksiyasını yerinə yetirmək hüququna malik deyildi. 1981-ci ildə onlara qeyri-birja bazarında dövlət istiqrazları və sənaye müəssisələrinin istiqrazları ilə əməliyyat aparmağa icazə vermişdilər. Yaponiya kommersiya banklarına, həmçinin, müştərilərin qiymətli kağızlarının portfelinin idarə edilməsini həyata keçirmək qadağan olunur.

Böyük Britaniyanın kommersiya bankları ənənəvi olaraq fond bazarlarında əməliyyat keçirməkdən kənar durur. Amma son zamanlar bir çox kommersiya bankları iri broker firmalarının iştirakçısı olmuşdur. Bundan başqa qız maliyyə təşkilatlarını yaratmaqla qiymətli kağızlarla əməliyyatları daha aktiv həyata keçirməyə başlamışdı.

Kanada da uzun müddət kommersiya banklarına fond bazarında fəaliyyət göstərməyə icazə verilməmişdir. Ancaq son zamanlarda bank qanunvericiliyində dəyişiklik edilməsi nəticəsində kommersiya banklarına broker firmalarının kapitalında iştirak etmək imkanı verilmişdir.

Fransa banklarına və kredit təşkilatlarına fond birjalarında üzv olmaq qadağan edilir. Kommersiya bankları qiymətli kağızlarla bağlı əməliyyatları birjada rəsmi qeydiyyatdan keçmiş brokerlər vasitəsilə həyata keçirir.

Qiymətli kağızlarla əməliyyatları Almaniyanın kommersiya bankları daha aktiv həyata keçirir. Bu ölkədə qiymətli kağızlar üzrə bütün əməliyyatları keçirmək hüququna yalnız kommersiya bankları malikdir. Almaniyada demək olar ki, broker firmaları fəaliyyət göstərmir. Almaniyanın qiymətli kağız bazarını banksız təsəvvür etmək qeyri-mümkündür. Onların bu bazarda rolu çox böyükdür. Banklar daha çox istiqraz buraxır, investisiyada iri investor və sahibkar kimi çıxış edir, qiymətli kağızlarla keçirilən əməliyyatların çoxu onların üzərinə düşür. Bank sindikatları dövlət borc öhdəliklərinin buraxılışının yayılmasında əhəmiyyətli dərəcədə aktivlik göstərir.

İnvestisiya məsləhətləşməsinin əsasları. Yuxarıda baxdığımız qiymətli kağızların fəaliyyəti dördüncü fəaliyyət növü *investisiya konsultasiyası* ilə sıx bağlıdır. Aksiyalarının və yaxud istiqrazlarının yeni buraxılışını həyata keçirmək üçün broker və dilerlərə müraciət edən investorların peşəkar məsləhətçilərdən tez-tez tövsiyələr almağa ehtiyacı olur.

Göstərilən sahələrdə xidmətlərə tələbat qiymətli kağız sənayesinin çətinliyi ilə izah edilir. Bu cür vəziyyətlərdə qiymətli kağızlar üzrə fəaliyyətin səmərəliliyi, qarşıya qoyulan investisiya məqsədinə nail olmaq və müəyyən qədər itkilərdən qaçmaq ehtimalı, həmçinin bazar vəziyyətinin dərin və hərtərəfli öyrənilməsi əsasında qəbul olunan qərarlar ətraflı hazırlanır. Səmərəli təhlil yalnız bu fəaliyyətlə daim məşğul olan şəxslər tərəfindən həyata keçirilə bilər.

Bir sıra şəxslər öz şəxsi fikirlərinə güvənməyi üstün tuturlar. Amma bazar çətin olduğundan pul ödəyib investisiya məsləhətləri alan və peşəkar mütəxəssislərin məsləhətlərinə qulaq asanların fəaliyyətinin səmərəliliyi bu cür şəxslərdən daha çox olacaqdır. Buna görə də qiymətli kağızlar üzrə investisiya xidmətlərinə investorların böyük ehtiyacı vardır.

Yuxarıdakıları nəzərə alaraq söyləmək olar ki, investisiya məsləhətçiləri də öz aralarında peşəkarlıq, təcrübə, insafına görə bir-birlərindən fərqlənirlər. Buna görə də, uyğun investisiya məsləhətçisinin seçilməsi böyük əhəmiyyət kəsb edir. Öz növbəsində məsləhətçilər də öz müştərilərini yaxından tanımalıdırlar.

Düzgün və insafli investisiya məsləhətçisinin təmin olunma zamanının verilməsi fond bazarı inkişaf etmiş dövlətlərdə mühüm əhəmiyyət kəsb edir ki, bu da əmanətçilərin hüququnu qorumaqla qanunvericiliklə tənzim olunur. Ölkədə fəaliyyət göstərən qanun və digər normativ sənədlər investisiya məsləhətçisinə müəssisənin maliyyə vəziyyəti barədə məxfi informasiyaları açmamalıdır.

Qiymətli kağız bazarının çox sayda peşəkar öz-özünü idarə edən birlikləri dərk edirlər ki, səriştəsiz ayrı-ayrı investisiya məsləhətçilərinin davranışı fond bazarında fəaliyyət göstərən digər peşəkar investisiya məsləhətçilərinə inamı azaldır. İxtisaslaşdırılmış məsləhətçi müştəridən daha çox informasiya almaq qabiliyyətinə malik olmaqla o, müştərinin arzu və imkanlarına daha çox uyğun gələn investisiya qərarını qəbul edə bilər. Ən əvvəl məsləhətçi investisiyanın həyata keçirilməsi zamanı müştərinin nail olmaq istədiyi məqsədləri, göstərilən məqsədlərə nail olmasına vadar edən motivlər və risk dərəcəsi açıq-aydın təqdim edilməlidir.

Əsas investisiya məqsədləri aşağıdakılardır:

- əmanətlərin daha etibarlı qorunmasını təmin etmək;
- yüksək cari gəlirlərin əldə edilməsi;
- uzunmüddətli məqsədlər hesabı ilə vəsaitlərin səmərəli yerləşdirilməsi ;
- qısa müddətdə qoyulan vəsaitlərdən maksimal gəlirə sahib olmaq.

Müştərinin müəyyən investisiya məqsədlərinə nail olmaq motivləri müxtəlifdir və bir sıra individual səbəblərdən asılıdır. Belə ki, burada müştərilərin yaş xüsusiyyəti, tempramenti, maddi vəziyyəti, sosial statusu, bir sıra digər faktorlar nəzərə alınmaqla bir sıra qanuna uyğunluqları görmək olar. Gənc yaşlarında olan investorlar tez bir zamanda varlanmaq və qoyulan kapitalın maksimal artımını əldə etmək istəyirlər. Orta yaşlarda olan insanlar öz investisiya planını uzun müddətə qurur. Yaşlı nəsil isə sabit gəlir əldə etməyə can atırlar.

İnvestisiya layihələrinin həyata keçirilməsi zamanı risk dərəcəsinin də böyük əhəmiyyəti vardır. Buna görə də, investisiya məsləhətçisi müştəriyə bütünlüklə risk spektrini göstərməlidir. İnvestisiya zamanı əsas risklər aşağıdakılardır:

- qoyulan vəsaitin tamamilə itirilməsi;
- vəsaitin müəyyən bir hissəsinin itirilməsi;

- qiymətli kağızlara qoyulan vəsaitlərin nominal səviyyəsinin saxlanılmasını təmin etmək;
- qoyulan vəsaitlər üzrə gözlənilən gəlirlərin heç ödənilməməsi və yaxud hissə-hissə ödənilməsi;
- gəlir əldə olunması zamanı gecikmələr.

IV bölmə. İpoteka krediti sistemi və qiymətli kağızlar bazarı

4.1. Гиймятли каъызларын ипотека кредити системиндя йери вя ролу

4.2. Ипотека истигразы: харижи тяжрцбя вя онун ішлямя механизмі

4.1. Гиймятли каъызларын ипотека кредити системиндя йери вя ролу

İpotekaya ən sadə formada borc alanın bankla qarşılıqlı münasibəti kimi baxmaq olar. Lakin iqtisadi ədəbiyyatlarda ipoteka kreditinə həsr olunmuş məsələlərdə daha çox ipoteka krediti sistemindən söhbət açılır. Bu sistemin də əsas elementləri ipoteka krediti institutları və yardımçı elementlər (infrastruktur) hesab edilir. Bunlarsız da onun səmərəli fəaliyyəti qeyri- mümkündür. İpoteka kreditinin spəfik xüsusiyyəti, onun dəyərin qiymətləndirilməsi, sığorta və mülkiyyətin qeydiyyatına salınması ilə sıx əlaqəsi aşağıdakı infrastrukturların mövcud olması zəruriyyətini yaratdı:

- sığorta kompaniyalarının;
- rielter firmalarının¹⁴;
- əmlak dövriyyəsinin qeydiyyatı sisteminin;
- peşəkar qiymətləndiricilərin;
- ipoteka kreditinin ikinci bazarının iştirakçılarının.

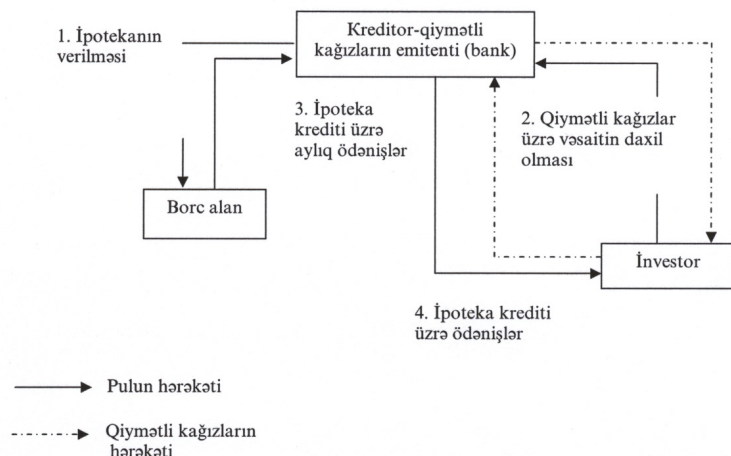
İpoteka sistemi və iqtisadiyyatın subyektlərinin qarşılıqlı əlaqəsinin baş verdiyi bağlayıcı həlqə ipoteka krediti bazarı hesab edilir. Bu bazar da öz növbəsində birinci və ikinci bazara bölünür. Birinci bazar borc alanın və bankın qarşılıqlı əlaqəsi kimi xarakterizə edilir, onun aləti ipoteka kreditinin özü hesab edilir. İkinci bazarın alətləri isə ipoteka krediti ilə təmin edilmiş qiymətli kağızlardır ki, bu da kredit üçün resursların cəlb edilməsinə imkan yaradır. İkinci bazar kreditorların, vasitəçilərin və investorların qarşılıqlı əlaqəsi kimi xarakterizə olunur. Burada da verilən kreditin

¹⁴ Rielter – mülkiyyət sferasında əməliyyatlar həyata keçirən firma

sonuncu investorlara satışı həyata keçirilir. (Sxem 1-2)¹⁵.

İpoteka kreditinin ikinci bazarının sxemi (vasitəçilərin iştirakı olmadan)
İpoteka kreditinin sekyuritizasiyası

sxem 3.1



sxem 3.2.

İpoteka kreditinin ikinci bazarının sxemi (vasitəçilərin iştirakı ilə)



İpoteka krediti institutları əmlakın girov qoyulması ilə

birbaşa olaraq kreditləşməni həyata keçirirlər. Belə ki, hər bir ölkədə iştirakçıların tərkibi müxtəlifdir (cədvəl 1). Lakin onları şerti olaraq ipoteka institutunun iki modelinə ayırmaq olar:

1. Əmanətlər vasitəsi ilə öz yığımlarını toplayan depozit institutu (əmanət bankı) modeli. Depozit institutları ipoteka krediti verir və onun xidməti ilə məşğul olur.

2. İlk əməliyyatları öz şəxsi kapitalı və vədəli borclar hesabına maliyyələşdirən ipoteka bankı modeli. Bu növ banklar əmanətlər cəlb etmir, yalnız kredit verir və xidmət göstərir. Bu zaman verilən kreditlər ikinci bazarda investorlara satılır.

İpoteka institutlarının növləri

Cədvəl 3.1

Ölkə	İpoteka institutlarının növləri
ABŞ	Kommersiya bankları, ipoteka kompaniyaları, borc əmanət assosiasiyaları
Almaniya	İpoteka bankları, tikinti əmanət kassaları, kommersiya bankları
Böyük Britaniya	Tikinti cəmiyyətləri, kommersiya bankları
Kanada	Kommersiya bankları, fermer krediti korporasiyası
Avstriya	Kənd təsərrüfatı ipoteka bankları, kommersiya bankları
İsveçrə	Regional banklar, əmanət kassaları, borc kassaları
Fransa	Kommersiya bankları, Fransa torpaq krediti, qarşılıqlı əmanət bankları
İtaliya	İxtisaslaşmış ipoteka institutları
Norveç	Norveç krallığının ipoteka bankı, ixtisaslaşmış müəssisələr
Danimarka	İpoteka krediti assosiasiyaları
İsveç	İxtisaslaşmış ipoteka institutları
Meksika	Kommersiya bankları, qeyri-bank ipoteka institutları

Mənbə: Ramil Hacıyev, AMEA «Milli İqtisadiyyatın Problemləri» jurnalı, Elm - 2005

Beləliklə, ipoteka kreditinin verilməsindən sonra kreditor üç strategiyadan birini seçir:

- krediti (girov kağızını) vasitəçiyə satmaq;
- ipoteka istiqrazlarının emissiyası üçün krediti (girov kağızını) əsas kimi istifadə etmək;
- krediti özünün uzunmüddətli portfelində saxlamaq və borc

¹⁵ Ramil Hacıyev, AMEA «Milli İqtisadiyyatın Problemləri» jurnalı, Elm - 2005

alandan ödəmə şəklində daxil olmalar formasında gəlir əldə etmək.

Birinci və ikinci strategiya qiymətli kağızların buraxılışını və yaxud sekyuritizasiyasını nəzərdə tutur. Geniş mənada sekyuritizasiya aşağı likvidli uzunmüddətli bank aktivlərinin investorlara satılması üçün uzunmüddətli borc qiymətli kağızlarına çevrilməsidir¹⁶. Beləliklə ipoteka krediti üçün «uzun resursların» səfərbər edilməsində sekyuritizasiya yeganə vasitə hesab edilir. Nəticə etibarlı ilə də kredit müəssisələri üçün riski azaldır. Əsasən onun likvidliyinin aşağı düşmə riskini, bazar riskini və yaxud bazar faiz dərəcələrinin dəyişmə riskini minimuma endirir. «Sekyuritizasiya» və «ikinci ipoteka bazarında» əməliyyatlar mexanizmləri mahiyyətə bir-birindən fərqlənsələr də ikisi də eyni nəticəyə - vəsaitlərin səfərbər edilməsinə gətirib çıxarır.

İpoteka kreditinin ikinci bazarının ən böyük bazarı olan ABŞ bazarında ipoteka agentlikləri öz borc öhdəliklərini investorlara satır, satışdan əldə edilən vəsaitlər banklardan ipoteka kreditinin geri alınmasına istiqamətləndirilir.

İpoteka krediti ilə təmin edilmiş ipoteka qiymətli kağızlarının təmin olunmamış istiqraz vərəqələri ilə müqayisədə üstün cəhəti aşağıda qeyd edilən çoxsəviyyəli təminatın olmasından ibarətdir:

- ipoteka krediti formasında borc alanın borc öhdəlikləri;
- borc alanın gəlirlərinin sığortalanması;
- borc alanın iflası uğraması zamanı bankın zəmanəti;
- bankın iflası uğraması zamanı əmlakın olması;
- əmlakın dəyərinin sığortalanması.

Digər bir tərəfdən sekyuritizasiya kredit üzrə tələblərin satışını nəzərdə tutmur, lakin bu zaman əsas borc və faizlə həmçinin girov qoyulmuş əmlakla təmin edilmiş qiymətli kağız buraxılır. Beləliklə verilən kredit bankın aktiv, bundan sonra buraxılan qiymətli kağızlar isə bankın passivi hesab edilir.

Bankın ənənəvi kredit sxemi bu cürdür: kreditin təsbit edilmiş faiz dərəcəsi ilə uzun müddətə verilməsi və böyük həcmdə ipoteka istiqrazlarının buraxılması. Bununla da bankın aktivlərinin və passivlərinin dəqiq uyğun gəlməsinə riayət edilir. Banklar bir qayda olaraq kreditin vaxtından qabaq ödənilməsi üçün yüksək komissiyon tələb edirlər.

Borc alanın kredit üzrə ödənişləri bank tərəfindən istiqraz

üzrə faiz ödənişlərində istifadə edilir. Digər vasitə isə bundan ibarətdir ki, mənzil almaq istəyən şəxsə kreditorun istiqrazları verilir, sonra həmin şəxs bu istiqrazları açıq bazarda satmaqla lazım olan pul vəsaitini əldə edə bilər. Həm bu həm də digər vəziyyətdə əsas şərt qiymətli kağızların fond bazarında investorlara satılması məqsədi ilə buraxılmasıdır.

Hər şeydən qabaq ilkin kreditor ipoteka kreditini verən zaman özündə ödənilməyən öhdəliklər portfelini yaradır. Sonra eyni kreditlər «pul»¹⁷ da birləşir və adətən ikinci dərəcəli qiymətli kağızların buraxılışının təmin olunması məqsədi ilə xüsusi institutlara ötürülür. Bir qayda olaraq ilkin kreditor reyting agentliklərinə müraciət edir. Bu agentliklər də öz növbəsində qiymətli kağız buraxılışının reytingini müəyyən edir. «Pul» əsasında buraxılan qiymətli kağızlar köçürmə ipoteka qiymətli kağızlar (pass-through securities) adlandırılır.

Həm banklar, həm də ikinci bazarın operatorları resurs bazasını adi borc kağızlarının (istiqrazların) buraxılması hesabına doldura bilər. Belə ki, sekyuritizasiya mexanizmi ənənəvi maliyyə alətləri ilə müqayisədə aşağıdakıları həyata keçirməyə imkan verir:

- bazarda böyük tələbat olan xüsusi maliyyə alətlərinin verilməsi vasitəçiliyi ilə daha çox şəxsi kapital cəlb etmək;
- cəlb edilən resursların qiymətini aşağı salmaq;
- risklərin daha çevik bölüşdürülməsi yolu ilə maliyyə sfərasının stabilliyini artırmaq.

İpoteka krediti ilə təmin olunmuş qiymətli kağızın bir başqa növü istiqrazlar hesab edilir. Qeyd etmək lazımdır ki, bu növ qiymətli kağızlar emitentin ümumi borc öhdəliklərini özündə əks etdirir. İstiqrazlar üzrə bir qayda olaraq ödəniş vaxtı və dövrü faiz ödənişlərinin müddəti qabaqcadan müəyyən edilir. Bu zaman istiqraz ödənişləri birbaşa olaraq ipoteka krediti üzrə ödənişlərlə bağlı olmur. Əgər investor köçürmə qiymətli kağızlarını almaqla ipoteka krediti «pul»unda müəyyən paya sahib olursa, istiqraz modelində ipoteka krediti emitentə mənsub olur, qiymətli kağızların

¹⁷ Pul – ingilis sözü olub ümumi istifadə deməkdir. Birlik forması olub adətən müvəqqəti xarakter daşıyan sahibkarlar arasında müvəqqəti razılaşmadır. Bu zaman onun iştirakçılarının gəlirləri ümumi fonda daxil olur və əvvəlcədən müəyyənləşdirilmiş nisbət əsasında onun iştirakçıları arasında bölünür.

¹⁶ R. Hacıyev, AMEA «Milli İqtisadiyyatın Problemləri» jurnalı, Elm-2005

özü isə investora mənsub olur.

Son zamanlarda investorlar mühitinin genişləndirilməsi məqsədi ilə yeni maliyyə aləti yaradılmışdır. İpoteka qiymətli kağızının bir növü olan ödəniş istiqrazıdır (pay through bond). Mahiyyətinə görə ipoteka krediti ilə təmin edilmiş həmin aksiyadır. Bütün növ qiymətli kağızlarda olduğu kimi, ipoteka krediti üzrə pul vəsaitlərinin daxil olmaları istiqrazlar (pay through bond) üzrə ödəmələrlə bağlı olur.

İpoteka qiymətli kağızları dörd əsas riski özündə birləşdirir:

Kredit riski - borc alanın ipoteka krediti üzrə öhdəliklərinin ödənilməməsi riskidir. Kredit riski özündə iki riski birləşdirir: borc alanın defolt riski və girov riski.

Defolt riski də iki kriteri ilə ölçülür: kreditin ödənilməsi üçün borc alanın maliyyə imkanları və onun etibarlılığı. Birinci halda borc alanın aylıq gəlirində kredit üzrə aylıq ödənişlərin payını xarakterizə edən əmsal hesablanır. Göstərici nə qədər aşağı olarsa defoltun baş verməsi də bir o qədər aşağı olar.

Borc alanın etibarlılığının qiymətləndirilməsində ən əsas kriteri kredit tarixi götürülür. Borc alanın ödəmələrində gecikdirmələr nə qədər çox olarsa, kredit riskinin olma ehtimalı da bir o qədər çox olar.

Girov riski - borc alanın defolta uğraması zamanı qiymətli kağızın sahibi girovun predmetlərinin satılması hesabına onun əldə olunması üzrə xərclərini bir sıra səbəblər üzündən kompensasiya edə bilməyəcəkdir: məhkəmə prosesində vaxtın və vəsaitin itirilməsi, əmlakın qiymətinin aşağı düşməsi və s.

Hazırkı dövrdə sonuncu investor üçün kredit riski üç mexanizm vasitəsi ilə minimuma endirilib: girov qoyulmuş mülkiyyətin məcburi sığortalanması, agentlik tərəfindən zamanətin verilməsi, həmçinin borc alanın anderrayting kriterilərinin müəyyən edilməsi yolu ilə.

Likvidlik riski - maliyyə alətlərinin alış və satış qiymətləri arasında spread mövcud olması üzündən ikinci bazarda likvidliyin aşağı düşməsi ilə bağlı olur.

Vaxtından qabaq ödənmə riski yalnız kredit müqaviləsində xüsusi olaraq bu halın nəzərə alındığı zaman mümkün ola bilər.

Faiz riski – bazar faiz dərəcələrindən asılı olaraq qiymətli kağızların qiymətinin dəyişmə riskidir. Bazar faiz dərəcələrinin həm qalxması, həm də enməsi arzu olunmayan haldır.

4.2. Ипотека истигразы: харижи тяжрцбя вя onun

ішлямя механізму

Hazırkı dövrdə Azərbaycan üçün nəyin optimal olduğunu və yaxud əksinə nəyin bizim şəraitdə səmərəli fəaliyyət göstərməyəcəyini anlamaq üçün xarici təcrübəyə müraciət edək. Bu baxımdan ipoteka sistemini amerikan və avropa modelinə bölmək olar.

İpoteka kreditinin amerikan modeli

ABŞ dünyada ən iri ipoteka qiymətli kağızlar bazarına sahibdir. O, həm institusional həm də şəxsi investorları özünə cəlb edir. ABŞ-da ipoteka krediti sisteminin inkişaf etməsini «Ruzveltin yeni kursu» çərçivəsində həyata keçirilən 30-cu illərin mənzil islahatı ilə bağlayırlar. Elə islahatlar da ölkənin böyük iqtisadi böhrandan çıxmasına səbəb oldu. Əsasını ikinci ipoteka bazarının təşkil etdiyi mənzil investisiyasında güclü maliyyə axımı və səmərəli maliyyə texnologiyası yaradıldı.

Stabil və səmərəli fəaliyyət göstərəcək ikinci bazarın yaradılması üçün ipoteka krediti mərhələlərinin standart dövlət zəmanətinin verilməsi ilə məşğul olan dövlət strukturları yaradıldı. Artıq 1934-cü ildə ipoteka kreditinin verilməsi şərtlərini standartlaşdıran Federal Mənzil Administrasiyası (FMA, Federal Housing Administration) yaradıldı:

- kreditin məbləği girovun bazar qiyməti ilə münasibətdə (loan-to-value, LTV) 80%-dən yuxarı olmamalıdır;
- borc alanın məcburi ilkin pul yatırımı öz vəsaiti (downpayment) hesabına olmalıdır;
- girov üzrə orta aylıq ödəniş borc alanın orta aylıq gəliri ilə münasibətdə (payment-to-income ratio, PTİ) 36%-dən yuxarı olmamalıdır;
- kreditin miqdarı 200 min dollardan yuxarı olmamalıdır.

Bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, kreditin limiti artmağa başlamışdır. 2000-ci ildə 252 minə qədər, 2001-ci ildə 275 minə qədər, 2002-ci ildə 300 minə qədər, 2002-ci ildə isə 322 minə qədər olmuşdur. LTV isə bir sıra hallarda 95%-ə çatır.

Qəbul edilmiş standartlara uyğun gələn kreditlər standart kreditlər adlanır. Kreditin müddəti bir qayda olaraq 10-30 il müddətinə illik 7-8% verilir. Belə ki, standart kreditlər sığortalanmır və dövlət institutları tərəfindən zəmanət verilir.

Kreditlərin əsas hissəsini əhalinin az gəlirli hissəsinə yardım

məqsədi ilə FMA və Veteranlar Administrasiyası (VA) tərəfindən verilən dövlət kreditləri təşkil edir.

İkinci bazar modelində (və yaxud ikisəviyyəli ipoteka sistemi modeli) kreditor verilən ipoteka kreditini vasitəçilər hesabına satır ki, bu da ona:

- balansdan uzunmüddətli kreditləri çıxarmaq hesabına likvidliyi yaxşılaşdırmaq;
- riski azaltmaq;
- kredit əməliyyatlarının həcmi artırmaq və gəlir əldə etmək.

Vasitəçi öz növbəsində şəxsi qiymətli kağızlarını buraxmaqla (geri alınmış kreditlərin «pulu»¹⁸ əsasında) və onları daxili və xarici bazarda yerləşdirməklə bu kreditlər üzrə sonuncu investorlardan tələb etməyə başlayırlar.

1938-ci ildə ABŞ Konqresinin qərarına əsasən mənzil sektoruna yardım edilməsi və girov kağızlarının ikinci bazarının yaradılması məqsədi ilə Federal İpoteka Assosiasiyası (Federal Home Loan Mortgage Association) - «Fenni Mey» yaradıldı. 1968-ci ildə Fenni Mey səhmdar cəmiyyət olur və onun aksiyaları Nyu-York Fond Birjasında kotirovka edilməyə başlayır. Hazırkı dövrdə bu kompaniya nəinki ABŞ-ın, hətta dünyanın ən iri maliyyə korporasiyalarında biri hesab edilir.

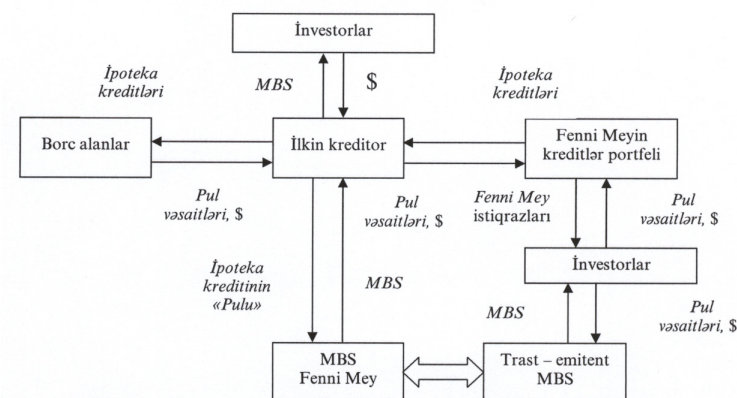
1968-ci ildə Fenni Meyin yenidən təşkil edilməsi nəticəsində «Fenni Meydən» Dövlət Milli İpoteka Assosiasiyası (Government National Mortgage Association) – «Cinni Mey» yaradıldı. Cinni Mey girov kağızlarının «pul»u ilə təmin edilmiş qiymətli kağızlar üzrə dövlət zəmanətinin verilməsi istiqamətində ixtisaslaşmışdır.

1970-ci ildə yarı hökumət təşkilatı – Federal İpoteka Krediti Korporasiyası (Federal Home Loan Mortgage Corporation) – «Freddi Mak» yaradıldı. Freddi Mak zəmanətlə təmin edilməmiş standart kreditin ikinci bazarına xidmət edirdi. Korporasiya kreditordan standart girov kağızlarını alır və «pul»da pay iştirakını satır.

¹⁸ Pul – ingilis sözü olub ümumi istifadə deməkdir. Birlik forması olub adətən müvəqqəti xarakter daşıyan sahibkarlar arasında müvəqqəti razılaşmadır. Bu zaman onun iştirakçılarının gəlirləri ümumi fonda daxil olur və əvvəlcədən müəyyənləşdirilmiş nisbət əsasında onun iştirakçıları arasında bölünür.

Sxem 3.3

ABŞ-da ipoteka kreditinin ikinci bazarının təşkil edilməsi («Fenni Mey» misalında)



Mənbə: R.Hacıyev, Odlar Yurdu Universitetinin «Elmi və Pedaqoji Xəbərləri» jurnalı – 2005

Beləliklə, hər üç təşkilat mahiyyət etibarı ilə ipoteka kreditinin yenidən maliyyələşməsi ilə məşğul olur: agentliklər öz yüksək likvidli borc öhdəliklərini investorlara satır, satışdan alınan vəsaitlər isə banklarda ipoteka kreditinin geri alınmasına istiqamətləndirilir.

İpoteka krediti ipoteka (girov kağızı) ilə təmin edilmiş (Mortgage Backed Securities –MBS) maliyyə alətləri ilə yenidən maliyyələşir. Bu günkü dövrdə MBS bazarı nəinki ABŞ-ın hətta dünya fond bazarlarının ən iri həcmli segmentlərindən biridir. Bu bazarın investorları iri institusional investorlardan başqa sığorta kompaniyaları, pensiya fondları, əmanət institutları, kommersiya bankları, trastlar və şəxsi kompaniyalar hesab edirlər¹⁹.

MBS ilk dəfə 1970-ci ildə Cinni Mey tərəfindən buraxılmışdır. «Pass-through» tipindən olan bu sənədsiz qiymətli kağızlar fərdi ipoteka krediti «pul»u əsasında buraxılır. Bu növ qiymətli

¹⁹ www.fanniemae.com.

kağızların sahibi ipoteka «pul»unda bölünməz gəlir əldə etmək hüququnu əldə edir. Buna görə də MBS-i «iştirak ipoteka sertifikatları» və yaxud «pay ipoteka istiqrazları» adlandırırlar²⁰.

Beləliklə də, ipoteka krediti üzrə borc alanın ödənişləri hesabına gəlir əldə edir. 1971-ci ildə «iştirak sertifikatları» Freddi Mak tərəfindən də buraxılmağa başlandı. İlk öncə sertifikatların yerləşdirilməsinin iki proqramı mövcud idi: pul proqramı - sertifikatlar sadəcə olaraq investor və yaxud dilərə satılırdı. Mübadilə proqramı - kredit əmanət assosiasiyaları və bankların likvidliyinin təmin edilməsi üçün nəzərdə tutulmuşdur. 90-cı illərdə Freddi Mak öz qiymətli kağızlarından kredit riskini uzaqlaşdırmaq məqsədi ilə «Qızıl zəmanət iştirak sertifikatları»-nı buraxdı. Bu sertifikat bütün borc üzrə verilirdi.

Fenni Meyin ilk MBS emissiyası 1981-ci ildə həyata keçirildi. Əvvəl o da digər agentliklər kimi standart MBS girov kağızları əsasında MBS qiymətli kağızlarını buraxmağa başladı. 1983-cü ildə isə bu növ qiymətli kağızları Cinni Meydə buraxmağa başladı.

Hazırkı dövrdə Fenni Mey tərəfindən buraxılan MBS qiymətli kağızları ABŞ-da buraxılan bütün MBS qiymətli kağızlarının ümumi həcmnin 40%-ni təşkil edir.

MBS sənədsiz formada standart 1000 dollarlıq nominalla buraxılır. Fenni Mey tərəfindən buraxılan MBS-in ən geniş yayılmış növləri aşağıdakılardır:

- təsbit edilmiş faiz dərəcəli standart kağızlar, «pul»a əsaslanan MBS;
- təsbit edilmiş faiz dərəcəli standart uzunmüddətli girov kağızları «pul»una əsaslanan MBS. Bunlar ənənəvi MBS-dən onunla fərqlənir ki, burada «pul»a 20-30 il müddətli kreditlər toplanır;
- təsbit edilmiş faiz dərəcəli standart ortamüddətli girov kağızları «puluna» əsaslanan MBS. Bu zaman ipotekanın müddəti 10-20 il arasında olur;
- «şişirdilmiş», «balon» MBS (Balloon MBS), 30 il müddətinə verilən kredit «pul»u əsasında buraxılır;
- iki həftəlik MBS (Biweekly). Girov kağızının «pul»u

əsasında buraxılaraq hər iki həftədən bir kredit üzrə əsas borcun və faiz ödənilməsində borc alandan ödəmələr nəzərdə tutulur. Əsas kredit üzrə borc daha tez ödənildiyindən borc alan üçün faiz üzrə ödənişlər azalmağa başlayır;

- Federal Housing Administration Title Home Improvement MBS. Mənzil təmiri və FMA-da sığortalanmış bu növ qiymətli kağızlar kreditlərə əsaslanır. Bu cür istiqrazların ödənmə müddəti 3-20 il arasında olur;

- dəyişən faiz dərəcəli girov kağızları «puluna» əsaslanan MBS. Kredit üzrə faiz dərəcəsinin dəyişməsi bir qayda olaraq müəyyən indekslərin dəyişməsi ilə bağlı olur;

- dəyişən faiz dərəcəli və kreditin təsbit edilmiş müddətli amortizasiyalı girov kağızı «pul»una əsaslanan MBS.

Ənənəvi maliyyə alətlərindən başqa Fenni Mey dövrü olaraq bazara yeni maliyyə alətləri çıxarır. Bu da öz növbəsində investisiya cazibədarlığının artmasına səbəb olur. Son zamanlar investorlar arasında aşağıdakı maliyyə alətləri daha geniş istifadə edilir:

- Fannie Majors® - bu maliyyə alətinin əsas özəlliyi «pul»da cəmləşən kreditlərin geniş coğrafi diversifikasiyasının olmasıdır. Bu növ qiymətli kağızlar ABŞ-in müxtəlif ştatlarında kredit üzrə faiz dərəcələrindəki fərqi aradan qaldırmaq imkanı verir. Bu qiymətli kağızlar təsbit edilmiş faiz dərəcəli və 7, 10, 15, 20, 50 il müddətinə girov kağızı «pulu» əsasında buraxılır. Fannie Majors® 200 milyon dollardan az deyildir, bəzən isə 500 milyon dollardan çox olur;

- Stripped MBS «pass through» tipli girov kağızlar üzrə əsas borcun və faiz ödənişlərinin bölünməsi və yaxud strip²¹ edilməsi yolu ilə yaradılan qiymətli kağızlardır;

- Multifamily MBS – kreditlərin sekyuritizasiyası ilə bağlı olan bu qiymətli kağızlar çoxmərtəbəli evlərin tikintisi üçün verilir. 2004-cü ildə bu qiymətli kağızlar üzrə investisiya qoyuluşu 21,2 milyard dollar olmuşdur;

- Real Estate Mortgage Investment Conduit (REMICs) və yaxud collateralized mortgage obligations (CMO) tranş²² şəklində buraxılması ilə fərqlənir. Əgər ənənəvi maliyyə alətlərində bütün investorlara eyni pul vəsaiti axımına zəmanət verilsə, burada qiymətli kağızlar investisiyanın müddətindən istiqrazın risk və

²⁰ Пальянова.С Ипотечные ценные бумаги: рынки США и Германии.// Вестник НАУФОР. -2002.- 11 ноября, с.23

²¹ Strip - Dividend alınması məqsədi ilə aksiyaların alınması

²² Tranş – ayrı-ayrı buraxılışlarla buraxılan istiqraz vərəqələri silsiləsi

gəlirliyindən asılı olaraq siniflərə bölünür. CMO-nun əsas üstünlüyü onların tranşlara bölünməklə, ipoteka kreditinin vaxtından qabaq ödənmə riskinin uzaqlaşdırılmasıdır;

• Fannie Megas® - «pass through» tipli qiymətli kağızların təminatına mövcud MBS xidmət göstərir. Bu qiymətli kağızlar xüsusi meqa «pulda» qruplaşdırılır. Bu meqa qiymətli kağızın nominal qiyməti 1 milyon dollardır.

Fenni Mey dünyanın ən böyük istiqraz emitentlərindən biridir: hər il 12-20 milyard həcmində uzunmüddətli qiymətli kağızların emissiyası həyata keçirilir, bundan başqa 60 milyard dollar qısamüddətli borc öhdəliklərinin dövriyyəsidir. Fenni Mey borc kağızları ABŞ-ın xəzinədarlığı ilə razılaşdırılmaqla aylıq plana uyğun olaraq müəyyən müddətlərə satılır. Bu qiymətli kağızlar yüksək kredit reytinginə malikdir – «AAA» (Fitch), «Aaa» (Moody's İnvestor Servise), «AAA» (Standart & Poors). Beləliklə, bu qiymətli kağızların yüksək statusu və yüksək kredit qiyməti investorlar üçün bu növ qiymətli kağızlar daha etibarlı, yüksək likvidli və daha çox diqqət çəkən olur.

Fenni Mey tərəfindən buraxılan uzunmüddətli alətlər içində ən geniş yayılmış «Bullet benchmark bonds securities» hesab edilir.

Bullet benchmark notes 2-10 il ödəmə müddətli istiqrazlardır. Hər yeni buraxılışın minimum həcmi 3 milyard dollardır və anderrayterlərin sindikatları arasında yerləşdirilir.

Bullet benchmark bonds 10 il müddətindən yuxarı olan maliyyə alətidir. Burada da ilkin yerləşdirmə anderrayterlərin sindikatları arasında yerləşdirilir. Hər yeni buraxılış 4-6 milyard dollar təşkil edir.

Fenni Meyin qısamüddətli borc öhdəlikləri arasında əsas yeri diskont notları və benchmark bills tutur. Diskont notları sənədsiz formada istiqraz olub 1000 dollarlıq nominalla 1-360 gün müddətinə buraxılır.

Benchmark bills qısamüddətli istiqraz olub 3-6 ay müddətinə buraxılır. Üç aylıq istiqrazlar üzrə buraxılışın həcmi 4-8 milyard dollar, 6 aylıq istiqrazlar üzrə buraxılış həcmi isə 1,5-4 milyard dollar təşkil edir. Bu növ qiymətli kağızlar internetdə holland auksionu vasitəsi ilə yerləşdirilir.

Hazırda amerikan modeli Böyük Britaniyada, Kanadada, həmçinin Latin Amerikası ölkələrində tətbiq edilir.

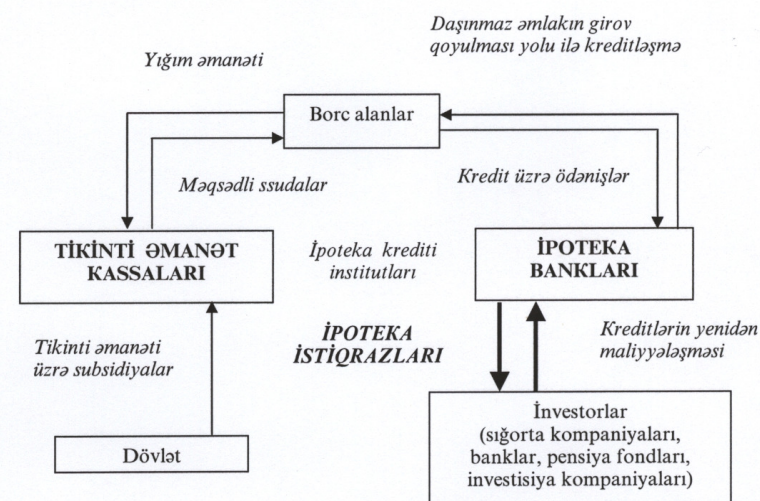
İpoteka kreditinin avropa modeli

İpoteka kreditinin avropa modelindən danışarkən, çox vaxt klassik alman səviyyəli bir model nəzərdə tutulur ki, burada da ipoteka bankları verilən kreditləri öz portfelində saxlayır. Vəsaitlərin cəlb edilməsi məqsədi ilə öz istiqrazlarını buraxır (ipoteka istiqrazları və yaxud pfandbriflər²³).

İqtisadi ədəbiyyatlarda başqa bir nəzəriyyə də vardır ki, bu nəzəriyyədə əsasən bir səviyyəli sxem əsasında – borc alanın və kreditorun münasibəti duran istənilən maliyyə-kredit sxemi olan və bu modelin əsas elementi tikinti əmanət kassalarıdır.

Sxem 3.4

Almaniyada ipoteka krediti bazarının təşkil edilməsi



Mənbə: R. Hacıyev, Odlar Yurdu Universitetinin Elmi və Pedaqoji Xəbərləri» jurnalı – 2005

Tikinti əmanəti modelinin fərqli cəhəti ondan ibarətdir ki, burada ipoteka krediti üçün ucuz vəsait mənbəyinə xüsusi məqsədli depozitlər xidmət edir. Tikinti əmanət kassası (Bauschparcasse)

²³ Pfandbrif – fiziki şəxslərin, kommersiya təşkilatlarının və ictimai sektorların ipoteka kreditlərinin maliyyələşdirilməsi üçün alman ipoteka bankları tərəfindən buraxılan istiqraz.

müştəri ilə əmanət krediti müqaviləsi imzalayır və bu müqaviləyə əsasən müştəri müəyyən vaxt çərçivəsində (əsasən 5 il) müəyyən məbləği yığmalıdır. Beləliklə də, müştərinin krediti ödəmə tarixi formalaşır. Bunun əsasında da kredit müəssisəsi müştərinin ödəmə qabiliyyətini və gələcəkdə kreditin ödənilməsi üzrə ödənişlərə hazırlığını qiymətləndirə bilər. Yığım mərhələsi qurtardıqdan sonra müştəri yığılmış vəsaiti və krediti (10-15 il) alır. Əmanətçi kontraktı sistemi təkcə Qərbi Avropa dövlətlərində deyil, həmçinin Mərkəzi Avropa və ABŞ-da da geniş yayılmışdır.

Təhlil etdiyimiz bu sxemin bir sıra mənfi cəhətləri də vardır: kreditin müddətinin az olması, məcburi yığım dövrü (bu müddət ərzində borc alan mənzili ala bilməz), məqsədli əmanətə köçürülən faizlərin aşağı olması (orta bazar faiz dərəcəsindən aşağı 2,5-4,5%), kredit alınmasında borc alanların növbəliyinin qorunması və bu kimi digər faktorlar.

Əsasını ipoteka bankı təşkil edən klassik kontinental model öz aktuallığını itirmir. Mülkiyyət formasına görə banklar iki hissəyə - *dövlət və özəl* bölünürlər. Bunlar da öz növbəsində iri maliyyə qruplarının bir hissəsi və yaxud sərbəst şəkildə fəaliyyət göstərə bilirlər. Dövlət banklarının vəsait mənbəyi ən əvvəl əmanət və büdcədən pul ayırmaları hesab edilir. Bundan başqa banklar istiqraz buraxa bilər. Bu cür banklar İtaliya və İspaniyada fəaliyyət göstərir. Fransada da iri dövlət bankları fəaliyyət göstərir ki, onların da maliyyə vəsaiti dövlət yardımları hesabına əldə edilir. Almaniya üçün iri maliyyə qrupları tərkibində olan həm dövlət həm də özəl ipoteka bankları xarakterikdir. Danimarkada ipoteka kreditləşməsinə demək olar ki, üç özəl ipoteka bankı həyata keçirir. Belə ki, bankların əsas vəsait mənbəyi istiqraz buraxılışı, həmçinin digər kredit müəssisələrindən alınmış borclar hesab edilir.

1900-cü ildə «İpoteka bankları haqqında» qəbul edilmiş qanuna əsasən ipoteka banklarının əsas vəzifəsi uzunmüddətli yenidən maliyyələşmə üçün sərbəst şəxsi kapitalın və institusional vəsaitlərin qəbul edilməsindən ibarətdir. Əsas funksiyalara aşağıdakılar aid edilir:

- torpaq sahələrinin girov qoyulması ilə kredit verilməsi;
- əldə edilmiş ipoteka əsasında ipoteka girov kağızlarının emissiyası;
- yerli korporasiyalara və ictimai sektorlara kredit verilməsi;
- kommunal borc öhdəliklərinin emissiyası.

Aydın olduğu kimi ipoteka banklarının fəaliyyəti məhduddur. Onlar maliyyə əməliyyatlarının bütün sektorlarının əhatə edə bilməz ki, bu da onların özünəməxsus spesifik xüsusiyyətidir. İpoteka banklarının digər bir xüsusiyyəti onların pfandbriflərin və yaxud girov kağızlarının buraxılışı üzrə imtiyazlarının olmasıdır. Hazırda pfandbrifi 42 maliyyə müəssisəsi: 22 özəl ipoteka bankı, 18 dövlət (torpaq) bankı və ipoteka krediti üzrə 2 özəl ipoteka bankı buraxır.

Pfandbrif bazarı bu günkü gün hətta federal hökumət bazarını da keçərək Almaniyanın istiqraz bazarının ən böyük segmenti hesab edilir. Bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, Alman ipoteka qiymətli kağızlar bazarı Avropada (ümumi həcm 44%) ən böyükdür.

Girov kağızlarının emissiyası sənəd şəklində ya da sertifikatlar formasında buraxılır ki, («qlobal şəhadətnamə») bu da öz növbəsində depozitarilər də yerləşdirilir.

Birinci halda girov kağızları saxta kağızlardan müdafiə etmək üçün xüsusi kağızlarda xüsusi çap qaydası ilə çap edilir. Girov kağızı aşağıdakı emissiya şərtlərini özündə birləşdirməlidir:

- nominal, vaxt və nominal qiymətin geri qaytarılma yeri;
- illik faiz dərəcəsi, vaxt və onların ödənilmə yeri;
- ipoteka bankının adı və girov kağızının buraxılışına icazə vermiş orqanın adı;
- müqaviləni pozmaq imkanları barədə;
- kağızın identifikasiya nömrəsi;
- məsul şəxsin təsdiqi.

Pfandbriflər həm adlı, həm də təqdim edən adına ola bilər. Hazırkı dövrdə dövrüdə olan girov kağızlarının 75%-i təqdim edən adındadır. Bundan başqa bir ildən on ilə qədər müddətdə olan qiymətli kağızlar da buraxılır ki, bu qiymətli kağızlar üzrə ödənişlər müddətin sonunda birdəfəlik ödəmə ilə həyata keçirilir. Pfandbrifin özündən əvvəl kupon kağızı olur ki, İnvestor bankın girov kağızını almaqla qiymətli kağızların bütün tədavül müddətini əhatə edən illik kuponlar əldə edir.

Bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, ABŞ-ın ipoteka qiymətli kağızlarının dövr etdiyi qeyri birja bazarlarından fərqli olaraq Almaniya investora istədiyi vaxt girov kağızının özünü, həm də qəbz üzrə sahib olduğu «qlobal şəhadətnamə»dəki payının sata bilər. Birjada yalnız təqdim edən adına olan qiymətli kağızlar

dövr edir. Adlı istiqraz yalnız diler bazarlarında satılır.

Bundan başqa 1995-ci ildə cambo-pfandbriflərin buraxılmasına başlandı. Emitent bank tərəfindən birbaşa olaraq investora satılan ənənəvi pfandbriflərdən fərqli olaraq cambo-pfandbriflərin alış-satışına verilən zamanətləri kotirovka ilə konsosiumlar vasitəsi ilə satılır.

Pfandbriflərə qoyulan investisiya ən etibarlı investisiya hesab edilir və getdikcə bu qiymətli kağızlar investorların diqqətini daha çox cəlb edir. dövlət istiqrazları ilə müqayisədə bu qiymətli kağızlar üzrə gəlir daha çoxdur.

Hazırkı dövrdə ipoteka bankları praktik olaraq bütün Avropa dövlətlərində böyük rol oynayır. Avropada həmçinin amerikan modelinin də fəaliyyət göstərməsini də yuxarıda qeyd etmişdik. İpoteka ilə təmin olunmuş qiymətli kağızlar daha çox Böyük Britaniyada yaranmışdır.

MBS-in Böyük Britaniyada emissiyası 1987-ci ildə həyata keçirilmişdir. MBS-in təşəbbüskarı kimi ilkin kreditor çıxış edir və borc kağızlarının «pul»unu formalaşdırır. Daha sonra onu xüsusi investisiya kompaniyalarına satır. Elə bu təşkilatların özü (SPV) MBS-in emitenti hesab edilir.

Bundan başqa, Şərqi Avropa dövlətlərində də amerikan modeli üzrə ipoteka krediti sisteminin yaranması nəzərdə tutulmuşdur, lakin sonradan klassik kontinental modelinə üstünlük verilmişdir.

ЫВ бۆлмә. Ыыыым-инвестисийа ялагяси вя гиймятли каызлар базарынын инвестисийа просесиндя ролу

- 4.1. Ыйғым-инвестисийа әлақәси**
- 4.2. Ыйғымı və инвестисийаны стимуллашдыран амилләр**
- 4.3. Гиймятли каызлар базарынын инвестисийа потенциалы**
- 4.4. Инвестисийа процесинин малийә тәминатı**
- 4.5. Qiymətli kağızlar bazarında investisiya riskinin qiymətləndirilməsi**
- 4.6. Fond bazarında investisiya fəaliyyəti**
- 4.7. Kommersiya banklarının qiymətli kağızlar bazarında investisiya fəaliyyəti**
- 4.8. Гиймятли каызлар базарынын инвестисийа imkanларынын фундаментал вя техники тящлили**

4.1. Ыйғым-инвестисийа әлақәси

Hər hansı bir ölkədə iqtisadi vahidlər (ev idarələri, şirkətlər və dövlət) gəlirlərinin hamısını istehlak xərclərinə yönəltmirlər. Onlar gəlirin bir hissəsini yığma və ya investisiyaya ayırırlar. İqtisadi vahidlərin ən vacib məqsədlərindən biri də gündəlik isehlak ehtiyaclarını artırmaqdır. Ancaq iqtisadi vahidlərin bugünkü istehlaklarını artırma bilmələri üçün gələcəkdəki istehlak imkanlarından daha çox fədakarlıq etməyə hazır olmaları lazımdır və ya eyni ifadəni tərsinə söyləsək, şəxslərin bu gün müəyyən bir istehlak miqdarından əl çəkmələri onlara gələcəkdə, bu gün əl çəkdiklərindən daha çox həcmdə istehlak imkanı vəd edir. Bu çoxluğu isə faiz həddi müəyyənləşdirir. Məsələn, bir şəxsin bugünkü 100 manatlıq istehlakından əl çəkməsi ona bir il sonra 120 manatlıq istehlak imkanı təmin edərsə, deməli, faiz nisbəti 20%-dir (inflyasiyanı nəzərə almadan).

Ümumiyyətlə, hər hansı bir ölkənin iqtisadi artımı o ölkədə yaradılan xalis real aktiv investisiyaların cəminə bağlıdır. Bu aktiv

investisiyanın finans qaynağını isə ölkə daxilində cəlb edilmiş yığımlar ilə ölkə xaricindən gətirilən sərmayə fondları təşkil edir. Yığım ilə investisiya arasında qarşılıqlı əlaqə vardır.

Yığım olmadan investisiyanın gerçəkləşdirilməsi mümkün deyildir, eyni zamanda investisiya imkanları və şəraiti olmadığı halda, iqtisadi anlamda yığının da toplanması qeyri-mümkündür. Modern iqtisadi sistemlərdə, yığım sahibləri ilə investisiya qoymaq istəyənlər, adətən, müxtəlif şəxs və ya qruplardır. Bu səbəblə də müəyyən kəsirlərin planladıkları və gerçəkləşdirdikləri yığımların toplamı ilə başqa kəsirlərin planladıkları investisiyaların toplamının bərabər olması, gerçəkləşməsi ideal sayıla biləcək bir haldır.

Ümumiyyətlə, ölkənin iqtisadi artımı yığım (investisiya) miqdarına bağlıdır. Lakin inkişaf etməkdə olan ölkələrdə (Azərbaycan da daxil olmaqla) ölkədaxili yığımların yetərli səviyyədə olmaması səbəbindən, lazımi investisiyaların gerçəkləşdirilməsi də mümkün olur.

Inkişaf etməkdə olan ölkələr yoxsul olduqlarından, onların yığımları da azdır. Sadəcə bu yığımlara əsaslanıb investisiya qoymaq ölkənin iqtisadi böyüməsini təmin edə bilməz və ya yetərli olmaz. Bu səbəbdən də inkişaf etməkdə olan ölkələr ölkənin iqtisadi böyüməsini sürətləndirmək məqsədi ilə xarici sərmayədən (xarici yığımlardan) yararlanmaq istərlər. Məsələn, Azərbaycan iqtisadiyyatına 1993-2001-ci illər ərzində 6 mlrd. dollara yaxın investisiya vəsaiti daxil olmuşdur. Belə ki, 1996-cı ildə ümumi investisiyaların 55,5%-i xarici və 44,5%-i daxili mənbələrin payına düşürdüsə, 1997-ci il bu göstəricilər müvafiq olaraq - 70.9 və 29.1%, 1998-ci ildə isə bu nisbət 68.8 və 31.2 % təşkil etmişdir.

Müstəqillikdən sonra daxili finans imkanlarının istifadəsinin optimal variantlarının məhdudiyyəti, Azərbaycan hökumətinin ölkə iqtisadiyyatının inkişafında xarici sərmayəyə ağırlıq verməsinə yol açmışdır. 1995-ci ildən başlayaraq birbaşa xarici investisiyaların 65%-i neft sektoruna qoyulmuşdur. Neft sektoruna cəlb edilən sərmayələrin ümumi investisiya qoyuluşundakı üstün çəkisinin nəticəsində 1997-ci ildə adambaşına düşən investisiya qoyuluşuna görə Azərbaycan MDB məkanında birinci sırada olmuşdur.²⁴

Ümumiyyətlə, xarici sərmayə bir ölkəyə: özəl xarici sərmayə investisiyası və xarici kredit olmaqla iki formada gəlir.

1995-1998-ci illərdə Azərbaycan hökuməti BVF və Dünya Bankı ilə ümumi məbləği 510 mln. \$ olan 5 müqavilə imzalamışdır.

Qeyd etmək lazımdır ki, 1993-1999-cu illər ərzində Azərbaycan iqtisadiyyatına 5.0 mlrd. dollar qoyulmuşdur, bunun da 4.490 mlrd. ABŞ dolları özəl xarici sərmayə payına düşür. Ümumiyyətlə, Azərbaycanda yığımların yetərsiz qalmasının başlıca səbəblərindən ən əsası, əhalinin 25%-nin yoxsulluq səviyyəsində olmasıdır.

Azərbaycan iqtisadiyyatında yığımların yüksəlməsini məhdudlaşdıran bir neçə amil vardır.

- əhalinin ümumi gəlir səviyyəsinin yetərli olmaması;
- dağınıq əllərdə toplanmış yığımları toplayacaq, investisiya qoymağa istekli fərd və ya qurumları axtaracaq təminatlı bir sistemin yetərsizliyidir, yəni finans sisteminin zəif çalışmasıdır.

4.2. Yığımı və investisiyanı stimullaşdıran amillər

Yığım - fərdin pul gəlirinin istehlak üçün sərf edilməmiş hissəsidir. Şəxslərin məlum bir dövərdə əldə etdiyi cari gəlir (Ce) iki bölümdən ibarətdir: yığım (T) və cari xərclər (He). Bunu riyazi şəkildə belə göstərmək olar:

$$Ce = T + He$$

Cari gəliri sabit olaraq qəbul etsək, o zaman şəxslərin yığımı cari xərclərin böyüklüyünə bağlı olacaqdır. Cari xərclərin toplamının cari gəlirə bərabər olduğu və ya bu gəlirdən yüksək olduğu bir halda şəxsi yığım sıfır və ya mənfi olur. Hər hansı bir ölkədə toplanan yığının qaynağı şəxs və qurumların gəlirləridir. Yığım qabiliyyəti şəxsin gəlir səviyyəsinə bağlıdır. Yığım etmə arzusu haqqında isə müxtəlif amillərdən söz açıla bilər.²⁵

- gözlənilməyən bir hadisəyə qarşı xərclərə hazır olma (xəstəlik, ani fəlakət və s.);

²⁴ Dr.Zahid Məmmədov. Ən yeni iqtisadiyyat. Bakı, Qanun 2001.

²⁴ Dr. Zahid Məmmədov. Beynəlxalq Valyuta-kredit münasibətləri. Dərslik. Bakı, Qanun 2001. s. 297.

• irəlidə həyata keçiriləcək böyük xərclər üçün bu gündən pul yığmaq (səyahətə çıxma, ev və ya avtomobil alma, uşaqlarının məktəb xərclərini maliyyələşdirmək və s.);

• bir işqurma məqsədini gerçəkləşdirmək üçün hazırlıq görmə;

• maliyyə varlığı əldə etmə arzusu;

• yüksək bir gəlirə sahib olma arzusu;

Klassik və neoklassik iqtisadçılara görə yığım faizin bir funksiyasıdır. Yüksələn faiz qiyməti, yığım meylini artıraraq məcmu yığım həcmi artırır. Faiz nisbətində azalma isə yığım həcmində azalmaya yol açır.

İnvestisiyanın stimullaşdırılmasına təsir edən amillər. İqtisadiyyatda gəlir və məşğulluğu artıran təməl ünsür olan investisiya anlayışına, bəzi hallarda yanlış tərif verilir. Məsələn, mövcud bir fabrikin, bir ərazi və ya tarlanın satın alınması xalq arasında investisiya adlandırılır. O isə, bu kimi xərcləmələrdə iqtisadiyyatda yeni bir istehsal gücü təşkil etmir, sadəcə mövcud mal və xidmətlər bir əldən başqa ələ keçir. Mövzuya mikrosəviyyədə baxsaq, bu hadisə mövcud bir fabrikeyə satın alan şirkət baxımından bir investisiyadır. Ancaq makrosəviyyədə düşünsək bunun bəsit bir əldən-ələ dəyişmə olduğunu görürük. Bunun kimi, qiymətli kağızların satın alınması halı da investisiya çərçivəsi xaricindədir. Səhm, istiqraz satın alan şəxsin etdiyi xərcləmə də bir investisiya xərcləməsi deyildir. Buna iqtisad dilində (ingiliscə - placement) playsmant deyilir, yəni playsmant sadəcə mövcud yatırımların əldən-ələ keçməsidir, yeni bir investisiya deyildir. İnvestisiya isə sadəcə sərmayə həcminə qoyulan əlavə kapitaldır.²⁶

Bunların alqı-satqısı iqtisadiyyatda mövcud istehsal gücləri üzərindəki mülkiyyət haqqının bir əldən başqa ələ keçməsindən savayı bir şey deyildir.

İqtisadi anlamda *investisiya* – fondların sərmayə mallarına (real varlıqlara) yönəlməsidir.

Ümumiyyətlə, hər hansı bir ölkədə yığımın həcmi real investisiyalar təşkil edir, real investisiyaların həcmi isə bu investisiyaların

gerçəkləşdirilməsi üçün yetərli fondların olmasına, digər bir ifadə ilə desək, yığım fondlarının axtarılmasına bağlıdır. Real varlıq investisiyaları yenidən qurmaya və istehsal gücünün artımına yönəldilmiş investisiyalardır. Ümumiyyətlə, iqtisadçıların sərmayənin marjinal təsiri (Marginal Efficiency of saving - MES) adlandırdıqları və finans nəzəriyyəsində daxili səmərə vermə nisbəti (internal rate) olaraq tanınan investisiyanın səmərəlilik nisbəti, şübhəsiz investisiyaya yönəlik planların qərara alınmasında önəmli faktlardır.

İnvestisiyanın stimullaşdırılmasının iki önəmli amili vardır:

1) investisiyanın gəlirlilik nisbəti;

2) investisiyanın maliyyə qaynaqlarının orta xərcləri.²⁷

İnvestisiyanın səmərəliliyi investisiya mövzusunda ölkə iqtisadiyyatının ehtiyac hiss etməsi, başqa sözlə desək, investisiyanın qoyulacağı iş sahəsində bir təklif və tələb tarazlığının tapılması ilə yaxından əlaqədardır. Sərmayə xərcləri isə finansal bazarlarda təşkil edilən borclanma və özəl fondlarının xərcləri ilə investor şirkətin özəl şərtlərinə bağlı olaraq az və ya da yüksək səviyyədə təşkil edilə bilər.

Finans bazarında fondların xərclərinin aşağı və ya yuxarı səviyyədə olmasına təsir edən başlıca amillər aşağıdakılardır:

• mərkəzi bankın apardığı pul siyasəti;

• ölkə iqtisadiyyatının yığım potensialı və ölkə kapital bazarının əhatə dairəsi.

4.3. Гиймятли кабызлар базарынын инвестисийа потенциалы

Qiymətli kağızlarla əməliyyat bazarının inkişaf etdirilməsi zəruriyyəti ilə bağlı olan investisiya məcmusudur. İnvestisiya potensialı dövlətin, vətəndaşın, təsərrüfat subyektlərinin, qeyri-rezidentlərin investisiyasını təşkil edir. İnvestisiya potensialının səviyyəsi sistem göstəriciləri ilə qiymətləndirilir. Bu göstəricilər arasında ön vacibi regionun investisiya mühiti, investisiyaya tələbat strukturu və ayrı-ayrı investorların investisiya imkanları hesab edilir.

İnvestisiya mühiti aşağıdakı parametrlərlə xarakterizə edilir.

²⁶ Halil Seyidoğlu. Ekonomik terminlər. İst. 1994. s. 695.

²⁷ Z.Məmmədov. Ən yeni iqtisadiyyat. Bakı, 2001. s. 105.

• potensial investorların mövcudluğu (dövlət, hüquqi və fiziki şəxslər);

• mövcud olan investisiya mənbələri (regiondaxili və xarici);

• investisiyanın növləri (daşınmaz əmlak, maliyyə və qeyri-maddi. Bu əsasən ölkənin və ya regionun obyektiv imkanlarından (investisiya potensialından) və investorun fəaliyyət şərtlərindən (investisiya riskindən) asılı olur. Investor investisiya qərarlarını qəbul edən zaman təkcə investisiya potensialı və investisiya riskinə baxmaqla kifayətlənməməlidir. Investisiya potensialı baxımından region əla ola bilər, amma bu regionda siyasi vəziyyət qeyri-stabil olarsa və ətraf mühit çirklə olarsa, bu zaman investisiya qoymağa çox az adam qərar verə bilər və yaxud əksinə heç bir investisiya riski yoxdur, amma region heç bir investisiya potensialına malik deyildir.

İnvestisiyaya tələbat stukturu qiymətli kağızlara qoyulan kapitalın zəruriyyətinin ümumi tələbatı ilə müəyyən edilir. Bu həcm qiymətli kağızlar bazarının inkişaf tendensiyasının proqnozlaşdırılması əsasında qiymətləndirilir.

Ayrı-ayrı investorların investisiya imkanları bir sıra faktorlardan asılı olur. Məs: xarici investorların və qeyri-rezidentlərin imkanları ölkədəki siyasi və iqtisadi vəziyyətdən çox asılı olur. 1998-ci ildə Rusiyada baş verən böhran qiymətli kağızların xarici investisiya portfelinin artım tendensiyası dayandırmışdır.

Vətəndaş investor kimi qiymətli kağızlar bazarında daha perspektivli investorlardan biridir. Bu növ investorların öz üstünlükləri vardır: investisiya obyektlərinin seçilməsində azad seçim, sürətlilik, sərbəst maliyyə resurslarının müvəqqəti mövcudluğu. Bir investor kimi vətəndaşların da öz çatışmayan cəhətləri vardır: ictimai fikirdən asılılığı, nisbətən kiçik investisiya imkanlarının olması, investisiya üzrə öhdəlik zamanının alınmasına can atmaq. Vətəndaşların investisiyanı tam sürətləndirmək vasitələrinə aşağıdakı faktorları aid etmək olar:

• qiymətli kağızlar üzrə zamanət öhdəliklərinin inkişafı;

• investisiya imkanına malik olan konversiyalı istiqrazların daxili bazarda yerləşdirilməsi;

• aksiyaların ikinci bazarının aktivləşdirilməsi.

Qiymətli kağızlar bazarında müəssisələrin investisiya siyasəti.

Bu, investisiyanın cəlb olunması vasitələrindən biridir. Bir çox problemlər qiymətli kağızların buraxılması yolu ilə həll oluna bilər.

Aksiya və istiqrazların buraxılışı yolu ilə investisiya cəlb olunur və investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsi imkanları təmin edilir. Veksel müvəqqəti olaraq lazım olan investisiyanın cəlb olunmasını təmin edir və pul əvəzi istifadə edilir.

İnvestisiya cəlb olunmasının ən geniş yayılmış növü aksioner şirkətlərin aksiyalarının satışının açıq şəkildə keçirilməsidir. Bu cür satış həm aksioner cəmiyyətin özü tərəfindən, həm də investisiya fondları tərəfindən keçirilə bilər. Aksiyanı investisiya bankları əldə edə bilər. Aksiyaların satışı şirkətin kapitalını kifayət qədər genişləndirməyə imkan verir. Şirkətlərin investisiya siyasətinin işlənilib hazırlanmasını, adətən, maliyyə direktorları, maliyyə menecerləri həyata keçirirlər. Bu siyasət investisiya qabiliyyətli qiymətli kağızların axtarışı ilə bağlıdır. Aksiyanın investisiya cazibədarlığı dividend əldə edilməsi, gözlənilən kurs qiymətinin artımı ilə əsaslandırılır.

İstiqrazların investisiya imkanları göstərilən qiymətli kağızların spesifikasiyası ilə sıx bağlıdır. İstiqraz üzrə gəlir aksiya ilə müqayisədə çox azdır, amma daha etibarlıdır. İstiqraz gəlir əldə etmək və yaxud əmtəə istehsalının artırılmasına səbəb olan tədbirlərin həyata keçirilməsi məqsədi ilə həyata keçirilir.

4.4. Investisiya prosesinin maliyyə təminatı

İnvestisiya dedikdə gəlir götürmək məqsədilə pul vəsaitlərinin uzunmüddətli qoyuluşu nəzərdə tutulur. Investisiya fəaliyyətinin iki əsas mərhələsi var. Birinci mərhələ «investisiya resursları – vəsaitin qoyuluşu» investisiya fəaliyyətinin elə özü hesab edilir. İkinci mərhələ «vəsaitin qoyuluşu – investisiyanın nəticəsi» həyata keçirilən xərcləri və investisiyanın istifadə olunması nəticəsində gəlir əldə edilməsini nəzərdə tutur. Buna görə də, investisiya fəaliyyətini resursların qoyuluşu və gələcəkdə gəlir əldə etmək proseslərinin vahidliyi kimi müəyyən etmək olar.

İnvestisiya fəaliyyətinin əsas subyektləri investorlar və investisiya obyektinin istifadəçiləri hesab edilir. Investorlar əmanətçilər, alıcılar, sifarişçilər, kreditorlar və investisiya fəaliyyətinin digər iştirakçıları ola bilərlər. Investisiya fəaliyyəti obyektinin istifadəçiləri investisiya fəaliyyəti obyektlərindən istifadə edən hüquqi və fiziki şəxslər, dövlət və bələdiyyə orqanları, xarici ölkələr, beynəlxalq birlik və təşkilatlar ola bilərlər.

İnvestisiya obyektı isə ikili xarakter daşıyır. Bir tərəfdən onlar investisiya resursları kimi çıxış edir, digər tərəfdən isə kapital əmlakının artımını müəyyən edən sahibkarlıq obyektlərinə qoyuluşu nəzərdə tutur. İnvestisiya resurslarının tərkibinə aşağıdakılar aid edilir:

- pul vəsaitləri və maliyyə alətləri (bank qoyuluşları, paylar, aksiyalar və s.);
- maddi dəyərlər (bina, avadanlıqlar və digər daşınan və daşınmaz əmlak);
- pul qiymətinə malik mülki, intellektual və digər hüquqlar.

İnvestisiya iqtisadiyyatın inkişaf etməsi və güclənməsində böyük rola malikdir. İnvestisiya ümumilikdə ümumi istehsalə və məşğulluğa, iqtisadiyyatda struktur irəliləyişinə, təsərrüfat sferasının inkişafına təsir göstərir.

İnvestisiya müxtəlif formalarda həyata keçirilir. İnvestisiyanın sistemli təhlili və planlaşdırılması baxımından müxtəlif təsnifat göstəricilərinə qruplaşdırıla bilər. İnvestisiyanın təsnifatı seçmiş olduğumuz kriteriyalar əsasında müəyyənləşdirilir.

Vəsaitlərin obyektlərə qoyuluşuna görə investisiya real və maliyyə investisiyalarına bölünür.

Real investisiya vəsaitin real iqtisadi aktivlərə qoyuluşunun məcmusu kimi çıxış edir: maddi resurslar və qeyri-maddi aktivlər.

Maliyyə investisiyası vəsaitlərin müxtəlif maliyyə aktivlərinə qoyuluşunu əks etdirir: qiymətli kağızlar, bank depozitləri və s.

İnvestisiya məqsədlərinə görə birbaşa və portfel investisiyasına ayrılır. *Birbaşa investisiya*, investisiya qoyulan obyekt üzərində nəzarət və idarəetməni həyata keçirmək məqsədilə müəssisənin nizamnamə kapitalına qoyulan investisiyadır. *Portfel investisiya* gəlir əldə olunması (investisiya obyektinin bazar qiymətinin artması, dividend, faiz, digər pul ödəmələri) və riskin diversifikasiyası məqsədini daşıyır.

Müddətə görə investisiyalar qısamüddətli, ortamüddətli və uzunmüddətli olur.

İnvestisiyanı resurslar üzərində mülkiyyət formasına görə şəxsi, dövlət, xarici və müştərək investisiyalara bölmək olar.

Regional göstəricilərə görə investisiyalar ölkədaxili və xarici olur. *Ölkədaxili investisiya* vəsaitin ölkə daxilindəki obyektlərə qoyuluşunu həyata keçirir. *Xarici investisiya* isə ölkə xaricində həyata keçirilən investisiyadır.

Sahəvi göstəricilərə görə investisiyalar bir-birindən fərqlənir: sənaye, kənd təsərrüfatı, tikinti, nəqliyyat və rabitə, ticarət və s.

Riskə görə investisiyalar *aqressiv*, *mülayim* və *konservativ* olur.

İnvestisiya prosesinin realizasiyası investisiyanın maliyyə mənbələrinin müəyyən edilməsi, onların səfərbər edilməsi və səmərəli şəkildə istifadə olunması ilə əlaqəli olan qərarların axtarışı ilə bağlı olur. İnvestisiya fəaliyyətinin bütün növləri investisiya resursları hesabına həyata keçirilir. İnvestisiya resursları investisiya obyektlərinə qoyuluşların həyata keçirilməsi üçün cəlb olunan bütün növ maliyyə subyektlərini özündə əks etdirir. Bazar iqtisadiyyatında investisiya resurslarının mənbələrinin formalaşdırılması müxtəlif cür olur.

İqtisadi ədəbiyyatda investisiyanın maliyyə mənbəyi təhlil edilərkən *daxili* və *xarici* mənbələr qeyd edilir. *İnvestisiyanın daxili mənbələrinə* bir qayda olaraq daxili mənbələr, həmçinin şirkətin öz vəsaitləri, maliyyə bazarının resursları, əhalinin əmanətləri, büdcə investisiya təxsisatı aid edilir. *Xarici mənbələr* isə xarici investisiya kreditləri və istiqrazlar hesab edilir. İnvestisiya maliyyələşməsinin daxili və xarici mənbələrinin təhlili makroiqtisadi və mikroiqtisadi səviyyələrdə aparılmalıdır. Makroiqtisadi səviyyədə investisiya maliyyələşməsinin daxili mənbələrinə aşağıdakılar aid edilir: büdcə maliyyələşməsi, əhalinin əmanətləri, şirkətlərin yığımı, qeyri-hökumət pensiya fondları, kommersiya bankları, investisiya fondları, sığorta şirkətləri və s. Xarici mənbələrə isə xarici investisiya kreditləri və borc öhdəlikləri aid edilir.

Mikroiqtisadi səviyyədə isə investisiya maliyyələşməsinin daxili mənbələrinə gəlir, amortizasiya, şirkət sahiblərinin investisiyası aid edilir. Mikroiqtisadi səviyyədə xarici mənbələr isə dövlət maliyyələşməsi, investisiya kreditləri, şəxsi qiymətli kağızların yerləşdirilməsi yolu ilə cəlb olunan vəsaitlər hesab edilir.

İnvestisiya resurslarının səfərbər edilmə qaydaları. İnvestisiya fəaliyyətinin maliyyə mənbəyi kimi borc vəsaitləri də çıxış edə bilər. Borc vəsaiti dedikdə: istiqraz buraxılışından əldə edilən vəsaitlər, digər borc öhdəlikləri, həmçinin bankların, digər maliyyə kredit institutlarının dövlət kreditləri başa düşülür. Cəlb olunmuş borc vəsaitlərinin səfərbər edilməsi müxtəlif vasitələrlə həyata keçirilir. Bunların da ən əsasları: kapitalın qiymətli kağızlar bazarı, kredit resursları bazarı və dövlət maliyyələşməsi yolu ilə cəlb olunmasıdır.

Kapitalın qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə cəlb olunması.

Kapitalın qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə cəlb olunması bazar iqtisadiyyatında mühüm rol oynayır. Qiymətli kağızların emissiyası və yerləşdirilməsindən əldə edilən vəsait investisiya maliyyələşməsinin ən əsas mənbələrindən biri hesab edilir.

Maliyyə bazarında dövr edən qiymətli kağızları iqtisadi mahiyyətinə görə iki əks növə bölmək olar:

- pay – bilavasitə sahibin real mülkiyyətindəki payını özündə əks etdirir.
- borc – kəskin diskont edilmiş faiz dərəcələri ilə xarakterizə edilir.

Aksiyanın emissiyası. Aksiya emissiyasından əldə edilən vəsait investisiya maliyyələşməsində istifadə olunan ən geniş maliyyə mənbəyidir və bu da aksioner cəmiyyət tərəfindən aksioner kapitalın cəlb olunmasında tətbiq olunur: şəxsi kapitalın artırılmasında, firmanın dəyişdirilməsində yeni aksiyaların buraxılması həyata keçirilir. Aksioner cəmiyyətin yeni aksiyalarının buraxılması yolu ilə bu həm köhnə, həm də yeni aksionerlər arasında yerləşdirilə bilər. Yeni aksiyaların əldə edilməsi zamanı hüquqi üstünlük köhnə aksionerlərə verilir. Bu cür təcrübə aksionerlərə kapitalda öz paylarını müəyyən səviyyədə qoruyub saxlamaq imkanı verir. Əgər köhnə aksionerlərin yeni aksiyalar almağa vəsaitləri olmazsa, aksiyalar yeni aksionerlər arasında yerləşdirilir.

Qeyd etmək lazımdır ki, şəxsi kapitalın genişləndirilməsi başqa yolla - bölünməmiş kapitalın kapitallaşdırılması yolu ilə də həyata keçirilə bilər. Bu zaman aksioner cəmiyyətin rəhbərliyi aksionerlərin razılığı ilə aksionerlərə dividend ödəməmək qərarını qəbul edir və vəsaiti müxtəlif fəaliyyətlərə yatırır.

Kapitalın artırılmasında gəlirin saxlanması ən sadə və ucuz vasitə hesab edilir. Belə ki, aksiyaların emissiyasından fərqli olaraq onların yerləşdirilməsi və əldə edilməsi heç bir xərc tələb etmir. Bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, gəlirin yenidən investisiyaya qoyulması aksiya kursuna mənfi təsir göstərə bilər. Belə ki, dividend ödənişlərinin aramsızlığı aksiya kursunun ən vacib göstəricilərindən biridir. Gəlirin ödənilməməsi zamanı vəsaitlər elə yerləşdirilməlidir ki, o yüksək gəlir gətirsin və dividend ödənişlərinin xərcləri üzrə kompensasiya ödənilsin. Analoji olaraq yeni aksiyaların satışından əldə edilən gəliri investisiya zamanı gəlir əldə edilməsini, aksiya üzrə həmin dividendi və aksiya kursunu təmin etməlidir. Aksiyanın

emissiyası və yerləşdirilməsi həmişə müəyyən xərclərlə bağlı olur.

İstiqrazların emissiyası. İnvestisiyanın maliyyə mənbələrindən biri əhalinin və kommersiya strukturlarının sərbəst pul vəsaitlərinin cəlb olunmasına istiqamətlənmiş istiqrazların emissiyası ola bilər. İstiqraz vərəqəsinin müddəti investisiya layihəsinin həyata keçirilməsinin orta müddətindən uzun olmamalıdır.

Potensial investorlar üçün istiqrazın cəlb ediciliyi onların yerləşdirilməsi şərtləri ilə müəyyənləşdirilir. İstiqraz vərəqələrinin şərtlərinə aşağıdakılar aid edilir: borcun məbləği və müddəti, buraxılmış istiqrazların sayı, faiz dərəcəsinin səviyyəsi, faiz dərəcələrinin ödəniş şərtləri, ödənişin vaxtı, forması və qaydaları, kredit maraqlarının qorunması və s. Təklif olunan şərtlər investorlar üçün əlverişli olmalı və istiqrazın likvidliyini təmin etməlidir. İnvestisiya resursları mənbələrinin formalaşdırılması zamanı kapital cəlb olunmasında istifadə olunan müxtəlif vasitələrin üstünlük və çatışmazlıqları nəzərə alınmalıdır.

Beləliklə, maliyyə resurslarının səfərbər edilməsində borc vəsaitləri ilə müqayisədə aksiyanın emissiyasının öz üstünlükləri vardır ki, bunlar da əsasən aşağıdakılardır:

- aksiya maliyyələşdirilməsi uzun müddət ərzində səhmdar kapitalın genişləndirilməsinə imkan verir;
 - kredit münasibətlərindən fərqli olaraq aksiyaların yerləşdirilməsi üçün heç bir girov və zəmanət tələb edilmir;
 - istiqrazlardan fərqli olaraq səhmdar cəmiyyət kifayət qədər gəlir olmadıqda adi aksiyalar üzrə dividend ödəməyə bilər;
 - investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsi zamanı aksiyanın buraxılması ilə kapitalın cəlb olunması həmin müddətdə vəsaitlərin ödənilməsi üçün imkan yaradacaqdır;
 - dividend şəklində kifayət qədər gəlir əldə edilməsi və aksiyanın daha yüksək kursla satılması;
 - aksioner cəmiyyətin idarə olunmasında iştirak etmək;
 - cəmiyyətin fəaliyyətinə təsir göstərmək.
- Çatışmayan xüsusiyyətləri isə aşağıdakılardır:
- dividend ödənilməməsi riski;
 - aksiya kursunun aşağı düşməsi nəticəsində kapitalın itirilməsi riski;
 - kiçik aksionerlərin səhmdar cəmiyyətin ümumi siyasətinə təsir edə bilməməsi;

- cəmiyyət ləğv olunan zaman kapitalın qaytarılmasında aksiyanın istiqrazdan fərqli olan sonunculuq növü.

İstiqrazlara qoyuluşun da öz üstünlükləri vardır:

- istiqraz üzrə gəlirin həcmi təmin edilib və qabaqcadan məlumdur;

- cəmiyyət ləğv olunan zaman istiqrazlar aksiyalara nisbətən ilk növbədə olur.

İstiqraz qoyuluşun çatışmayan cəhətləri isə aşağıdakılardır:

- aksiyaya nisbətən az gəlirli olması;
- istiqraz sahibi olan şəxsin şirkətin idarə edilməsində iştirak edə bilməməsi.

Kapitalın kredit bazarları vasitəsilə cəlb olunması. Kapitalın kredit bazarları vasitəsilə cəlb olunması inkişaf etmiş ölkələrin firma və şirkətlərinin investisiya maliyyə resurslarında payı 25-60% təşkil edir. İnvestisiya fəaliyyətinin maliyyələşməsi zamanı borc mənbələri arasında əsas rol bankların kreditləri oynayır. Əgər şirkət öz şəxsi vəsaiti hesabına və qiymətli kağızların emissiyasının köməyi ilə öz tələbatını ödəyə bilmirsə, onda bu zaman bank kreditləri investisiyasının xarici maliyyələşməsinin ən yaxşı metodlarından biri hesab edilir. Kreditin istifadə olunmasına iqtisadi maraq onun səmərəli maliyyə vasitəsi olması ilə bağlıdır. Borc vəsaitlərindən istifadə edən şirkətlər öz şəxsi və borc vəsaitlərinin qarşılıqlı münasibətlərindən asılı olaraq şəxsi vəsaitinin rentabelliğini artırır.

Bank kreditinin növü olan investisiya krediti investisiya məqsədləri üçün həyata keçirilir. Kredit kreditləşmənin əsas prinsiplərinə əməl olunmaqla verilir: qaytarılma, müddətlik, ödəniş təminatı, məqsədli istifadə. İstiqrazların buraxılmasından əvvəl uzunmüddətli bank ssudalarının alınmasının öz üstünlükləri vardır:

- daha çevik maliyyə sxemi;
- faiz dərəcələrinin fərqi udduğu imkan;
- qiymətli kağızların reyestri və yerləşdirilməsi ilə bağlı olan xərclərin olmaması.

İnvestisiya kreditinin təqdim olunması müxtəlif formalarda ola bilər. Ən çox müddətli ssudalar müddətli kredit xətlərinə konversiya edilən bərpa olunan ssudalarda istifadə edilir.

Müddətli ssudalar konkret bir müddətə məqsədli istifadə üçün təqdim edilir. Müddətli ssudalara konversiya edilən təzələnmə ssudaları müəyyən limit və vaxt (2-3 il) çərçivəsində avtomatik

olaraq kreditin təqdim olunması və geri qaytarılmasını nəzərdə tutur.

Kredit xətti bir qayda olaraq etibarlı borc alanlara təqdim olunur. İnvestisiya kreditlərinin formalaşdırılması zamanı çox vaxt müəyyən layihənin həyata keçirilməsi üçün vəsaitin verilməsini nəzərdə tutan məqsədli kredit xətlərindən istifadə edilir. Kredit təqdim olunmasının ən vacib şərti onun təminatıdır. Bank təcrübəsində tərtib olunan ən əsas təminat növləri girov, zəmanət, kredit riskinin sığortalanması hesab edilir. Maliyyələşmənin girov forması içində əmlakın girov qoyulması ilə əldə olunan ipoteka krediti mühüm yer tutur.

İpoteka krediti. İpoteka kreditinin spesifik cəhəti daşınmaz əmlakın girov qoyulması və açılan kreditin uzunmüddətliyi. İpoteka krediti bir qayda olaraq, əmlakın girov qoyulması ilə uzunmüddətli ssudalar verilməsi üzrə ixtisaslaşan banklar tərəfindən verilir. Bura ipoteka və torpaq bankları aiddir. Onların resursları içərisində ən vacib yeri ipoteka istiqrazlarının buraxılışı ilə formalaşan vəsaitlər tutur. Dünya praktikasında ipoteka kreditləşmə sisteminin müxtəlif növlərindən istifadə edilir.

İpoteka kreditinin əsas tərkib hissəsi təminat şəkilində verilən əmlakın qiymətləndirilməsidir. Əmlakın qiymətləndirilməsi bir sıra faktorlara əsaslanır ki, bunların da ən əsası: əmlaka olan tələb və təklif, obyektin səmərəliliyi, onun yerləşmə ərazisi, obyektin istifadə edilərkən əldə edilən gəlir, əmlakın qiymətləndirilməsinin kalkulyasiya metodu, bazar dəyəri üzrə qiymətləndirmə metodu və gəlirin kapitalizasiya metodu hesab edilir.

Kalkulyasiya metodu obyektin balans dəyərinin və ləğvetmə dəyərinin qiymətləndirilməsini nəzərdə tutur.

Bazar qiyməti üzrə qiymətləndirmə metodu anoloji obyektlərin tələb və təklif bazarı haqqındakı məlumatların yığılması və təhlilini nəzərdə tutur.

Gəlirin kapitalizasiyası metodu obyektin gələcəkdə gəlir götürmək imkanlarının müəyyən edilməsinə əsaslanır.

İpoteka krediti ümumilikdə bazar münasibətlərinin inkişaf etməsində və güclənməsində böyük rol oynayır.

Dövlət maliyyələşməsi. Dövlət maliyyələşməsi çox zaman dövlət və regional səviyyələrdə sahibkarlığa yardım məqsədilə dövlət proqramı çərçivəsində həyata keçirilir. İnvestisiyanın dövlət maliyyələşməsinin 4 əsas növü vardır: dotasiyalar və qrantlar, pay iştirakı, birbaşa (məqsədli) kreditləşmə, kreditlər üzrə zəmanətlərin

verilməsi.

Dotasiya və qrantlar yolu ilə həyata keçirilən maliyyələşmə zamanı pul vəsaiti əvəzsiz olaraq verilir.

Dövlətin pay iştirakı zamanı o öz strukturları vasitəsilə pay əmanətçisi kimi çıxış edir, digər yerlərdə qalan investisiya qoyuluşları isə kommersiya strukturları tərəfindən həyata keçirilir.

Birbaşa (məqsədli) kreditlər bir qayda olaraq müəyyən güzəştlər əsasında konkret şirkətə və ya müəyyənləşdirilmiş investisiya layihəsinə təqdim edilir.

Kredit üzrə zəmanətin verilməsi zamanı müəssisə kommersiya strukturlarından kredit alır, müəssisə tərəfindən kredit qaytarılmadığı halda dövlət verilən kreditin qaytarılmasına görə zəmanət verir.

İnvestisiya resurslarının səfərbər edilməsinin digər vasitələri. İnvestisiya fəaliyyətinin xarici maliyyələşmə mənbəyi bazar iqtisadiyyatında öz müxtəlifliyi ilə fərqlənir. Maliyyə bazarlarının inkişafı ilə əlaqədar olaraq kapitalın səfərbər edilməsinin yeni vasitələri meydana gəlməyə başlayır. Muasir dövrdə investisiyanın xarici maliyyələşməsinin bir sıra növləri vardır.

Əlavə ödəmə (paylar). Aksioner cəmiyyəti olan şirkətlər üçün investisiya kapitalının səfərbər edilməsinin ən vacib mənbəyi daxili və xarici investorlar olan əlavə ödəmələr hesabına nizamnamə fondunun genişləndirilməsidir.

Lizinq. Müvvəqəti olaraq və yaxud cəlb olunan maliyyə vəsaitlərinin investisiyalasdırılmasına istiqamətlənmiş sahibkarlıq fəaliyyətidir. Bu zaman icarəçi maliyyə icarəsi üzrə müqaviləyə əsasən alıcının əmlakını, öz mülkiyyətinə çevirməli və onu götürən şəxsə sahibkarlıq məqsədilə müvvəqəti istifadə üçün təqdim etməlidir.

Lizinq iqtisadi mahiyyətə istehsal investisiyasına aid edilir. Realizasiya prosesi zamanı icarəyə götürən şəxs lizinq xidməti həyata keçirən şəxsin investisiya xərcələrini qarşılamalı və mükafat verməlidir.

Lizinq xidməti iqtisadiyyatın istehsal sahəsinin güclənməsində böyük rola malikdir. Bundan başqa alternativ forma kimi lizinq kreditləşmə bank və lizinq təşkilatları arasında rəqabəti gücləndirir ki, bu da faiz dərəcələrinin aşağı düşməsinə və kapitalın istehsal sektoruna axmasına səbəb olur.

Lizinq əməliyyatlarının obyektı isə hər cür maddi sərvətlər:

daşınan və daşınmaz əmlakdır.

Lizinqin subyekti isə lizinqin növündən asılı olaraq iki və ya daha çox tərəf ola bilər. Lizinq subyektlərini birbaşa və ya vasitəçi iştirakçılara bölmək olar:

- lizinq verən rolunda çıxış edən lizinq firma və təşkilatları, banklar;
- istehsal, ticarət və nəqliyyat təşkilatları və əhali (lizinq alanlar);
- əməliyyat obyektlərinin təchizatı, istehsal (sənaye) və ticarət şirkətləri;
- kommersiya və investisiya bankları;
- sığorta şirkətləri;
- broker və digər yardımçı firmalar.

İcarə obyektindən asılı olaraq lizinqi daşınan və daşınmaz əmlak lizinqlərinə bölmək olar. Ən geniş yayılan daşınan əmlak lizinqidir.

Lizinq əməliyyatlarının həyata keçirildiyi yerdən asılı olaraq daxili lizinq zamanı sövdələşmənin bütün subyektləri bir ölkəni əhatə edir, xarici lizinq zamanı tərəflərdən biri və yaxud tərəflərin hamısı müxtəlif ölkələrdən olur.

Vençur investisiya. «Vençur kapital» (ingilis dilində venture-risk deməkdir) riskli investisiyanı əks etdirir. Vençur kapital böyük risklə bağlı olan yeni fəaliyyət sferalarına qoyulan investisiyaları əks etdirir. Əsasən texnologiya sahəsində fəaliyyət göstərən şirkətlər maliyyələşdirilir.

Vençur investorlar (fiziki şəxslər və ixtisaslaşmış investisiya şirkətləri) kifayət qədər gəlir əldə etmək hesabı ilə öz vəsaitlərini yatırırırlar.

Vençur investisiya birjada kotirovka olmayan vençur şirkətlərin aksiyalarının əldə edilməsi formasında həyata keçirilir. Vençura əsasən bazarda məhsulları böyük risklə bağlı olan təşkilatlar aid edilir. Bunlar əsasən böyük bazar potensialına malik olmayan, istehlakçılara məlum olmayan məhsul və ya xidmətlər istehsal edən təşkilatlardır. Vençur təşkilat öz inkişafında bir sıra mərhələlərdən keçir ki, bunlar da hər biri müxtəlif imkan və maliyyə mənbələri ilə xarakterizə edilir.

Birinci mərhələdə məhsulun protipi yaradıldıqda az miqdarda maliyyə vəsaiti tələb olunur. Bir qayda olaraq burada maliyyə

mənbəyi kimi layihə təşəbbüsünün şəxsi vəsaiti, həmçinin hökumət grantları və ayrı-ayrı investorların ödəmələri çıxış edir.

Məhsul istehsalının baş verdiyi ikinci mərhələdə daha çox maliyyə vəsaitinə ehtiyac olur. Əsas xərc məhsul istehsalı texnologiyasının işlənilib hazırlanması və məhsulun kommersiya hissəsinin (marketinq strategiyasının formalaşdırılması, bazarın proqnozlaşdırılması və s) üzərinə düşür.

Üçüncü mərhələdə isə məhsulun istehsalına başlanılır və onun bazar qiymətləndirilməsi baş verir. Bu mərhələdə vençur şirkətlər iri korporasiyalarda, banklarda müxtəlif institusional investorlarda maraq oyadır.

Vençur şirkətin inkişafının sonuncu mərhələsində onun fəaliyyətinin maliyyələşməsi həmin şirkətin satılması yolu ilə həyata keçirilir.

Vençur kapital üçün riskin investorlar və layihənin təşəbbüskarları arasında bölüşdürülməsi xarakterikdir. Riskin minimuma endirilməsi məqsədi ilə investorlar öz vəsaitlərini bir neçə layihə arasında paylaşdırır. Vençur investorları birbaşa şirkətin idarə olunmasına can atırlar.

Son zamanlar vençur maliyyələşmənin həcmi sənaye ölkələrində dinamik şəkildə artmağa başlamışdır. Vençur kapital iqtisadiyyatın inkişafında mühüm rol oynayır.

Françayzing. Françayzing bazarda tanınmış olan firmanın ötürülməsi və satışını özündə əks etdirən öz ticarət nişanı altında digər firmanın fəaliyyəti üçün lisenziya verilməsi qaydasıdır.

Kapitalın səfərbər edilməsinin bir vasitəsi olan françayzing pul vəsaitlərinin tez bir zamanda daxil olması ilə xarakterizə edilir. Françayzing vasitəsilə cəlb olunan investisiyanın məbləği başqa ənənəvi vasitələrdən daha çox olur. Investorlar üçün françayzingin üstünlüyü onlara sərbəst sahibkar olmaq imkanının verilməsidir. O, qəbul olunmuş ticarət nişanı altında biznesi təşkil etmək, təsdiq edilmiş sahibkarlıq formasından istifadə etmək imkanı verir. Adətən françayzingdə investorlar investisiyanı öz resursları hesabına, həmçinin bank kreditləri və vəsaitləri hesabına həyata keçirirlər.

Texnologiya və ticarət nişanı üçün lisenziya *françayzing*, öz ticarət nişanı altında fəaliyyət göstərmək hüququnu verən firma *françayzer*, bu hüququ almış firma isə *françayz saxlayıcısı* (françayziant) adlandırılır.

Xarici investisiyanın cəlb olunması. Dünyada baş verən qloballaşma prosesi investisiya fəaliyyətinin maliyyələşməsində

xarici investisiyanın rolunun artmasına səbəb olur. Xarici investisiya müxtəlif formalarda həyata keçirilə bilər. Bu formaların təhlili zamanı investisiya təsnifatının ümumi yanaşmaları olan obyektlər üzrə bölünmə məqsədinə görə mülkiyyət formasından, qoyulma müddətindən, risk və digər göstəricilərindən istifadə oluna bilər.

Mülkiyyət formasına görə xarici investisiyalar dövlət, şəxsi və müştərək ola bilər.

Xarici investisiya istifadə olunma xarakterindən asılı olaraq sahibkar və ssuda investisiyalarına bölünür.

Xarici investisiyanın təhlili zamanı əsasən birbaşa və portfel investisiyalarına çox diqqət yetirilməlidir. Məhz elə bu nöqtəyə nəzərdən BVF-nun metodologiyasına uyğun olaraq ölkələrin tədiyə balansında xarici investisiya öz əksini tapır.

Beynəlxalq maliyyə bazarının investisiya resursları. Hazırkı dövrdə beynəlxalq maliyyə bazarında beynəlxalq təsərrüfat əlaqələrinin əsas üç qütübü çıxış edir: *Avropa*, *Şimali Amerika* və *Asiya-Sakit okean* qütbləri.

Avropa qütübü Avropa birliyinə daxil olan sənaye cəhətdən inkişaf etmiş ölkələri, həmçinin Şərqi Avropa və Yaxın Şərq ölkələrini birləşdirir. Bu bazarın illik kapital dövriyyəsi 9 trilyon dollar təşkil edir.

Şimali Amerika qütübü əsasən illik kapital dövriyyəsi 18 trilyon dollar olan ABŞ və Kanada bazarlarını əhatə edir.

Asiya - Sakit okean qütübündə (ASQ) Cənub-Şərqi Asiya, Okeaniya dövlətləri çıxış edir. ASQ-nun maliyyə resursları Yaponiya bazarlarında toplanır və illik kapital həcmi 6 trilyon dollar təşkil edir. Yaponiya bazarının iri resurs idxalçıları Çin, Okeaniya dövlətləri və Cənub-Şərqi Asiya dövlətləridir. Son zamanlarda Latın Amerikasını və Qərbi Avropa dövlətləri də bura qoşulub.

Xarici investisiyanın cəlb olunmasında investisiya qoyulacaq ölkədə xarici investisiya fəaliyyəti üçün yaradılmış şərtlər və investisiya ab-havasının böyük əhəmiyyəti vardır.

İnvestisiya ab-havasını çox çətin bir düşüncədir. İnvestisiya ab-havasının qiymətləndirilməsi zamanı aşağıdakı məsələyə nəzər yetirilməlidir:

- iqtisadi vəziyyətə (makroiqtisadi mühitin vəziyyətinə, ÜDM-in dinamikasına, sənaye məhsulları istehsalının həcminə,

inflyasiya, pul-kredit, maliyyə, büdcə, vergi, valyuta sistemindəki vəziyyətə və s.);

- dövlətin investisiya siyasətinə (dövlətin xarici investisiyanı hansı səviyyədə dəstəkləməsinə, beynəlxalq sazişlərdə iştirakına, sazişlərə əməl edilməsinə);

- investisiya fəaliyyətinin normativ hüquqi bazasına;
- investisiya ab-havasını müəyyən edən müxtəlif faktorların vəziyyəti haqqında inforomasiya və statistik məlumatlara.

İnvestisiya ab-havasının qiymətləndirilməsi bizə investisiya riskinin səviyyəsini, investisiyanın həyata keçirilməsinin səmərəliliyini müəyyən etmək imkanını verir.

Hazırkı dövrdə investisiya cazibədarlığının reytingi aparıcı iqtisadi jurnallar olan «Evromoney», «Fortune», «The Economist» jurnallarında dərc edilir. Xarici investolar üçün göstərici Dünya bankı ekspertlərinin qiymətləndirmələri, xüsusi maliyyə kredit reytingləri (IBCA, Moodys, Standard And Poors və s) hesab edilir.

Xarici investisiyanın dövlət təminatı. Xarici investisiyanın cəlb olunmasının ən vacib şərtlərindən biri xarici investorların hüquq və maraqlarının dövlət zəmanətidir. Bunlar da əsasən aşağıdakı şəkildə həyata keçirilir:

- konstitutsiya və xüsusi normativ aktlar əsasında ;
- xarici investisiyaların qorunması və stimullaşdırılması barədə olan ikitərəfli və çoxtərəfli dövlətlərarası sazişlər çərçivəsində;

- dövlətlərarası və başqa ölkələrin vətəndaşlarının investisiya mübahisələrinin tənzimlənməsi üzrə konvensiyalarda iştirak etmək.

1985-ci ildə xarici investisiyaya təsir göstərmək məqsədilə Beynəlxalq Yenidənqurma və İnkişaf Bankı çərçivəsində investisiyanın zəmanətləndirilməsi barədə Beynəlxalq Agentlik yaradılmışdır. Agentlik aşağıdakı qeyri-kommersiya riskləri zamanı xarici investorlara uzunmüddətli zəmanət verir:

- kapitalın dəyişdirilməsi və ötürülməsində dövlət tərəfindən tətbiq olunan məhdudiyyətlər zamanı;

- xarici investorları mülkiyyət hüququndan, investisiya üzərində nəzarətdən məhrum edən dövlətin hüquqi və inzibati tədbirləri zamanı;

- xarici investorların hüququnu pozan inzibati və məhkəmə təcrübəsi zamanı;

- silahlı qarşıdurmalar və vətəndaş müharibəsi.

4.5. Qiymətli kağızlar bazarında investisiya riskinin qiymətləndirilməsi

İnvestisiya dedikdə gəlir götürmək məqsədilə pul vəsaitlərinin uzunmüddətli qoyuluşu nəzərdə tutulur. İnvestisiyalar: 1) birbaşa real aktivlərə qoyulan (istehsal); 2) portfel (maliyyə) aksiyalara; istiqrazlara və s. qiymətli kağızlara qoyulan maliyyə vəsaiti; 3) real – daşınmaz əmlaka, avadanlıqlara qoyulan maliyyə vəsaiti; 4) layihə – kreditlər şəkilində olur.

Bazar iqtisadiyyatında investisiya qoyuluşunun müxtəlif imkanları mövcuddur. Hüquqi və fiziki şəxslərin kapital qoyuluşunun seçilməsi zamanı ən əsas kriteriyalardan biri investisiya riskinin qiymətləndirilməsidir. Qiymətli kağızlarla əməliyyatlar həmişə risklə bağlı olduğundan riskin əsas növlərinə aşağıdakıları aid etmək olar:

- sistematik risk – qiymətli kağızların böhranının riski;
- qeyri-sistematik risk – konkret qiymətli kağızlarla bağlı bütün növ risklərin ahəngi;
- seçmə qabiliyyətli risk (selektiv) – portfelin yaradılması zamanı investisiya üçün qiymətli kağızın düzgün seçilmə riski;
- zaman riski – münasib olmayan vaxtda qiymətli kağızın emissiyası, alqı və satqısı;
- qanunvericilik dəyişikliyi riski (emissiya şərtlər dəyişdirilə bilər);
- likvidlik riski – qiymətli kağızların realizasiyası zamanı qiymət dəyişikliyi səbəbindən zərər ehtimalı ilə bağlı risk;
- inflyasiya riski.

Sistematik risk ölkədə və dünyada baş verən ümumi iqtisadi və siyasi vəziyyət, resursların qiymətinin artımı, maliyyə aktivlərinin ümumbazar qiymətlərinin aşağı düşməsi ilə bağlı olan riskdir. Sistematik risk kateqoriyasına aşağıdakılar aid edilir: faiz dərəcələrinin dəyişilmə riski, ümumbazar qiymətlərinin aşağı düşməsi və inflyasiya riski. Faiz dərəcələrinin dəyişmə riski əsasən inflyasiya dövründə daha aktualdır. Ümumi bazarda aşağı düşmə riski qiymətli kağızlar bazarında dövr edən qiymətli kağızların qiymətinin eyni vaxtda aşağı düşməsi ilə bağlı olur. Bu risk əsasən aksiyalarla aparılan əməliyyatlara bağlı olur. Inflyasiya riski pulun

alıcılıq qabiliyyəti ilə şərtləndirilir. Bu risk bütün dünyada mövcuddur. Burada fərq yalnız onun müxtəlif ölkələrdə ayrı-ayrı səviyyələrdə olması ilə bağlıdır. Qərbdə illik inflyasiya səviyyəsi 3% norma hesab edilir.

Qeyri-sistematik risk – konkret qiymətli kağız emitentinin maliyyə vəziyyəti ilə bağlıdır. Qeyri-sistematik risk kateqoriyasına likvidlik, sahəvi, kommersiya və maliyyə riskləri aid edilir.

Likvidlik riski – qiymətli kağızların bazardakı realizasiyası zamanı gecikmələrlə bağlı olur. İnvestor hər zaman əmin olmalıdır ki, o, öz qiymətli kağızını sata bilər və öz kapitalını nağd pula çevirə bilər.

Sahəvi risk - iqtisadiyyatın sahələrindəki dəyişikliklərlə bağlı kommersiya riski qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının konkret fəaliyyəti nəticəsində gəlir əldə edilməsi və ya zərər olması ilə bağlı olur. Kommersiya riskinin əsas faktorları aşağıdakılardır: 1) alıcılıq qabiliyyətinin səviyyəsi, emitentin maliyyə sabitliyi, idarəetmə keyfiyyəti; 2) investorda kifayət qədər informasiyanın olması.

Maliyyə riski – qiymətli kağız emitentinin gəlirsizlik və iflasa uğramaqla bağlı zərər riskidir. Ümumilikdə maliyyə riskinin iqtisadi və siyasi qeyri-müəyyənliyi aşağıdakı kimi xarakterizə edilə bilər:

- kəmiyyət üzrə risk: aşağı, orta və yuxarı;
 - ehtimal olunma üzrə risk – gəlirin bir hissəsinin itirilməsi üzrə;
 - kritik risk – bu zaman gəlir tamamilə itirilir və xərclərin yerini doldurmaq zəruriyyəti yaranır:
 - katastrofik risk – əmlakın tamamilə itirilməsi;
 - obyektlər üzrə risk – sahibkarın, müəssisənin, bankın, sığorta şirkətinin riski;
 - fəaliyyət növü üzrə risk – istehsal, vasitəçi, ticarət, nəqliyyat, sığorta, mühasibat və digər fəaliyyət növlərinin riskləri;
 - iqtisadi mahiyyəti üzrə risk;
 - xarakter üzrə risk – əməliyyatı inflyasiya, kredit, faiz, valyuta əməliyyatı riski bu və ya digər müəyyən əməliyyatların həyata keçirilməsi metodunun düzgün seçilməsi ilə bağlıdır. Bu növ risklərə menecerlərin riskləri aid edilir. Inflyasiya riski inflyasiyanın dəqiq proqnozlaşdırma dərəcəsi və onun maliyyə təsərrüfat fəaliyyətinin nəticəsinə təsir etməsi ilə müəyyən edilir. Kredit riskinə kreditin ödənilməməsi və faizlərin ödənilməməsi riski kimi baxılır.
- Valyuta riski* valyuta kursunun dəyişməsi, həmçinin siyasi

vəziyyətdəki dəyişiklik zamanı mümkün ola bilər.

İnvestisiya riski - korporativ qiymətli kağızlar bazarında investisiya riski maliyyə riskinin müxtəlifliyi ilə bağlı olur. İnvestisiya riskinin iki növü var: diferensial və qeyri-diferensial risk. İnvestisiya riskinin səviyyəsi siyasi, iqtisadi, sosial, ekoloji, kriminal vəziyyətdən asılı olur.

İnvestisiya riskinin qiymətləndirmə metodu. Qiymətli kağızlar bazarında investisiya riskinin qiymətləndirilməsi metodları müxtəlifdir. Eyni zamanda müxtəlif qiymətli kağızların investisiya güvənliyini təhlil etmək və investisiya riskini qiymətləndirmək üçün ümumi bir metod yoxdur (statistik təhlil, faktor təhlili, ekspertlərin qiymətləndirilməsi metodu).

Statistik təhlildə riskin səviyyəsi iki kriteriya ilə ölçülür: Orta gözlənilən əhəmiyyətli (dispersiya) və tərəddüdlü (variasiya).

Dispersiya mümkün olan orta nəticəni ölçür, variasiya gözlənilən orta əhəmiyyətli faktiki orta həcmdən nə qədər uzaqlaşma həddini və dərəcəsini göstərir.

$$G^2 = (x - y)^2 / n ;$$

burada G^2 – dispersiya; x – maliyyə resurslarına qoyuluş zamanı risk dərəcəsi; y – maliyyə riskinin orta gözlənilən əhəmiyyəti; n - maliyyə resurslarına qoyuluşların sayıdır.

Dispersiya maliyyə riskinin təkrarlanma, mütləq enib-qalxmasını tamamilə xarakterizə edir, lakin nisbi enib-qalxma dərəcəsini variasiya əmsalı göstərir.

$$V = (r / x) \cdot 100;$$

burada V – variasiya əmsalı; r – orta kvadratura əyilməsi; x – maliyyə riskinin orta gözlənilən mənasıdır.

Variasia əmsalı 1-100% arasında dəyişir. 10%-ə qədər investisiyanın maliyyə riskinin zəif enib-qalxması, 10-25%-ə qədər orta enib-qalxma, 25%-dən artıq maliyyə riskinin ən yüksək həddi hesab edilir. Statistik metod hazırki dövrdə müəssisənin maliyyə riskinin qiymətləndirilməsi metodu hesab edilir.

Maliyyə riskinin qiymətləndirilməsində digər analitik metodlardan da geniş istifadə edilir. Bunlar arasında ən geniş yayılanı maliyyə riskinin faktor təhlilidir. Fəaliyyət aktivliyinin

əmsalı, maliyyə sabitliyi və müflislənmə ehtimalının müəyyən edilməsi nəzərdə tutulur.

Son zamanlar ekspertlərin qiymətləndirmə metodu da daha aktiv olaraq istifadə edilir. Risk səviyyəsinin müxtəlif müqayisəedici xarakterləri tərtib edilir, reytinglər müəyyən edilir və ekspertlərin icmalı hazırlanır.

Maliyyə riskinin qiymətləndirmə metodlarından biri iqtisadi-riyazi modelləşdirmə metodudur. Bu zaman düzgün model seçilməsi böyük əhəmiyyət kəsb edir. Bu model ümumi konkret vəziyyəti proqnozlaşdırmağa və maliyyə riski ehtimalını qiymətləndirməyə imkan verir.

Mühüm perspektivlərdən biri də sosial-iqtisadi eksperiment modelidir. O, tipik maliyyə vəziyyətlərinin ayrı-ayrı eksperimentlərinin həyata keçirilməsini nəzərdə tutur.

Praktikada maliyyə riskinin qiymətləndirilməsi zamanı analogiya metodundan daha geniş istifadə edilir. Analogiya metodu əsasında çox sayda müəssisələrin maliyyə strategiyası və taktikası qurulur.

Sistematik risk fundamental metodun köməyi ilə bazar vəziyyətini kifayət qədər dəqiq proqnozlaşdırır. Konyukturanın təhlili həm bazarın cari vəziyyəti, həm də onun inkişafının proqnozlaşdırılmasını izləyir. Fundamental metod uzunmüddətli proqnozlaşdırma zamanı istifadə edilir və makroiqtisadi göstəricilərə əsaslanır.

İnvestisiya riskinin idarəetmə metodları. Dünyada investisiya riskinin azaldılması məqsədilə praktiki fəaliyyət həyata keçirilir. Riskin idarə olunmasının metodiki bazası sistem təhlili hesab edilir. İnvestisiya layihəsinə təsir edən real faktorlar müəyyən edilir.

İnvestisiya qərarının düzgün qəbul olunması üçün iqtisadi, sosial, ekoloji məsələlər və dövlət idarəçiliyinin aspektləri tam və hərtərəfli informasiya tələb edir. Bu informasiya investorların çoxu üçün mümkündür. Burada əsas maliyyə riskinin səviyyəsinin dəqiq qiymətləndirilməsidir. Sığorta şirkətləri riskin qiymətləndirilməsində ekspertlərin maliyyə riskinin səviyyəsini peşəkarcasına qiymətləndirir. Korporativ qiymətli kağızlar bazarında riskin azaldılması onun iş fəaliyyətinin düzgün təşkil olunmasından da çox asılı olur.

4.6. Fond bazarında investisiya fəaliyyəti

Fond bazarı maliyyə bazarının bir hissəsidir və bazar iqtisadiyyatı şəraitində bir sıra makro və mikro funksiyaları yerinə yetirir. Qiymətli kağızlar bazarının ən vacib funksiyalarından biri investisiya fəaliyyətidir. İnvestisiya fəaliyyəti investisiya cəlb edilməsi, yatırılması və istifadə olunması üzrə konkret istiqamətləndirilmiş fəaliyyətdir. İnvestisiya artırılma və ya saxlanılma məqsədi ilə kapitalın yatırılmasıdır. İnvestisiya strukturu aşağıdakılar aid edilir:

- birbaşa investisiya (kapital qoyuluşu);
- maliyyə (portfel) investisiyası
- əmanət və yığım;
- maddi investisiya.

Maliyyə investisiyası aksiya, istiqraz, veksəl, digər qiymətli kağızlar alətlərinə qoyulan investisiyanı əks etdirir. Bu cür investisiya real kapitalın artmasına imkan vermir, amma gəlir gətirmək imkanına malik olur. Həmçinin kurs fərqi nəticəsində spekulyativ ola bilər. Maliyyə investisiyası əsas və dövriyyədə olan kapitalın artımını təmin edə bilmir. O, yalnız əmanət və yığım kapitalı kimi çıxış edə bilər. Qiymətli kağızların alınması real kapitalı yaratmır, amma qiymətli kağızların satışından əldə edilən pul istehsalə, tikintiyə, digər təsərrüfat sahələrinə qoyula bilər. Bu zaman maliyyə investisiyası real investisiyaya çevrilir.

Maliyyə investisiyası arasında portfel investisiyası da vardır. Diversifikasiya qoyuluşu məqsədilə qiymətli kağızlar portfeli yaradılır. Maliyyə investisiyaları bir-birlərindən fərqlənir:

- spekulyativ xarakterli – qiymətli kağızların alınıb satılması vasitəsilə spekulyativ gəlir əldə etmək məqsədilə qiymətli kağızlara qoyulan investisiya;
- yığım xarakterli – maliyyə alətlərinə qoyulan investisiya;
- portfel xarakterli – riskin azaldılması və gəlirin artırılması məqsədilə kapitalın diversifikasiya yolu ilə olan investisiya.

Qiymətli kağızlar bazarında investisiya fəaliyyətinin aşağıdakı məqsədləri vardır:

- portfel – qiymətli kağızların portfelini yatarmağa can atır;
- strateji – əsas məqsəd fond bazarında seçilmiş məqsədin

inkışaf etdirilməsidir;

- kiçik – maraqlar kiçik maliyyə imkanları ilə məhdudlaşır.

İnvestisiya resurslarına tələbat həmişə vardır. Bu sahələrin və müəssisələrin inkışaf etdirilməsində kapitalın investisiyalaşdırılması zəruriyyəti ilə bağlı olur. İnvestorlar həmişə pulu daha gəlirli layihələrə qoymağa can atırlar. Qiymətli kağızlara qoyulan kapital heç də həmişə yüksək gəlirli olmur.

Qiymətli kağızlar bazarında investisiya fəaliyyətinin aşağıdakı məqsədləri vardır:

- investisiya axımının qarşısını almaq;
- investisiya prosesinin kütləvilik xarakterini təmin etmək;
- siyasi, sosial-iqtisadi və digər sahələrdə baş verən və proqnozlaşdırılan dəyişiklikləri əks etdirmək;
- qiymətli kağızlara qoyulan investisiyanın modeləşdirilməsi yolu ilə investisiya siyasətinin müəyyən edilməsi;
- investisiya axımının tənzim olunması yolu ilə xalq təsərrüfatının sahəvi və regional strukturunun təşkil edilməsi;
- dövlət investisiya siyasətinin həyata keçirilməsi;
- dövlət struktur siyasətinin realizasiyası.

4.7. Kommersiya banklarının qiymətli kağızlar bazarında investisiya fəaliyyəti

Bugünkü bankların əsas funksiyası kreditlərin təqdim olunmasıdır. Bazar münasibətləri inkışaf etmiş ölkələrdə dövlət orqanları tərəfindən bankların əhaliyə göstərdiyi geniş xidmət imkanlarına xüsusi nəzarət edilir. Bu növ xidmətlərin ən vacibi investisiyaların həyata keçirilməsi və istehlak məqsədləri üçün istifadə edilən ssudaların verilməsidir.

Belə ki, bank vəsaitlərinin heç də hamısı ssuda şəklində yerləşdirilə bilməz. Ssudaların çox hissəsi qeyri-likviddir ki, banka nağd pul lazım olan vaxt təcili olaraq satıla bilmir. Ssudalar həmçinin borc alanlar tərəfindən geri qaytarılmaq ehtimalına görə ən riskli bank aktivləri hesab edilə bilər. Belə ki, bir çox ölkələrdə kredit üzrə əldə edilən gəlirdən də vergi tutulur.

Yuxarıda söylənilən səbəblər nəticəsində banklar öz portfel aktivlərini digər gəlirli portfel aktivlərinə, qiymətli kağızlara yönəltdir. Mütəxəssislərin qiymətləndirməsinə görə qiymətli

kağızlara yönəldilmiş aktivlərin həcmi ümumi portfel həcminin 20%-dən 30%-ə qədərini təşkil edir. Bankın qiymətli kağızlarına dövlət qiymətli kağızları və aksiya kateqoriyaları aid edilir. Bu növ investisiyalar bank gəlirlərini stabilləşdirir. Bank investisiyasına ödənməsi bir il müddətinə qədər olan qiymətli kağızlar aid edilir. Bu qiymətli kağızlar bir qayda olaraq likvid aktivlərin ikinci ehtiyatına aid edilir və onların bank portfelində varlığı faiz ödəmələri şəklində gəlir əldə olunması ilə şərtləndirilir.

Bankın investisiya siyasəti, adətən, yazılı sənəd şəklində olur: portfelin strukturu, bankların qiymətli kağızlarının alınib-satılma strategiyası. İqtisadi konyukturanın dəyişməsi nəticəsində investisiya portfelinin strategiyası da dəyişə bilər.

Qiymətli kağızlarla aparılan bank əməliyyatları. *Qiymət* – emitentlə münasibətdə investora mülkiyyət hüququ verən, *dividend* isə faiz şəklində gəlir əldə etməsini nəzərdə tutan pul sənədidir. Qiymətli kağızlar dövlət və qeyri-dövlət qiymətli kağızları ola bilər. Dövlət qiymətli kağızları büdcə kəsirlərinin bağlanması məqsədi ilə tədaviyə buraxılan qiymətli kağızlardır. Dövlət qiymətli kağızlarının sahibi əhali və müxtəlif iqtisadi agentliklər ola bilər. Dövlət qiymətli kağızları dövlət qiymətli kağızlar bazarında dövr edir ki, bunun da institutu diller kontorları hesab edilir. Məs: Əgər kommersiya bankı qiymətli kağız almaq istəyirsə, onda o, diler kontoru ilə sövdələşmə imzalamalıdır.

Əgər xəzinə yeni qiymətli kağız satırsa, onda o, bu zaman dövlət qiymətli kağızlarının ilkin bazarını yaratmış olur. Dövlət qiymətli kağızlarının ilkin yerləşdirilməsi ən yüksək qiymətli auksion satışı qaydası ilə həyata keçirilir. Sonra diler buraxılıştarixi və ödənmə tarixi arasında dövlət qiymətli kağızlarını alqı-satqıya buraxmaqla ikinci bazarı yaratmış olur. İkinci bazarda onların qiymət dəyişikliyi baş verir. Dövlət qiymətli kağızlarının əsas alıcıları bankların olmasına baxmayaraq, müxtəlif hüquqi və fiziki şəxslər dövlət qiymətli kağızları ilə əməliyyatlar həyata keçirə bilər.

Dövlətin qanunverici aktları əsasında bankların qiymətli kağızlarla əməliyyatına məhdudiyyətlər qoyula bilər. Məs: ABŞ-da qanun kommersiya banklarına qeyri-maliyyə təşkilatlarının aksiyasını almağı qadağan edir. Sənaye istiqrazları ilə əməliyyatlara məhdudiyyətlər qoyulur. Buna görə də, bankların investisiya portfelinin 90%-ni iki kateqoriyada olan qiymətli kağız təşkil edir: federal hökumət və federal agentliklərin borc öhdəlikləri, ştat və yerli idarəetmə orqanlarının qiymətli kağızları (bələdiyyə

istiqrazları).

Kommersiya banklarının portfelində olan qiymətli kağızların çox hissəsini 1 ildən 5 ilə qədər olan qiymətli kağızlar təşkil edir. Qısamüddətli xəzinə veksellərindən fərqli olaraq notlar və istiqrazlar kupon kağızlar hesab edilir. Kəsilmə kuponlar üzrə də faiz gəliri ödənilir. Notlar 2-10 ilə qədər, istiqrazlar 5 ildən 30 ilə qədər müddətə buraxılır.

Banklar öz portfelini doldurmaq, nağd pul əldə etmək məqsədi ilə veksellərin satışı üçün xəzinə veksellərinin ikinci bazarında çox aktiv istifadə edilir. Ümumilikdə xəzinə vekselləri likvidliyi təmin edən vəsait hesab edilir və bankın investisiya portfelində iştirak etmir. Xəzinə vekselləri digər qiymətli kağızlardan fərqli olaraq diskontla buraxılır.

Diskont olan edilmiş faiz ilə xəzinə vekselinin satış qiymətini hesablamaq olar.

$$D = \frac{M}{360} \cdot R; \quad P = S - D;$$

burada D – diskont; M – vekselin geri alınmasının başa çatmasının qalan günlərinin sayı; R – diskontun faiz dərəcəsi; P – vekselin alınması zamanı ödənilən qiymət; S – vekselin geri alınma dəyəridir.

Gəlirlərin real dərəcəsi tam il üzrə hesablanır:

$$Y = \frac{D}{P} \cdot \frac{365}{M}.$$

Qısamüddətli ödənmə qiymətli kağızlar kiçik faiz riskinə malik olur. Belə ki, onların qiyməti faiz dərəcələrinin artımı zamanı çox az aşağı düşür. Uzunmüddətli qiymətli kağızlarla iş isə tam əksinədir. Faiz norması çoxaldıqca, onların qiyməti kəskin dərəcədə aşağı düşür ki, bu da illik faizi kiçik olan qiymətli kağızların əldə olunmasını tələb edir.

Kommersiya banklarının investisiya fəaliyyətini müəyyən edən əsas faktorlardan biri gəlir əldə olunmasına tələbatın olması və öz aktivlərinin likvidliyinin təmin olunmasından ibarət olur. Məs: Amerika banklarının iş təcrübəsində qısamüddətli dövlət

kağızlarına qoyulan investisiya az gəlir gətirir, amma sıfır risklə yüksək likvidli qiymətli kağızlar hesab edilir. Banklar öz vəsaitini böyük həvəslə bələdiyyə qiymətli kağızlara qoyur. Çünki onlardan əldə edilən gəlirlərdən vergi tutulmur.

Kommersiya banklarının investisiyadan əldə edilən gəlir həcminə görə kredit üzrə faizdən əldə edilən gəlirdən sonra ikinci yer tutur.

İnvestisiya portfel: anlayışı, tərkibi, strukturu, faktorlar, funksiyaları. Əvvəlki dövrlərdə bankirlər maliyyə sənədlərini «portfel» adı almış dəri çantalarda saxlayırdılar. Müasir dövrdə maliyyə uçotu sənədləşməsi görünməyən elektron mühasibat şəbəkələrində öz əksini tapır. Belə ki, «portfel» termininin özü qorunub saxlanılmışdır. Hazırda bu termin bank aktiv və passivlərinin məcmusunu əks etdirir. Bank xidmətçilərinin əsas vəzifələri bank portfelinin bu şəkildə ifadə olunmasından ibarət olur.

Kommersiya bankları öz əməliyyatlarını daim gücləndirilmiş rəqabət şəraitində həyata keçirir. Banklar öz aralarında xarici banklar da daxil olmaqla digər bazar kontragentləri ilə rəqabət aparır. Gərgin rəqabət şəraitində kommersiya banklarının əsas funksiyası qiymətli kağızlarla bağlı investisiya fəaliyyətindən ibarətdir. Bank işində investisiya müəyyən vaxt ərzində firma və dövlət müəssisələrinin qiymətli kağızlarına qoyulan vəsaitləri ifadə edir. Kommersiya banklarının investisiyası bir sıra göstəricilərinə görə kredit ssudalarından fərqlənir. Kredit ssudaları müəyyən vaxt ərzində ssuda faizlərinin ödənilmələrinin geri qaytarılması şərti ilə kiçik bir vaxt ərzində vəsaitlərin istifadəsini nəzərdə tutur. İnvestisiya isə sürəkli müddət ərzində vəsaitlərin axımını nəzərdə tutur. Bank krediti zamanı ssuda sövdələşməsinin təşəbbüskarı kimi borc alan çıxış edir. İnvestisiya zamanı isə təşəbbüs qiymətli kağızlar bazarından aktivləri almağa can atan kommersiya banklarının üzərinə düşür.

Kredit sövdələşmələri zamanı bank başlıca kreditor kimi çıxış edir. İnvestisiya zamanı isə vəsaitlərin qiymətli kağızlara qoyuluşunun investoru kimi çıxış edir. Bank krediti birbaşa bankın borc alanla şəxsi münasibətlə bağlı olur. İnvestisiya zamanı isə qiymətli kağızların sahibi ilə heç bir şəxsi münasibət qurulmur.

Göründüyü kimi portfelin idarə olunmasının əsas məqsədi bank gəlirinin yuxarı qaldırılmasından ibarət olur. Böyük riskə malik olan bank ssudası ödəmə qabiliyyətli olmaya da bilər.

Bank portfelinin əsas funksiyaları aşağıdakılardır:

1. *İş silsiləsinin mərhələsindən asılı olmayaraq gəlirlərin stabiləşdirilməsi.* Borclar üzrə gəlir azalan zaman qiymətli kağızlar üzrə gəlir orta ola bilər;

2. *Bank ssudalarının portfeli üzrə kredit riskinin kompensasiyası.* Bank kreditləri üzrə riskin tarazlaşdırılması məqsədilə yüksək keyfiyyətli qiymətli kağızlar əldə olunub saxlanıla bilər;

3. *Coğrafi diversifikasiyanın təmin edilməsi.* Qiymətli kağızlar bank kreditlərinin obyektlərinə nisbətən digər regionlarla daha çox bağlı olur ki, bu da bank gəlirlərinin səmərəli diversifikasiyasına səbəb olur;

4. *Likvidliyin qorunması.* Belə ki, qiymətli kağızlar lazımi pulun əldə olunması üçün satıla bilər;

5. *Bankın vergi yükünün aşağı salınması;*

6. *Dövlətin, hökumətin və yerli idarəetmə orqanlarının banklarda saxladığı depozitlərin girov kimi istifadə edilməsi;*

7. *Bazar faiz dərəcələrinin dəyişməsində meydana gələn zərərin sığotra edilməsi;*

8. *Bank aktivləri portfelinin elastikliyinə təmin edilməsi.* Belə ki, investisiya qiymətli kağızları çox sayda kreditlərdən fərqli olaraq bank aktivlərinin yenidən strukturlaşdırılması zamanı sürətlə əldə oluna və satıla bilər;

9. *Bankın saxladığı yüksək keyfiyyətli riskin azaldılması* metodlarından biri diversifikasiya hesab edilir. Bank portfelində çoxlu sayda qiymətli kağız növü olur.

Bankın investisiya siyasətində diversifikasiyanın aparılması zamanı qiymətli kağızların aşağıdakı parametrlərinə diqqət yetirilməlidir: ödəniş müddətinə, coğrafi paylaşdırmaya, öhdəliyin növünə və emitentə. Nəzəri olaraq kommersiya bankları üçün ən vacib parametrlər qiymətli kağızın keyfiyyəti və ödəmə müddəti hesab edilir. Qiymətli kağızların parametrlərindən asılı olaraq bankın investisiya siyasətinin məqsədləri də müəyyən edilir.

Qiymətli kağızların keyfiyyəti ilə münasibətdə diversifikasiya məqsədi riskin minimuma endirilməsidir. Bununla bağlı olaraq qiymətli kağızın keyfiyyəti ilə münasibətdə olan diversifikasiyanın müəyyən olunması üçün emitentə aid olan bir sıra faktorların əsaslı

şəkildə öyrənilməsinə tələb edir ki, bunlar arasında ən əsası da aşağıdakı suallar üzrə informasiyanın alınmasıdır:

- şirkət nə ilə məşğul olur?
- şirkətin aksiya və digər qiymətli kağızlar üzrə gəlirlik səviyyəsi.

- qiymətli kağızın cari qiyməti.
- şirkətin ehtiyatları nə qədərdir?
- şirkətin bu günki və gələcək bazarları nə cür görsənir?
- şirkəti kim idarə edir, ona etibarlılıq nə dərəcədədir?
- şirkətin inkişaf və genişlənmə planları necədir?

Bu suallara cavabı emissiya layihələrindən və ya birja vərəqələrindən əldə etmək olar. Coğrafi paylaşdırma ilə münasibətdə diversifikasiyanın məqsədi fəaliyyət göstərdiyi ərazidə iqtisadi çətinliklərdən qorumaqdır. Xarici şöbələrə malik olan iri banklar öz portfelində kifayət qədər az dövlət qiymətli kağızları saxlayır. Bank portfelində ən çox xarici qiymətli kağızlar və şəxsi şirkətlərin istiqrazları yer tutur.

Qiymətli kağızların ödənmə müddəti ilə münasibətdə diversifikasiyanın məqsədi faiz dərəcələrinin qalxıb-enməsi ilə bağlı olan investisiya portfeli riskinin qorunmasıdır.

Bankın investisiya fəaliyyətinin gəlir və riski. Kommersiya banklarının investisiya fəaliyyətinin gəlirliyi bir sıra iqtisadi faktorlar və təşkilati şərtlərdən asılı olur ki, bunlar dövlətin stabil inkişaf edən iqtisadiyyatı, istehsal və xidmət sahəsində müxtəlif növ mülkiyyət formaları, dəqiq maliyyə-kredit sisteminin olması, qiymətli kağızların bazar infrastrukturunun olması (investisiya kompaniyaları, fondlar və.s.), investisiya sahəsində və qiymətli kağızlar bazarında yüksək ixtisaslı mütəxəssislərin və sahibkarların olması və ya hazırlanması hesab edilir.

Qiymətli kağızların ayrı-ayrı siniflərinin və növlərinin gəlirliyi investisiya portfelinin bazar qiymətindən asılı olur. O da öz növbəsində istiqrazlar və sertifikatlar üzrə dəyişiklikdən asılı olaraq tərəddüd edir. Həmçinin veksellər üzrə faizlər, aksiyalar üzrə dividend və qiymətli kağızlar bazarında bu qiymətli kağızlara olan tələb və təklifə uyğun olaraq dəyişir. İnvestisiya portfelindən gəlir aşağıdakı komponentlər üzrə yığılır:

- faiz ödəmələri şəkilində daxil olmalar;
- bank portfelində olan qiymətli kağızın kapital qiymətinin qalxmasından əldə olunan gəlir;

- investisiya xidmətləri göstərən komissiya-spred (diler əməliyyatları zamanı alış və satış kursları arasında olan fərq).

İnvestisiya üzrə isə aşağıdakı risklər mövcuddur:

- kredit riski;
- kursun dəyişmə riski;
- likvidliyin balanssızlıq riski;
- təcili geri çağırılma riski;
- iş riski.

Kredit riski qiymətli kağızlar üzrə əsas borcun və faizin ödənilməsi həyata keçirilən vaxt baş verir. Dövlət qiymətli kağızları iqtisadiyyatın stabilliyi hesabına kredit riskindən azad olunmuş hesab edilir və bu zaman dövlət kreditlər qarşısında öz bocalarını və öhdəliklərini ödəmək üçün vəsait ayırır.

Bir sıra ölkələrdə qiymətli kağızlarla olan bank investisiyaları kredit riskinə görə əsaslı surətdə nizama salınır. Emitentin qiymətli kağızlar üzrə əsas borc məbləğinin və faizin ödənilməsindən imtina etməsi spekulativ qiymətli kağızların əldə olunmasını qadağan edən nizamlayıcı normativlərin meydana gəlməsinə səbəb olmuşdur.

Banklar bir qayda olaraq investisiya səviyyəsində olan qiymətli kağızların alınması ilə kifayətlənir. Buna görə qiymətli kağızların alınması zamanı kredit riski elə də mühüm problem hesab edilmir, çünki dövlət və bələdiyyə qiymətli kağızları demək olar ki, riskdən azaddır.

Qiymətli kağızların kursunun dəyişmə riski. Yüksək faizli qiymətli kağızların faiz norması və kursu arasında olan qeyri-asılılıq ilə bağlı olan riskdir: faiz dərəcələrinin artması nəticəsində qiymətli kağızların kurs qiyməti aşağı düşür və ya əksinə. Bu da bankın investisiya şöbələri üçün böyük problemlər yaradır. Belə ki, iqtisadi konyukturanın dəyişməsi nəticəsində likvidliyin səfərbər edilməsinə ehtiyac yaranır və qiymətli kağızları zərərli satmaq lazım gəlir. Faiz dərəcələrinin artımı zamanı kreditə tələbat yaranır. Kredit verilməsi bank üçün prioritet hesab olunur ki, qiymətli kağızlar ssudaların verilməsi üçün nağd pulun alınması məqsədilə satılmışdır. Əgər bank qiymətli kağızları kredit tələbatının azaldığı və aşağı faiz dərəcələrinin olduğu bir vaxtda yüksək kurs qiyməti ilə alırsa, onda o, artan faiz dərəcəsinə və kurs qiymətlərinin aşağı düşdüyü bir vaxtda onları satmalıdır. Bankın balansında əks-kurs fərqi meydana gəlir ki, bu da gəliri azaltmış olur. Bu cür satışlar əsaslı kapital zərərinə gətirir və bu zərəri də bank vermiş ssudaların

yüksək gəlirliyi hesabına bağlamağa ümid edir.

Bir qayda olaraq qiymətli kağızların bazar qiyməti və kommersiya banklarının gəliri əks əsli olur: qiymətli kağızların qiyməti aşağı olanda gəlir artıq olur və ya əksinə. Buna görə investorlar faiz dərəcələrinin aşağı olduğu bir vaxtda qiymətli kağızı alarsa, qiymətli kağızın bazar qiymətinin aşağı düşməsi riski ilə üz-üzə gələ bilər. Faiz dərəcələri aşağı düşdükdə qiymətli kağızların bazar qiymətində artım baş verəcəkdir.

Belə ki, qiymətli kağızların faiz dərəcələrinin artmasının öz müsbət və mənfi tərəfləri vardır. Yeni investisiya vasitələri kommersiya bankına daha yüksək gəlir gətirə bilər. Amma qiymətli kağızlar üçün yüksək dərəcələrin olması həmin bankın investisiya portfelinin qiymətdən düşdüyünü bildirir. Qiymətli kağızların ayrı-ayrı növlərinin gəlirliyi faiz dərəcələrinin qalxıb-enməsi ilə əsaslandırılır. Həmçinin onların ödəniş vaxtından da əsli olur. Qiymətli kağızların ödənmə müddəti nə qədər qısa olarsa, onun bazar qiyməti bir o qədər stabil olar. Müddət nə qədər uzun olarsa, qiymətli kağızın qiyməti bir o qədər enib-qalxmaya məruz qalar.

Banklar faiz dərəcəsinə baş verən dəyişikliklərin pis nəticələrini aradan qaldırmaq üçün xüsusi strategiya hazırlayır. Məs: bu məqsədlə gerialınma müddəti proqnozlaşdırılan iş silsiləsi fazasına yerləşdirilən qiymətli kağızlar alınır.

Balansa salınmış likvidlik riski. Bu risk heç bir itki olmadan bir sıra qiymətli kağızların ödəmə vasitələrinə tez konversiya edilməsinin mümkünsüzlüyüdür. Banklar likvidliyi təmin etmək üçün iki mənbəyə malikdir: *daxili və xarici*.

Likvidliyin daxili mənbələri müəyyən növ tez realizasiya olan aktivlərlə təmsil oluna bilər. Həmçinin əlverişli bazarı olan qiymətli kağızlarda yerləşdirilə bilər. Likvidli qiymətli kağızlar hazır bazarla xarakterizə edilən investisiya alətləri sayılır. Yüksək likvidli qiymətli kağız dövlət qiymətli kağızları ola bilər. Aktivlərin idarə olunmasında likvidlik ən əsas funksiyalardan biri hesab edilir.

Yüksək dərəcədə ödəmə qabiliyyətinə, likvidliyə və bazar münasibətləri sistemində səmərəli işə təminat verməklə kommersiya bankı həmişə öz investisiya fəaliyyətinin mərkəzi problemlərindən birini həll etməlidir – bir araya gəlməyən bank əmanətçilərinin və onların aksiyalarının sahiblərinin maraqlarını təmin etməlidir. Bu uyğunsuzluq öz likvidlik tələbi və kommersiya bankının bank əməliyyatlarından istənilən gəlir əldə olunması arasında olan

qaçılmaz zidiyyətdə öz əksini tapır.

Bir tərəfdən bank daha yüksək gəlir götürməkdə maraqlı olan aksiya sahiblərinin təzyiqini həyata keçirir. Amma digər tərəfdən bu hərəkətlər bankın likvidliyini azaldır. Likvidlik və gəlirlilik arasında olan ziddiyyətin özü investisiya riskini müəyyən edir. Ona investisiya fəaliyyətində mövcud olan ümumilikdə bank likvidliyini təmin etməklə minimum zərərli gəlir əldə olunması dispersiyası kimi baxıla bilər. Kommersiya bankının rəhbərlərinin gəlir əldə olunması üçün likvidliyi qurban vermək və ya əksinə etmək. Onun bütün faktorları nəzərə alınmaqla düşüncəli şəkildə böyük və ya kiçik investisiya riskinin olmasını bildirir.

Qiymətli kağızların təcili olaraq geri çağırılma riski. İnvestisiya qiymətli kağızları emitenti olan bir çox korporasiya və bir sıra hakimiyət orqanları bu alətləri təcili olaraq geri çağırma və onların ödənmə hüququna malik olur. Bu cür çağırışlar, adətən, bazar faiz dərəcələrinin aşağı düşməsi nəticəsində baş verir, bank gəliri itirmək riski ilə rastlaşır. Belə ki, bank geri qaytarılmış vəsaitləri aşağı faiz dərəcəsi ilə yenidən investisiyaya yatırmalıdır. Banklar, adətən, geri çağırılma riskini minimuma endirməyə çalışır.

İşriski. Banklar xidmət göstərdiyi bazar iqtisadiyyatında satış həcmnin, müflüsləşmə və işsizlik səviyyəsinin tənəzzülə uğraması ilə müşahidə olunur. Bu əlverişsiz şərait *iş riski* adlandırılır. Onlar öz əksini bank kredit portfelində tapır. Belə ki, iş riskinin mümkünlüyü kifayət qədər yüksəkdir. Bir çox banklar kredit riski portfelinin təsirini kompensasiya etmək üçün öz qiymətli kağızlarının portfelinə arxalanır. Bu, əsasən bankın almış olduğu qiymətli kağızlarının balansının kredit bazarından kənarda olması ilə bağlı olur.

Kommersiya bankının investisiya siyasəti. İnvestisiya riski qiymətli kağızlarla aktiv əməliyyatlara əsaslanan gəlirliyin və ümumilikdə bank likvidliyinin təmin olunmasına istiqamətlənmiş risk dərəcəsi ilə ölçülən kommersiya banklarının fəaliyyət növüdür. Kommersiya banklarının investisiya siyasətinin həyata keçirilməsinin dünya təcrübəsində əsas istiqaməti, vəzifələri, faktorları, strategiyası və taktikasına əsaslanaraq investisiyanın qızıl qanununu işləyib hazırlamışdılar ki, bu da aşağıdakı kimidir: qiymətli kağızlara qoyulmuşdan gəlir həmişə risklə düz proporsionaldır. Hansı ki, investor da istənilən gəliri əldə etmək üçün buna getməyə həmişə hazır olur. Bankın investisiya siyasətini

müəyyən edən əsas faktorlar – gəlir əldə edilməsi, likvidliyin təmin edilməsi və gəlir əldə etmək üçün likvidliyi qurban verməyə hazır olmaq və ya əksinə. Bu da bankın böyük və ya kiçik investisiya riskinə getməsinə bildirir. Bu da kommersiya bankının konkret investisiya siyasətinin realizasiyasını müəyyən edir.

Bankın yuxarı idarəetmə və direktorlar şurası investisiya siyasətinin keçirilməsi üçün məsuliyyət daşıyırlar. Bir qayda olaraq yazılı sənəd hazırlanmalıdır. Bu sənəddə aşağıdakı qeydlər edilir:

- siyasətin əsas istiqamətləri;
- siyasətin həyata keçirilməsinə məsul olan şəxs;
- investisiya portfelinin tərkibi;
- əlverişli qiymətli kağızlar;
- qiymətli kağızların keyfiyyəti və portfelin diversifikasiyası;
- qiymətli kağızların təminatı kimi istifadə olunan qaydaları;
- qiymətli kağızların seyfə saxlanılma şərtləri;
- alış və ya satışı zamanı qiymətli kağızların təchiz edilmə

qaydası;

- kompüter proqramları;
- kurs uduşları və itirmələrinin uçotu;
- qiymətli kağızlarla həyata keçirilən «svop» əməliyyatların üstünlükləri;
- qiymətli kağızlarla həyata keçirilən ticarət qaydaları;
- emitentin ödəmə qabiliyyəti haqqında material arxivinin

aparılması.

Dünya praktikasında bankın investisiya strategiyasının iki növü vardır : *passiv*(gözləmə) və *agressiv* (bazar imkanlarından maksimum istifadə etməyə yönəldilmiş).

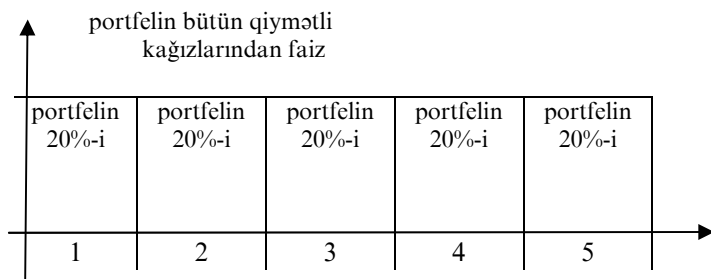
Passiv strategiya. Bu strategiyadan kommersiya banklarının rəşional investisiya realizasiyası zamanı çox vaxt qiymətli kağızların ödənmə müddətinin müəyyən strukturunda istifadə edilir ki, bu da qiymətli kağızların pilləlilik strukturu adlanır.

Pilləlilik siyasəti və ya bərabər paylaşdırma. İnvestisiya vəziyyəti probleminə yanaşmanın əsasən maliyyə institutları arasında ön geniş yayılanı maksimal əlverişli müddət seçilməsidir. Bu strategiya investisiyadan alınan gəliri maksimuma çatdırır. Amma gəlirin bu və ya digər dərəcədə əylməsinin qarşısını alır. Bu cür yanaşma bir qayda olaraq investisiya elastikliyinə malik olur. Belə ki, bir sıra qiymətli kağızlar hər zaman nağd pulla ödənilir.

Banklar qiymətli kağızlara investisiya vəsaitlərini elə

yatırırlar ki, investisiya portfelinin bir hissəsinin ödənmə müddəti qurtarmış olur. İnvestisiya portfelində olan qiymətli kağızların ödənmə müddətindəki pilləlik nəticəsində vəsaitlər ödənmə müddətinin qurtarmasından azad olduqdan sonra daha uzunmüddətli yeni qiymətli kağızlara reinvestisiya edə bilər. Təcrübə zamanı kommersiya bankları çox zaman göstərilən yanaşmanın formasını dəyişir və əgər onların faiz dərəcəsidəki proqnozu gəlir götürməyə işarə verirsə onda bu zaman ödənmə müddətinə dəyişiklik edilir – ya gəlir əldə etmək ya da zərərdən yayınmaq imkanı yaranır. Bu siyasətə misal olaraq investisiyanın müxtəlif müddətli qiymətli kağızlar arasında bərabər şəkildə bölünməsinə misal göstərmək olar (pilləkən metodu). «Pilləkən metodu» bankın investisiya imkanları hüdudunda müxtəlif müddətli qiymətli kağızların alınmasına əsaslanır. Bu zaman portfel qiymətli kağızların müddəti ilə uyğun olaraq bərabər şəkildə paylaşdırılır. Praktikada bu strategiya asan idarə edilir. Belə ki, bir qiymətli kağızın müddəti qurtardıqdan sonra vəsait avtomatik olaraq daha gec ödənmə müddəti olan qiymətli kağıza yatırılır. Bu metodun istifadə edilməsində bank investisiya hesabı üzrə aktiv minimuma endirir və bank öz portfelindən orta gəlirlik normasını əldə etmiş olur. «Pilləkən»in qrafik metodunu aşağıdakı şəkildə təsvir etmək olar:

Sxem 4.1.

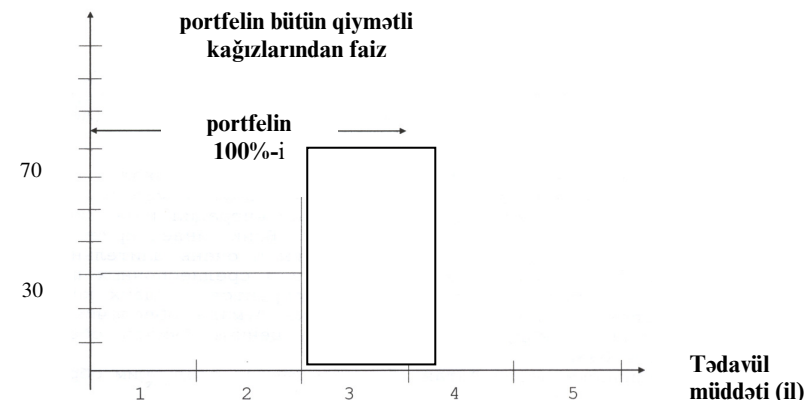


Qısamüddətli aksent siyasəti. Kommersiya bankları arasında geniş yayılmış digər strategiya yalnız qısamüddətli qiymətli kağızların alınması və bütün investisiyalarının qısa vaxt çərçivəsi arasında yerləşdirilməsindən ibarət olur. Bu yanaşma investisiya portfelinə gəlir əldə etməkdən də çox bir likvidlik mənbəyi kimi

baxır.

Qısamüddətli aksent siyasətini aşağıdakı qrafik kimi təsvir etmək olar.

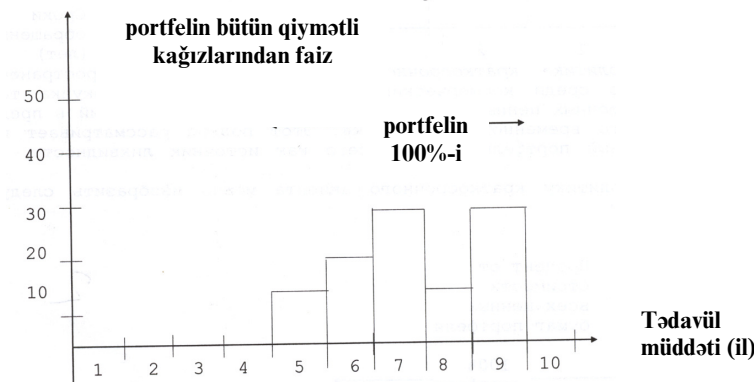
Sxem 4.2.



Uzunmüddətli aksent siyasəti. Burada investisiyanın rolu gəlir mənbəyi kimi qeyd edilir. Bu strategiyayı tutan bank ödənmə müddəti müxtəlif olan bir neçə illik diapazonla istiqrazlara investisiya qoymaq istiqamətini qəbul edə bilər.

Uzunmüddətli aksent siyasətinin qrafiki interpretasiyası aşağıdakı kimidir.

Sxem 4.3.



İnvestisiya zamanı qısamüddətli və uzunmüddətli yanaşma-

ların birləşməsi «ştanq» strategiyasını təşkil edir. Digər metodlar passiv strategiya adlandırılır. Bank vəsaitnin çox hissəsini ən qısa və ən uzunmüddətli kağızlara qoyur və yalnız portfelin çox az bir hissəsini ortamüddətli qiymətli kağızlar təşkil edir. Beləliklə də, investor iki vaxt spektri arasında olur. Bu zaman uzunmüddətli qiymətli kağızlar banka yüksək gəlir gətirir. Qısamüddətli qiymətli kağızlar bankın likvidliyini təmin edir.

Agressiv strategiya. Bu tip siyasəti böyük investisiya portfelinə sahib olan və bu portfeldən maksimal dərəcədə qazanc əldə etmək istəyən iri banklar təqib edir. Bu metod kifayət qədər vəsait tələb edir ki, bu zaman qiymətli kağızlar bazarının və ümumilikdə iqtisadiyyatın qiymətləndirilməsi və proqnozlaşdırılmasına böyük ehtiyac yaranır.

Aktiv siyasət metodları siyahısına qiymətli kağızların gəlirlik əyrisindən monopulyasiya edilməsinə əsaslanan «svop» əməliyyatları aid edilir.

Qiymətli kağızların gəlirlik əyrisi. Bu bank tərəfindən müəyyən növə malik olan qiymətli kağızların alınma və ödənmə müddətinə qədər olan gəlirlərin hərəkət qrafikidir. Bunlar yalnız öz aralarında ödənmə müddəinə görə fərqlənir. Qiymətli kağızlar üzrə gəlirlik əyrisi həmişə dəyişikliyə məruz qalır. Qiymətli kağızların gəlirliyi dəyişdirilir. Əyri qrafiklər müəyyən vaxt ərzində müəyyən növ qiymətli kağızların qiymətinin və gəlirliyin proqnozlaşdırılmasını təsvir edir.

Gəlir əyrisini müəyyən edən monopulyasiya gələcəkdə bazar faiz dərəcələrindəki dəyişikliklərin bankın maraqlarına uyğun olaraq istifadə edilməsinə istiqamətləndirməlidir. Bank mütəxəssisləri pul bazarının vəziyyətini proqnozlaşdırır və buna uyğun olaraq qiymətli kağızlar portfelini korrektə edir.

Uzunmüddətli faiz dərəcələri qısamüddətli faiz dərəcələrini üstələyirsə, gəlirlik əyrisi müsbət meyilli (artan) olur. Qısamüddətli faiz dərəcələri uzunmüddətli faiz dərəcələrindən yüksək olarsa, gəlirlik əyrisi mənfi meyilli (azalan) olur. Gəlirlik əyrisi gələcək faiz dərəcələrinin proqnozlaşdırılmasına imkan verir.

«Svop» əməliyyatları metodunun faiz dərəcələrində gözlənilməsinin əsas səbəbi istiqrazların digər istiqrazlara dəyişdirilməsindən ibarət olur. Bu cür əməliyyatları həyata keçirmək üçün qiymətli kağız ticarəti üzrə xüsusi lisenziyaya sahib olmaq lazımdır. «Svop» un növlərindən biri aşağı gəlirli istiqraz kuponlarının yüksək gəlirli kuponlara dəyişdirilməsindən ibarət

olur. Bu zaman gəlir həm faiz ödənişlərindən, həm də satış və alış kurslarının fərqiindən nəzərdə tutulur. «Svop»un digər növü istiqrazın müxtəlif risklərlə dəyişdirilməsidir. Bu növ əməliyyatların həyata keçirilməsi üçün bazarda qeyri-normal aşağı və yaxud qeyri-normal yuxarı faiz dərəcələrinin olması tələb olunur. Bank aşağı faiz dərəcələrinə görə yenidən qiymətləndirilən qiymətli kağızları satacaq və yaxud yüksək faiz dərəcələrini qiymətləndirməyən qiymətli kağızları alacaq, daha sonra bazar tərəfindən düzgün qiymətləndirilən qiymətli kağızları alacaq. Bazarda bərabərlik yaratdıqda isə bank əks alışı (satışları) həyata keçirəcək və gəlir əldə edəcək.

Kommersiya bankları investisiya siyasətinin işlənilib hazırlanması və həyata keçirilməsi üçün müxtəlif investisiya proqramlarından, baş işçilərdən ibarət xüsusi investisiya şöbəsinə malik olmalıdır. Bu cür mütəxəssislər öz növbəsində sərbəstliyi bacarmalıdırlar. Kommersiya bankının idarəetmə strukturunda investisiya şöbəsi tabeçilik xarakteri daşıyır. Bir qayda olaraq üstünlük kredit və ilkin ehtiyat şöbəsinə verilir. İqtisadi şəraitin dəyişməsinə uyğun olaraq kommersiya banklarının investisiya siyasətində dəyişiklik olur. Bankın investisiya siyasəti də bir qayda olaraq həmişə dövlətin nəzarəti altında olur və qanuna müvafiq olaraq tənzimlənir.

4.8. Гиймятли кабызлар базарынын инвестисийа имканларынын фундаментал вя техники тящлил

Fundamental təhlil

Birja kurslarının müəyyən edilməsində birbaşa və ya dolayısı ilə ona təsir edən müxtəlif amilləri və ya tez-tez baş verən gözlənilməz dəyişiklikləri necə təhlil etməliyəlik sualına cavab vermək üçün beynəlxalq fond bazarlarının nəzəriyyə və təcrübəsi əsasında hazırlanan metod və təhlillərdən istifadə etmək olar.

İnvestisiya fond alətlərinin qiymətləndirilməsində iki metod vardır:

1) bazar konyukturaları baxımından kurs dinamikasının izlənilməsi;

2) emitentin fəaliyyət göstərdiyi sahədə onun maliyyə vəziyyətini öyrənməklə qiymətli kağıza investisiya xarakteristikasının

verilməsi.

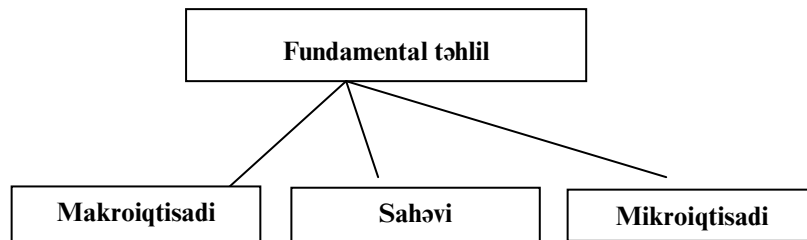
Beləliklə də, fond bazarının təhlil edilməsində iki cərəyan meydana gəlmişdir. Birinci cərəyanın tərəfdarları fundamental təhlil məktəbini yaratmış, ikinci cərəyanın tərəfdarları isə texniki təhlil məktəbini yaratdılar.

Fundamental təhlil emitentin qiymətləndirilməsinə əsaslanır: yəni onun gəlirlərini, bazardakı yerini, şirkətin aktiv və passivlərini və emitentin bütün növ fəaliyyətini xarakterizə edən digər göstəricilər. Balanslar, mənfəət və zərəri əks etdirən hesabatlar, şirkət tərəfindən nəşr olunan digər sənədlər təhlil bazasının əsasını təşkil edir. Burada həmçinin sahələrin artım tempini, aktivlərin rentabelliğini, istehsal və maliyyə vasitələrinin səviyyəsini və digər göstəriciləri qeyd etmək olar. Bundan başqa şirkətin idarə olunma praktikası və idarəetmə orqanının tərkibi də öyrənilir. Təhlil zamanı həmçinin, şirkətin alıcı və satıcı kimi iştirak etdiyi bazarlar da araşdırılır. Adətən, bu çox saylı və ciddi araşdırmalar aşağıdakı nəticələrə gətirib çıxarır: şirkətin qiymətli kağızlarının qiyməti ilə onun aktivlərinin real qiymətini tutuşdurduqda artım və ya azalma meylini və gələcək gəlirlərin proqnozunu vermək olar.

Beləliklə də, fundamental təhlilin köməkliyi ilə gəlirlər barəsində proqnoz vermək olur ki, bu da nəticə etibarlı ilə aksiyanın gələcək qiymətinə də təsir edə bilər.

Struktur baxımından fundamental təhlili aşağıdakı kimi təsvir etmək olar:

Sxem 4.4.



Makroiqtisadi fundamental təhlil. Ölkənin ümumi iqtisadiyyatını və onun mühüm sahələri olan sənaye, kənd təsərrüfatı, tikinti sahələrini xarakterizə edən ümumi tendensiyaaların üzə çıxarılması məqsədini daşıyır. Haqqında danışdığımız təhlil aşağıdakı kimi qruplaşdırmaq olar:

- ÜDM, istehsal və xidmət;
- əmək bazarı, gəlirlilik və məşğulluq;
- tədiyə balansı ;
- pul sferası və pul kredit siyasəti, valyuta kursu;
- maliyyə siyasəti, büdcə və vergi siyasəti;
- inflyasiya səviyyəsi;
- fond bazarının vəziyyəti.

ÜDM, istehsal və xidmət. İstehsal və xidmətin ümumi göstəricisi ÜDM –un əsas tərkib hissəsi hesab edilir. Onun dinamikası ümumi iqtisadi təmayül tendensiyaasının və biznes silsiləsinin mərhələsini göstərir. ÜDM-un artımı ümumilikdə ölkədəki investisiya mühitinin yaxşılaşdığını xarakterizə edir və xarici sərmayənin cəlb olunmasında stimül olur.

Əmək bazarı, gəlirlilik və məşğulluq. Əmək bazarının təhlil edilməsi real sektorda fəaliyyət göstərən investor üçün xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Bu sahədə ən aktual mövzular aşağıdakılardır:

- sahə nöqtəyi-nəzərindən əmək haqqının səviyyəsi;
- adambaşına düşən gəlirlilik səviyyəsi;
- əhalinin pul gəlirlərinin istifadə olunduğu sahələr;
- işsizliyin səviyyəsi və dinamikası.

Əmək haqqı xərcləri. Bu xərclər əmtəənin maya dəyərinin bir elementidir. İnvestisiya layihəsinin hesabatını apararkən investor məhsulun istehsalı üçün çəkiləcək xərcləri nəzərə alaraq kapitalını yatıracaq yeri seçir. Əmək haqqı xərcləri, adətən, bütün xərclərin yarısından çoxunu təşkil edir. Buna görə də, əmək haqqı xərclərinin sahələr və regionlar üzrə hesabatının aparılması investisiya təhlili üçün böyük əhəmiyyət kəsb edir. Bütün bunları nəzərə alan investor çətin satılan və bahalı əmtəələrin istehsalı üçün investisiya yatırıqda, o, əhalinin alıcılıq qabiliyyətini mütləq qiymətləndirməlidir. Bu məqsədlə də investor aylıq adambaşına düşən gəliri təhlil etməlidir. Bu informasiyadan istifadə etməklə bazarda bu növ malların istehsalının həcmi müəyyən etmək olar.

Əhalinin gəlirlərindən başqa burada əhalinin xərcləri ilə də maraqlanmaq lazımdır. Onların strukturu əhalinin öz vəsaitlərini hansı istiqamətdə istifadə etməsi barədə investora vacib məlumat verir. Məs. Qonşu Rusiyada əhalinin yığımı çox aşağıdır, lakin istehlak yönü mal və xidmət xərcləri üstünlük təşkil edir. Azərbaycanda isə əhalinin yığımı daha çox ləl-cavahirət, daşınmaz əmlakla doğru olur.

Tədiyə balansı. Müəyyən dövlət və digər dövlətlər arasında pul axımını xarakterizə edən statistik hesabatdır. O, xaricdən nə qədər pul vəsaiti alındığı və digər dövlətə nə qədər pul vəsaiti ödəndiyini göstərir. Tədiyə balansının əsas elementləri cari əməliyyatlar üzrə hesabat (cari hesabat), kapital əməliyyatlar üzrə hesabat, maliyyə hesabatlarından ibarətdir. Cari hesabat idxal-ixrac axımını, xaricdən alınan və xaricə ödənilən kapital və əmək xidmətindən daxil olan gəlirləri əks etdirir.

Kapital əməliyyatlarının hesabı isə kapital transferti əməliyyatlarını əks etdirir. Finans hesabı rezidentlərin qeyri-rezidentlərə maliyyə tələbi əməliyyatları və rezidentlərin qeyri-rezidentlər qarşısında olan öhdəlikləridir. Aktivlər və öhdəliklər 4 qrup üzrə təsnif edilir: birbaşa investisiya, portfel investisiyası, müxtəlif investisiyalar və ehtiyat aktivlər.

İnvestisiya təhlilinin həyata keçirilməsində ilk öncə tədiyə balansının aşağıdakı mövqeləri maraq kəsb edir: cari əməliyyatların saldosu, xalis investisiya gəliri, ölkədə və ya xaricdə olan birbaşa və ya portfel investisiya, həmçinin digər investisiyaların strukturu və dinamikası. Bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, xarici investisiya yalnız onun səmərəli istifadə olunan zaman tədiyə balansına müsbət təsir göstərir. Səmərəli istifadə yalnız əmtəə və xidmət sahəsində ixrac artıb, idxal isə azalmağa doğru gedəndə olur. Belə ki, portfel investisiyası köhnə borcların yenidən maliyyələşdirilməsi üçün istifadə edildiyindən onların artırılması gec-tez maliyyə iflasına gətirib çıxarır.

Pul sferası və pul kredit siyasəti. Pul sferasının vəziyyəti şübhəsiz olaraq investisiya abı-havasına öz təsirini göstərir. Bu, ilk öncə onun nominal faiz taarifinə təsir etməsi ilə bağlıdır. Yüksək faiz dərəcələri uzunmüddətli investisiya layihələrinə mənfi təsir göstərir.

Makroiqtisadi fundamental təhlil zamanı pul sferasının göstəriciləri arasında aşağıdakılara diqqət yetirmək lazımdır:

- pul sferasının balansı və tədaviyə gələn pul həcmi;
- iqtisadiyyatın pulla dolğunluğu;
- qızıl valyuta ehtiyatının vəziyyəti və onun pul bazası ilə qarşılıqlı münasibəti;
- valyuta kursu.

Maliyyə siyasəti, büdcə və vergi. İnvestisiya təhlili zamanı investor həmçinin, büdcə göstəricilərinin investisiya mühitinin

göstəricilərinə nə cür təsir etdiyini də araşdırmalıdır:

- ÜDM-in faizində büdcə kəsiri;
- dövlət borclarının ödənilməsi ilə büdcə gəlirlərinin münasibəti;
- keçən ilki dövr ilə müqayisədə vergi ödənişlərindəki artım tempi;
- istehsalçılarla əhəlinin ödədiyi vergi arasındakı qarşılıqlı münasibət.

Fond bazarı. Belə ki, maliyyə investorlarının fəaliyyəti, adətən, fond bazarlarında gedir, məhz elə çox hallarda da bu bazarda reallaşdırılır. Fond bazarının həcmi bilavasitə olaraq maliyyə aktivlərinin dəyərinə təsir göstərir. Bazar vəziyyətini təhlil etdikdə fond indeksləri barədə olan məlumatlardan istifadə etmək olar.

Sahəvi təhlil. Sahəvi fundamental təhlil sahələrin investisiya cazibədarlığını qiymətləndirir. İnvestisiya cazibədarlığını bir sıra parametrlərlə xarakterizə etmək olar ki, bunlardan da ən vacibi aşağıdakılardır:

- istehsal həcmi tempinin artırılması;
- sahələrdə istifadə olunan istehsal faktura qiymətlərinin artım tempi;
- istehsalın və aktivlərin gəlirliyi;
- kapital dövriyyəsinin sürəti;
- istehsal və maliyyə vasitələrinin səviyyəsi.

İstehsal həcmi artım tempinin təhlili məhsulun alışı və bazarın genişlənmə perspektivlərinin başa düşülməsində mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Bir şeyi də qeyd etmək lazımdır ki, həmişə makroiqtisadi təhlil sahəvi təhlildən əvvəl aparılmalıdır.

Belə ki, yuxarıda söylənilərdən başqa elə dövrü sahələr də vardır ki, onlar ümumi iqtisadi konyuktura ilə inkişaf edir.

Dövrü sahələrə aşağıdakılar aid edilir və onlar:

- avtomobil sənayesi – iqtisadi konyukturanın inkişafını qabaqlayır. Onun inkişafı əsasən faizlərin hərəkətindən, alıcılıq qabiliyyətinin dinamikasından və dolların kursundan asılı olur;
- kimya sənayesi – burada silsilə demək olar ki, konyuktura ilə paralel hərəkət edir. Bu sahədə nəinki, milli valyuta kursu, həmçinin dollar kursunun güclü ixrac meyilləri də mühüm rol oynayır;
- enerji sənayesi – bu sahə azacıq olaraq iqtisadi silsilədən

geri qaldığından daha aşağı silsilə amplituduna malikdir. Əsasən ona innovasiya və bazarın inkişafı təsir göstərir;

- maşınqayırma sənayesi – ümumi iqtisadi inkişafın ardından inkişaf edən sahədir və əsasən də valyuta və investisiyaya təsir edən faiz dərəcələrindən asılıdır;

- tikinti sənayesi – geri qalan sahədir ki, əsasən də faiz dərəcələrinin hərəkətinə və dövlət hakimiyyət orqanlarının investisiya siyasətinə reaksiya verir;

- əmtəə malları sənayesi və toxuculuq sənayesi – öncül sahələrdir. Bu sahələr daha çox fərdlərin tələbatından asılı olduğundan, əhalinin gəlirləri onların səviyyəsinə mühüm təsir göstərir. Bundan başqa burada həmçinin, xammalın qiyməti və inflyasiyanın səviyyəsi də mühüm rol oynayır;

- banklar və sığorta firmaları – bu maliyyə sahəsi ümumi konyukturanı qabaqlamağına baxmayaraq faiz dərəcələrinin hərəkətindən asılı olur.

Beləliklə də, sahələr konyukturadan asılı olaraq qabaqlama, paralel və yaxud geri qalmalarla inkişaf edir ki, bu da onların aksiya kurslarının hərəkətinə təsir göstərir. Birja kurslarının hərəkət etməsi üçün sahəvi gəlirdən başqa iki göstəricidən (sahəvi sifarişlərin daxil olması və sənaye istehsalının həcmi) istifadə edilir ki, bunlar da öz növbəsində investora qabaqcadan investisiya mövzusunda qərar verməyə imkan verir. Onlar gözlənilən əmtəə dövriyyəsinin dinamikasını və müvafiq sahələrin gəlirliyini özündə əks etdirir.

Gəlir dinamikası aksiya kurslarının hərəkətinə təsir göstərən ən mühüm faktorlardan biridir. Göstərilən indikatorlardan başqa valyuta kurslarının, xüsusilə də dolların enib-qalxmasından, həmçinin də sahənin ixracatçı və yaxud idxalatçı olub-olmamasından da asılı olur.

Mikroiqtisadi təhlil – (və yaxud ayrı-ayrı müəssisələrin təhlili). Bu şirkətin gələcək gəlirlərinin dinamikasının tədqiqatıdır. Bu zaman ilk öncə əmtəə dövriyyəsinin dinamikası və yaxud xərclərdən sonra yerdə qalan gəlir dinamikası, həmçinin də müəssisənin öz şəxsi və borc vəsaitlərinin təmin olunması məsələsindəki maliyyə məsələləri geniş yer tapır. Lazım olan sənədlər firmanın işlərinin, mənfəət və zərər barədə olan hesabatlarından götürülür. Göstəricilərin ümumiləşdirilməsi və təhlili əsasında lazımı nəticələr çıxarılır, həmçinin rəqəbat bazarında ayrı-ayrı aksiyaların qiymətləndirilməsi barədə nəticələr çıxarırlar. Hər bir təhlil

müəssisənin keçən ilki rəqəmlərinin işlənilib-hazırlanması ilə başlayır ki, bu da şirkətin struktur və ya strategiyasında hansısa bir əhəmiyyətli işin baş verdiyini müəyyən etmək üçündür. Bu zaman maliyyə tərəfini də unutmamaq lazımdır. Ən yaxşı məlumatı balansdan və yaxud mənfəət və zərəri əks etdirən hesabatlardan götürmək olar. Mikroiqtisadi təhlil zamanı müəssisələrin gəlirliyi müəyyən edilir. Belə ki, şirkətin gəlirləri ilə aksiyalarının hərəkət kursu arasında sıx əlaqələr olduğundan analitiklər üçün şirkətin gələcəkdə bazarda hansı mövqə tutması böyük əhəmiyyət kəsb edir. Gəlirlik proqnozu onun bazar mövqeyi əsasında müəyyənləşdirilir. Burada əsasən aksiyanın qiymətinin qalxıb-enməsi ilə empirik əlaqədə olan göstəricilər, həmçinin də mütəxəssis analitiklərin üstünlük verdiyi balans göstəriciləri, kursa aid olan göstəricilər göstəricilər, aksiyaya aid olan göstəricilər böyük maraq kəsb edir.

Balans göstəriciləri nağd pul axımının dövriyyəsi və xalis nəticə hesab olunur. Aksiyaya aid olan göstəricilər bir aksiya üçün nəzərdə tutulur. Öz növbəsində bir aksiya üzrə dividend, bir aksiya üzrə cashflow²⁸ (cashflow –nağd pul axını) və ya bir aksiya üzrə nəticə. Kursu aid olan göstəricilərin hesabatı aksiyanın kursuna müvafiq təsir göstərir. Bu cür göstəricilər faktiki dividend gəlir, «kurs/gəlir» (KGV) və ya «kurs/ cashflow» (KCV) nisbətləri hesab edilir. Analitik göstərici olan «kurs/gəlir» nisbəti ucuzlaşdırılmış aksiyanın qiymətini qiyməti qaldırılmış aksiyadan fərqləndirmək üçün istifadə edilir. «Kurs/gəlir» nisbəti aksiyaya son olaraq nə qədər pul ödənildiyini göstərir. Bu göstəricilərə baxıldıqdan sonra həmin göstəricilər həmin sahədə fəaliyyət göstərən digər şirkətin eyni göstəriciləri və ya bütün bazardakı «kurs/gəlir» orta nisbəti tutuşdurulur. Bu bizə nisbətən «ucuz» aksiyaları nisbətən «baha» aksiyalardan ayırmağa imkan verir. Kurs göstəricisi olan «kurs/ cashflow» (KCV) həqiqi aksiya kursu əsasında hesab edilir, şirkətin bir aksiya üçün nəzərdə tutulmuş cashflow-ya bölünməsidir.

Aksiyanın nisbətən «ucuz» və «baha» bölünməsi hər iki - həm «KGV» həm də «KCV» üçün vacib amildir. Göstəricilərin müqayisə edilməsi bir-birilə əlaqədə olana kimi məqsədəuyğun hesab edilir. Buna görə də şirkətin KCV və KGV göstəricilərinin müqayisə edilməsi yalnız sahə çərçivəsində qəbul edilir. Bunun əsas səbəbi sahələrin kapital tutumlu və əmək tutumlu olmasıdır. Burada

²⁸ **Cashflow** – şirkətə nağd daxil olmalarla nağd çıxışın arındakı fərkdir. Yəni şirkətin cari öhdəliklərinin yerinə yetirilmə qabiliyyətini göstərir.

cashflow- dan fərqlər çıxır ki, bu da öz növbəsində KCV göstəricisini dəyişdirir. Bunula bağlı əməltutumlu sahələr bank, tikinti sənayesi və ya avtomobilqayırma sənayesi sahələri bir qayda olaraq cüzi cashflow - ya malik olduğuna görə daha yüksək KCV təhlil göstəricilərinə malik olur. Kapital tutumlu sahələr (enegetika və maşınqayırma sənayesi) yüksək amortizasiya çıxımları nəticəsində yüksək cashflow - ya və daha az KCV əmsalına malik olur. (cədvəl 1). KCV əmsalı həmçinin, öz aksiyalarını birjaya çıxartmaq istəyən şirkətin qiymətləndirilməsinə xidmət edir. Aksiya almaq istəyən investor həm KGV, həm də KCV əmsalından istifadə etməlidir. Faktiki dividend gəliri isə hər aksiya üzrə ödənilən dividendin həcmi göstərir. Belə ki, dividend gəliri aksiyanın qiymətləndirilməsində asılı rol oynayır. Faktiki dividend böyük əhəmiyyət kəsb etmədiyinə görə dolayısı ilə nəzərə alınır.

Fundamental təhlil aksiyaların müasir təhlilində mühüm yer tutur və aksiyanın qiymətinin qalxıb-enməsinin qiymətləndirilməsi zamanı mühüm qərarların çıxarılmasına kömək edir. Belə ki, birjadakı hadisələrin hamısını onun köməkliyi ilə izah etmək və proqnozlaşdırmaq olmaz. Bu məsələ ilə yalnız digər texniki təhlil məktəbi məşğul olur.

Cədvəl 4.1

Göstərici	Formula	Göstəriş
Borc əmsalı	$\frac{\text{Cəlb olunan kapital}}{\text{Şəxsi kapital}}$	Cəlb olunan kapitalın həcmi
Balans qiyməti	$\frac{\text{Şəxsi kapital} \times \text{Nominal qiymət}}{\text{Abunə kapital}}$	Bir aksiya üzrə şəxsi kapitalın həcmi
Bir aksiya üzrə gəlir	$\frac{\text{Düzəldilmiş nəticə}}{\text{Aksiyaların sayı}}$	Bir aksiyanın cəmləşdirilmiş nəticəsinin həcmi
«kurs/gəlir» nisbəti	$\frac{\text{Birja kursu}}{\text{Bir aksiya üzrə gəlir}}$	Bütün il ərzində nə qədər gəlir əldə etmək lazımdır ki, qiymət bu günkü qiymətə bərabər olsun
«kurs/ cashflow» nisbəti	$\frac{\text{Birja kursu}}{\text{Bir aksiya üzrə cashflow}}$	Aksiyaların hesablanması zamanı cashflow əmsalının aksiya kursunda əks olunması

Faktiki dividend gəlir	$\frac{\text{Dividend} \times 100}{\text{Birja kursu}}$	Birja kursu ilə müqayisədə dividendin həcmi
------------------------	---	---

Texniki təhlil

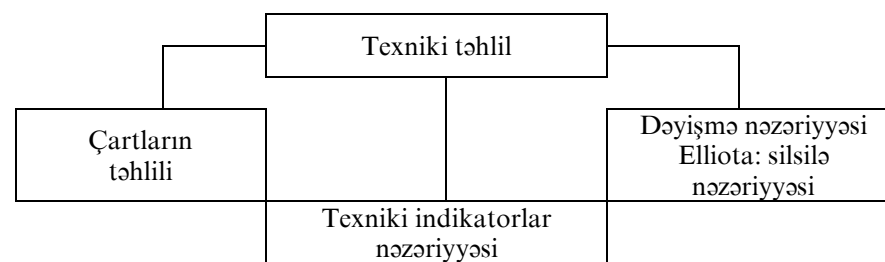
Bazarın texniki və ya daxili təhlili qiymət dəyişikliyinə daha da hərtərəfli öyrənilməsində istifadə edilir. Daxili ona görə adlanır ki, burada yalnız qiymətlərin qalxıb-enməsi qrafiki və heç bir faktorlar nəzərə alınmadan keçmiş dövrdən hazırkı zamana qədər həcmi hesablanır.

Aksiya bazarının texniki təhlili aksiyanın kurs tendensiyasının istiqamətinin göstərilməsinə əsaslanır. Bu prinsipial ilkin şərait keçmiş dövrlərin göstəricilərinə əsaslanaraq gələcək kurslar barədə proqnozlar verməyə imkan verir.

Tarixi klassik texniki təhlil aşağıdakı qaydada inkişaf etməyə başlamışdır. İlk əvvəl kompüter texnikası olmayanda heç kim riyazi metodlarla qiymət dinamikası təhlilindən istifadə etməyə çalışmırdı. Treyderlər əli ilə yalnız loqorifm xətkəşlərindən istifadə edərək qrafiklər çəkirdilər ki, bu da yalnız düzxəttlər olurdu. Daha sonra bu xətt ilə qiymət qrafikasının qarşılıqlı əlaqəsinin qanunauyğunluğu tapılmışdır. Daha sonra düzxəttlə trend xətlərindən əl çəkmək zəruriyyəti yarandı və treyderlər əl ilə orta qiyməti hesablamağa başladılar ki, bu da sonrakı təhlillərdə uğurla istifadə olunmağa başladı.

Kompüter texnikası çıxdıqdan sonra isə bazarın ossilyator təhlili metodundan istifadə olunmağa başlandı ki, bunun da əsası hələ kompüter meydana gəlməmişdən qoyulmuşdur.

Bazarın texniki təhlil strukturu aşağıdakı kimidir:



Texniki təhlil tələb və təklifin effektivliyini, qiymət dəyişikliyinə öyrənir. Onu çox vaxt çartizim (ingiliscə chart–qrafik)

adlandırırlar ki, bu da açıq mövqelərin həcmi əks etdirən göstəricilərin və müxtəlif faktorların öyrənilməsi zamanı diaqramların, qrafiklərin tərtib olunmasından ibarət olur.

Mütəxəssislərin söylədiyi kimi təhlil zamanı aşağıdakıları müəyyən etmək olar:

- qiymət proqnozunu demək: mütəxəssislər qiymət dəyişikliyinə proqnozunu həm fundamental həm də qrafik və diaqramların köməyiylə edə bilirlər;

- vaxtı müəyyən etmək: mövqelərin açılıb və bağlanması zamanı dəqiq müəyyən edilməsi zamanı fundamental təhlildənsə qrafik təhlil daha səmərəli olur;

- əsas indikatorun üzə çıxarılması: əgər bazar fəaliyyəti ona qarşı olan təsirləri kənarlaşdırarsa, onda bu zaman qiymətlərin qalxıb-enməsinə bazarın əsas indikatoru kimi baxa bilərik. Qiymətlərin qalxıb-enməsi trend təhlilinin əsasını təşkil edir və bütün texniki təhlilin təməli kimi hesab olunur.

Trend qiymətlərin yuxarı və yaxud aşağı hərəkət etməsinin müəyyən edilməsidir.

Üç növ trend vardır:

- «*öküz*» *trendi* – qiymətlər yuxarı hərəkət edir;
- «*ayı*» *trendi* – qiymətlər aşağı düşür;
- «*köndələn*» – qiymətlər nə yuxarı, nə də aşağı hərəkət edir, bu hərəkəti «flat» (flat, daha doğrusu «whipsaw») adlandırırlar. Əminliklə söyləmək olar ki, uzun «flat» bazarda qiymət fırtınasının müjdəçisinə çevrilir.

Bir qayda olaraq qiymətlər xətti olaraq yuxarı və ya aşağı hərəkət edir. «*Öküz*» trendində qiymətlər sürətlə artır, «*ayı*» trendində isə sürətlə azalır.

Trend xətlər (trend lines) – bu bazarın uzun müddətli maksimum və minimumlarını birləşdirən düz xəttlərdir. Trend xəttinin yuxarı və aşağı təmayülü artım və ya azalma tendensiyasını göstərir. Trend xətti bazar dəyişiklikləri zamanı texniki təhlilin əsas aləti hesab olunur.

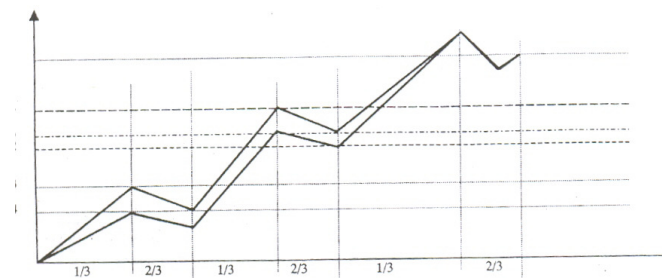
Trendin hərəkət müddətləri vardır. Trendlər qısamüddətli, ortamüddətli və uzunmüddətli olur. Uzunmüddətli trend bir ildən çox davam edir. Uzunmüddətli trend 2-2,5 il davam edir. Ortamüddətli trend 3 aydan 6 aya qədər, bəzən isə 1 ilə qədər davam edir. Qısamüddətli trend isə 1 gündən 3 aya qədər olan trendlər adlandırılır.

Trendin həyat müddətini trendin mövcud olan həyat silsiləsi ilə müəyyən etmək olar. Bu zaman silsilənin uzunluğunu və amplitudunu müəyyən etmək lazımdır. Trendin başlanğıcı silsilənin ümumi uzunluğunun üçdə birini əhatə edir. Trendin həyat silsiləsinin ilk dövründə qiymətlər orta hesabla ümumi enib-qalxmanın dördü biri ilə üçdə biri arasında və müvafiq olaraq beşdə biri ilə dördü biri arasında dəyişir.

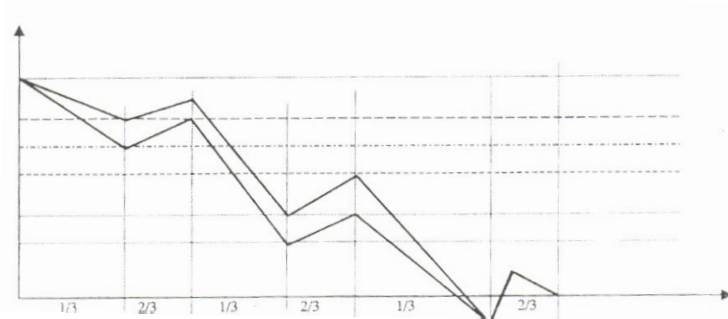
Trendin həyat silsiləsinin ortalarında bazarın ilk «yorğunluq» əlamətləri meydana gəlir. Qismən aktivliyin azalması da baş verir ki, amma bu bir qayda olaraq əvvəlki kotirovkalara qayıtmaqla nəticələnir. Artıq deyildiyi kimi silsilənin ortalarında trendin həyat silsiləsinin başlanğıcı ilə müqayisədə çox vaxt kəskin qiymət fərqləri olur. Trendin həyat silsiləsinin ortalarında bazarı «həddindən artıq qızdırmaqla» burada o, başlanğıcından fərqli olaraq daha əhəmiyyətli olur. Bu da ikinci mərhələnin sonunda kotirovkaların aşağı düşməsinə gətirib çıxarır. Bir qayda olaraq kotirovkalar ikinci mərhələdə ümumi dəyişmə məbləğinin bir ilə dördü üçü arasında dəyişir, daha sonra müvafiq olaraq enməsi dördü üçü ilə ikidə biri arasında olur.

Trendin həyat silsiləsinin sonuncu üçüncü mərhələsində azad spekulativ kapitalın məbləği enməyə başlayır. Müvafiq olaraq sövdələşmələrin sayı da azalmağa başlayır. Qiymətlərin kəskin enib-qalxması praktiki olaraq baş verir. Qiymətlər öz ekstremumuna (maksimum və ya minimuma) çatdıqda cüzi olaraq və kiçik bir vaxt ərzində bu səviyyədə qalır və sonuncu enib-qalxma maksimumun yanında baş verir. Trendin həyat silsiləsinin sonuncu mərhələsinin axırında yeni trendə hazırlıqla bağlı bazarda əsəbilik artır. (Qrafik 1;2;3;4)

Sövdələşmələrin imzalanmasını ikinci mərhələdən başlamaq tövsiyə olunur.

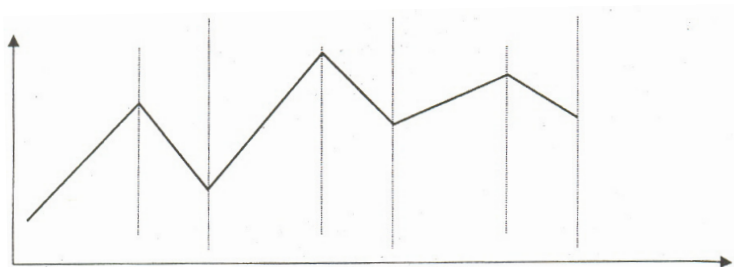


Qrafik 4.1. «Öküz trend»inin həyat silsiləsi

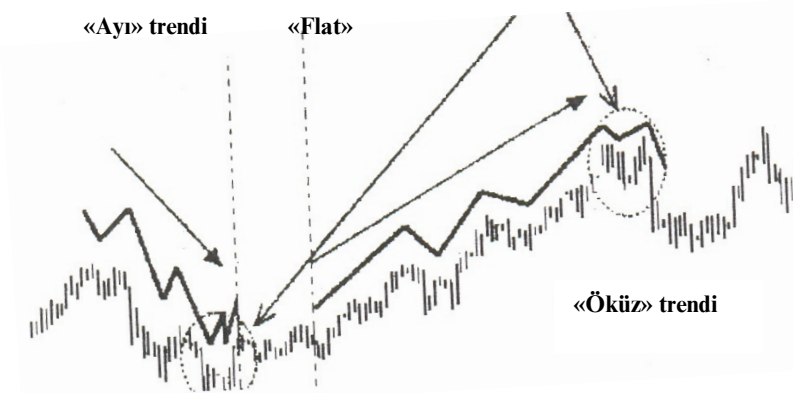


Qrafik 4.2. «Ayı trend»inin həyat silsiləsi

Bu zaman södləşmələrin həcmi aşağıdakı kimi olacaq.



Qrafik 4.3. «Öküz» və «ayı» trendləri zamanı sövdələşmələrin həcmi



Qrafik 4.4. Trendin həyat silsilə dinamikasının cari istiqamətləri

Trend təhlili çox diqqətlə aparılmalıdır, əks halda bu acınacaqlı nəticələrə gətirib çıxara bilər.

Trend təhlilinin məqsədləri aşağıdakılardır:

1. Qiymət dinamikasının istiqamətlərinin qiymətləndirilməsində mümkün variantlar:

- yuxarı hərəkət;
- aşağı hərəkət;
- «flat».

2. Məlum istiqamətin hərəkətinin müddət və vaxtının qiymətləndirilməsində:

- qısamüddətli hərəkətin trendi;
- uzunmüddətli hərəkətin trendi;
- trendin başlanğıcı;
- trendin yetkinliyi;
- trendin başa çatması.

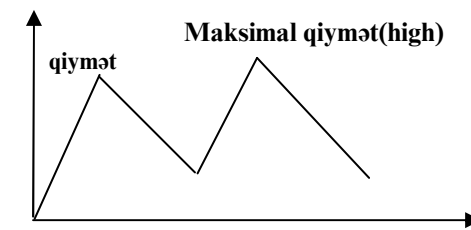
3. Fəaliyyət göstərən istiqamətdə qiymətin qalxıb-enmə amplitudunun qiymətləndirilməsində:

- kursun zəif dəyişməsi;
- kursun güclü dəyişməsi.

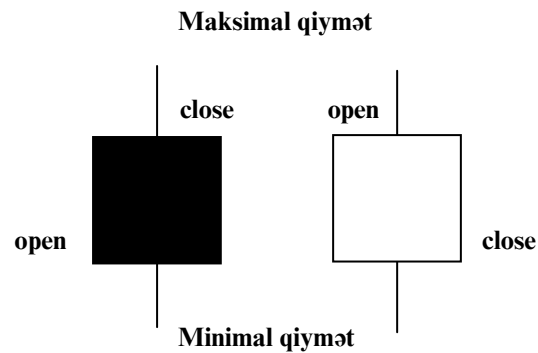
Bu üç qiymət dinamikasını müəyyən etdikdən sonra əminliklə araşdırdığımız aksiyanı ala və ya sata bilərik

Qrafiklərin tipi və onların qurulma qaydasını bilən investor üçün qrafik məlumatları təhlil etmək daha asandır.

Treyderlər tərəfindən istifadə olunan əsas qrafik növləri aşağıdakı qrafiklərdə göstərilmişdir. Treyderlər arasında ən populyar xətti qrafik hesab edilir. Məs: Amerikalılar öz işlərində «xaçlar-sıfırlar» qrafikindən, yapon treyderləri «yapon şamları» qrafiklərindən istifadə edirlər.

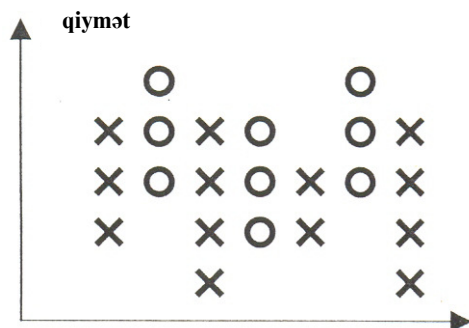


Qrafik 4.5. Xətti qrafik



Qrafik 4.6 «Yapon şamları» qrafiki

Bu xüsusi qrafikin bütün təhlil metodları aparılandan sonra tətbiq edilməsi tövsiyə edilir. Bu qrafikin digər qrafiklərdən fərqi odur ki, burada vaxt yoxdur yəni qiymət sütunu başqa dinamika istiqamətlərinin meydana gəlməsindən sonra qurulur.



Qrafik 4.7. «Xaçlar-sıfırlar» qrafiki

Bu qrafik görülən işləri təsdiq etmək üçün bir öhdəlikdir. Onu bir neçə dəqiqə və daha çox vaxt arasında qurmaq olar. Həcm bazar aktivliyinin səviyyəsini göstərir.

Hər bir treyder qrafiki aşağıdakı konsepsiyalar əsasında qurur:

- qiymətlərin trend dinamikasının müəyyən edilməsi;
- qiymətin qeyri-trend hərəkəti;
- ticarət həcmnin dəyişmə dinamikası;

- qiymətin dəyişmə qrafiki.

Sözsüz ki, klassik texniki təhlil də təminat verə bilməz. Texniki təhlil nə qədər yaxşı olsa da birja qiymətlərinin hərəkəti barədə dəqiq məlumat verə bilməz. Bunu hətta böyük ekspertlər də söyləyə bilməzlər. Əgər qiymətlərin hərəkətini hesablamaq mümkün olsaydı, onda hər bir iri investor öz müvafiq hesabat proqramını işləyib hazırlayardı. Dünyada heç kəs kursların hərəkətini yaxın üç ay ərzində həmişə düzgün proqnozlaşdırırmıza bilməz.

VI bölmə. Azərbaycanda finans sisteminin vəziyyəti və inkişaf perspektivləri

5.1. Azərbaycanda finans bazarlarının formalaşması və inkişafı

5.2. Azərbaycanda fond birjasının fəaliyyət qaydaları (BFB)

5.3. Azərbaycanda ipoteka bazarının formalaşması qiymətli kağızlar bazarının inkişafına da müsbət təsir göstərəcək

5.4. Резионларын социал-игтисади инкишафында йени малий-йяляшмя аляти бялядийя гиймятли каьызларынын ролу

5.5. Azərbaycanda korporativ idarəetmə sisteminin inkişafının xalq kapitalizminin formalaşmasına təsiri

6.1. Azərbaycanda finans bazarlarının formalaşması və inkişafı

Milli bankın hazırladığı illik hesabatda Azərbaycan finans bazarı üç seqmentlə təmsil olunub - pul bazarı, valyuta bazarı və qiymətli kağızlar bazarı.²⁹

Milli bankın hesabatlarında banklararası pul bazarına aşağıdakı kimi tərif verilmişdir:

- "banklararası pul bazarı dedikdə kredit və depozitlərin verilməsi və ödənilməsi zamanı banklar arasında yaranan qarşılıqlı münasibətlər nəzərdə tutulur".

Hazırda banklararası pul bazarı iki seqmentlə təmsil olunur: kredit hərracları və sərbəst banklararası kredit bazarı.

1995-ci ildə Bakı Banklararası Valyuta Birjasının (BBVB) kredit bölməsində ilk kredit hərracı keçirildi.

Bu günədək Milli Bankın mərkəzləşdirilmiş kreditləri BBVB-də keçirilən kredit hərraclarında yerləşdirilir.

Azərbaycanın müstəqillik qazandığı ilk günlərdən başlayaraq sərbəst banklararası kredit bazarında əməliyyatlar aparılır. Banklar bir-birindən qarşılıqlı razılaşma əsasında istənilən məbləğdə və faiz dərəcəsilə heç bir məhdudiyyət qoyulmadan kredit ala bilərdilər. Lakin maliyyə, xüsusilə də bank sisteminin o zaman tam formalaşmaması, bankların maliyyə durumlarının zəif və kəskin dəyişikliklərə məruz qalması bu bazarın iştirakçılarının kreditlərinin qaytarılmaması və digər yüksək risklərlə qarşılaşmaları sərbəst banklararası kredit bazarının inkişafının bir qədər yubanmasına səbəb olmuşdur. Hazırda sərbəst banklararası kredit əməliyyatları müştəkkil banklararası kredit bazarında (MBKB) aparılır. MBKB-də aparılan əməliyyatlar bankların qısamüddətli likvidliyinin idarə edilməsinin mühüm mexanizminə çevrilməkdədir. Bunu sərbəst banklararası kredit bazarında aparılan əməliyyatların kommersiya banklarının məcmu balansında tutduğu yerin artması da bir daha təsdiq edir. Azərbaycandakı kredit bazarının ən səciyyəvi xüsusiyyəti kredit qoyuluşlarının tərkibində qısamüddətli kreditlərin xüsusi çəkisinin yüksək olmasıdır. Belə ki, 2002-ci il dekabr ayının 1-nə Azərbaycan iqtisadiyyatına cəmi kredit qoyuluşları 2504.0 mlrd. manat təşkil etmişdir. Kreditlərin 1790.0 mlrd. manatı (71.1%) qısamüddətli, 724.0 mlrd. manatı (28.9%) isə uzunmüddətli kreditdir.

1995-ci ildən etibarən uçot dərəcəsinin çevikliyi və banklara satılan mərkəzləşmiş kredit resursları həcmində məhdudlaşdırılması banklar tərəfindən verilən kreditlərin həcmində təsir göstərmişdir. Azərbaycanda iqtisadiyyata kredit qoyuluşları 1994-cü ildə 1993-cü illə müqayisədə 7.5 dəfə, 1995-ci ildə 2.3 dəfə, 1996-cı ildə 1.3 dəfə, 1997-ci ildə 6.7%, 1998-ci ildə 9.8% artmışdır. Lakin kredit qoyuluşlarının ümumi həcmində qısamüddətli kreditlərin xüsusi çəkisi bütün bu illər ərzində uzunmüddətli kreditlərlə müqayisədə yüksək olmuş və 90% səviyyəsindən də çox olmuşdur. 1993-1998-ci illərdə Respublika iqtisadiyyatının müxtəlif sahələrinə ümumi həcmi 8 trln. manatdan (8202,7 mlrd. manat) çox olan kredit qoyulmuşdur.

²⁹ MB 1992-2002. s. 43.

**Azərbaycan iqtisadiyyatına kredit qoyuluşu
(ilin axırına mlrd. manat)**

cədvəl 5.1

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
İqtisadiyyata kredit qoyuluşları Onlardan:	1449.0	1819.0	2042.0	2133.6	2215.5	2321.
Qısamüddətli	1264.8	1675.8	1901.1	2087.7	2160.5	1672.
yekuna görə %-lə	97.3	92.1	93.1	97.8	97.5	72.0
Uzunmüddətli	184.2	143.9	140.9	45.9	55.0	649.8
Yekuna görə %-lə	12.7	7.9	6.9	2.2	2.5	28.0

Mənbə: Azərbaycan Respublikası Dövlət Statistika Komitəsi Bakı, 2001. s. 52.

Milli Bankın mətbuat xidmətinin məlumatına görə, 2002-ci il dekabr ayının 1-nə vaxtı keçmiş kreditlər nəzərə alınmadan iqtisadiyyatın sahələri üzrə cəmi kredit qoyuluşları 1920.0 mlrd. manat təşkil etmişdir. Bu, noyabrın 1-nə olan göstəriciyə nisbətən 36.0 mlrd. manat və ya 2.1% çoxdur.

Kreditlərin 27.1%-i və ya 519.3 mlrd. manatı ticarət və xidmət sahəsinə yönəldilib. Fiziki şəxslərə verilən kreditlərin həcmi isə 410.5 mlrd. manat (21.4%) olub. Nəqliyyat və rabitə sahəsinin payına kreditlərin 315.3 mlrd. manatı (16.4%), energetika və təbii ehtiyatlar sahəsinin payına isə kreditlərin 172.0 mlrd. manatı (9.0%) düşüb. Dövlət idarəetməsi sahəsinə kreditlərin 164.0 mlrd. manatı və ya 8.5%-i, kənd təsərrüfatı sahəsinə 6.7%-i və ya 129.1 mlrd. manatı yönəldilib. İnşaat və əmlak sahəsinə 75.0 mlrd. manat (3.9%), yüngül və ağır sənayeyə isə 14,1 mlrd. manat (3.9%) kredit cəlb edilib. Kreditlərin 61.0 mlrd. manatı və ya 3.2%-i isə digər sahələrin payına düşüb.

Əgər 1998-ci ilin yanvar ayında Azərbaycanda milli valyuta ilə qısamüddətli kreditlərə görə orta faiz dərəcəsi 25.3% olmuşdursa, dekabr ayında bu göstərici 20.3%-ə düşmüşdür. Bu dövr ərzində milli valyuta ilə uzunmüddətli kreditlərə görə orta faiz dərəcəsi 20%-dən 19.8%-ə enmişdir.

Məhz, faiz dərəcələrinin aşağı düşməsi respublikada kredit qoyuluşlarının artırılmasının əsas səbəblərindən biri olmuşdur. Kredit qoyuluşlarının ÜDM-dəki xüsusi çəkisi də artmışdır. Əgər bu

göstərici 1996-cı ildə 10.4%, 1997-ci ildə 10.1% olmuşdursa, 1998-ci il-də 12% təşkil etmişdir.

Valyuta bazarı. Valyuta bazarı Azərbaycan maliyyə bazarının ən inkişaf etmiş seqmentlərindəndir. Bu bazarın gündəlik həcmi milyon dollarla ölçülür, əməliyyatlar bütün gün ərzində heç bir məhdudiyyət qoyulmadan operativ həyata keçirilir. Əməliyyatlar əsasən ABŞ dolları ilə aparılsa da, yalnız onunla məhdudlaşmır. Funt sterlinq, Rusiya rublu və vahid Avropa valyutası olan avro ilə əməliyyatların aparılması artıq adi hala çevrilib. Respublikada valyuta əməliyyatlarına ehtiyac Azərbaycanın dünya iqtisadi münasibətlərinə müstəqil iştirakçı kimi qoşulması ilə yaranmışdır.

Məhz xarici ticarət əlaqələrinin genişlənməsi Azərbaycanda valyuta bazarının formalaşmasını zəruri etdi.

Belə ki, 1994-cü ildən etibarən MB geniş miqyaslı valyuta siyasəti yeritməyə başladı. Qeyd edək ki, o dövrdə valyuta siyasətinin qarşısında aşağıdakı əsas vəzifələr dururdu:

- milli valyutanın məzənnəsinin sabit saxlanılması, manatın mübadilə məzənnəsinin gözlənilən inflyasiya səviyyəsini tənzimləmək vasitəsi kimi istifadə edilməsi;
- daxili valyuta bazarının inkişafının təmin edilməsi, valyuta əməliyyatlarının əhatə dairəsinin genişləndirilməsi;
- gələcəkdə cari valyuta əməliyyatları üzrə manatın tam dövrəliyinə keçid üçün lazımı şəraitin yaradılması.

Bu istiqamətdə atılmış ilk addımlardan biri qapalı tipli səhmdar cəmiyyəti olan Bakı Banklararası Valyuta Birjasının (BBVB) yaradılması oldu. 1994-cü ilin ikinci yarısından etibarən daxili valyuta bazarının əsas subyekti olan BBVB-də müntəzəm valyuta hərracları keçirilməyə başlandı. Sonrakı ildə daxili valyuta bazarının fəaliyyətini tənzimləmək üçün "Valyuta tənzimlənməsi haqqında" qanunun qəbul edilməsi ilə respublikanın ərazisində valyuta rejiminin liberallaşması üçün hüquqi baza yaradıldı.

Valyuta bazarının sabitləşməsi və əməliyyatların mütəşəkkil valyuta bazarında aparılması üzrə tədbirlər çərçivəsində 1995-ci ildə Milli Bank "Azərbaycan Respublikasının rezidentləri tərəfindən xarici valyuta ilə əməliyyatların aparılması qaydalarını təsdiq etdi.

Kreditlərin növü üzrə orta faiz dərəcələrinin dinamikası

cədvəl 5.2

	01.01.98	01.04.98	01.07.98	01.10.98	01.01.99
Milli valyuta ilə qısamüddətli kreditlər	25.3	25	16.4	17.3	20.3
Xarici valyuta ilə qısamüddətli kreditlər	17	16	18.7	15.9	18.4
Milli valyuta ilə uzunmüddətli kreditlər	20	20	17.5	17.1	19.8
Xarici valyuta ilə tələb olunanadək əmanətlər	3	3	3.3	3.3	2.08
Milli valyuta ilə tələb olunanadək əmanətlər	3.4	4.7	2.9	2.9	2.02
Milli valyuta ilə qısamüddətli kreditlər	23	20	14.9	13	12.28
Xarici valyuta ilə qısamüddətli əmanətlər	15	15	13.1	13.3	15.66
Milli valyuta ilə uzunmüddətli əmanətlər	15	13	10.5	10	10
Xarici valyuta ilə uzunmüddətli əmanətlər	12	12	13.7	12.3	9

Mənbə: Milli Bankın illik hesabatı

Qaydalara əsasən Azərbaycan Respublikasının rezidentləri sahiblik və fəaliyyət növündən asılı olmayaraq öz xarici valyuta gəlirlərinin 30%-ni BBVB-də satmalıdırlar. 1996-cı ilin mart ayında ixracatçıların BBVB-də xarici valyutada gəlirlərin məcburi satışı 50%-ə çatdırıldı.

1996-cı ilin ortalarından Milli Bank valyuta bazarının liberallaşması siyasətini yeritməyə başladı. Valyuta bazarının liberallaşması üzrə ilk tədbir 1996-cı ilin 1 iyun tarixindən təşkilatlar tərəfindən xarici valyutada gəlirlərinin məcburi satışına dair tələbini tamamilə ləğv etdi. Valyuta dəyişmə əməliyyatlarının liberallaşdırılması yolunda növbəti addım 1997-ci ildə elektron ticarət sistemi üzərində qurulmuş mütəşəkkil Banklararası Valyuta Bazarının (MBVB) yaradılması oldu. MBVB-nin yaradılması BBVB-nin inhisarına son qoymaqla banklararası hərracdankənar mübadilə əməliyyatları aparmağa imkan verdi.

1998-ci ildə valyuta bazarına iki segment əlavə olundu: qarşılıqlı razılaşma əsasında mübadilə əməliyyatlarının sərbəst aparılmasına imkan verən Açıq Banklararası Valyuta Bazarı (ABVB) və bankların öz müştərilərinə xidmət göstərdiyi bankdaxili mübadilə əməliyyatları (BDMƏ). Ümumiyyətlə, Azərbaycan Respublikasının daxili valyuta bazarı üç banklararası valyuta bazarından: Bakı Banklararası Valyuta Birjası (BBVB), Mütəşəkkil Banklararası Valyuta Bazarı (MBVB), Açıq Banklararası Valyuta Bazarı (ABVB) və bankdaxili valyuta mübadilə əməliyyatlarından ibarətdir.

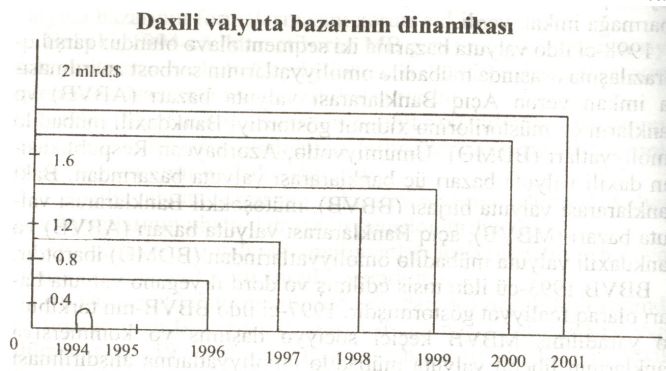
BBVB 1993-cü ildə təsis edilmiş və dörd il yeganə valyuta bazarı olaraq fəaliyyət göstərmişdir. 1997-ci ildə BBVB-nin tərkibində yaradılmış MBVB keçici səciyyə daşımış və kommersiya banklarının liberal valyuta mübadilə əməliyyatlarına alışıdırılması məqsədini güdmüşdür. 1998-ci ilin ikinci yarısında ABVB-nin elan edilməsi ilə MBVB tədricən öz aktualılığını itirmiş və ABVB-də əməliyyatların həcmnin daim artması ilə yanaşı 2000-ci ilin IV rübündən etibarən MBVB-də heç bir əməliyyat qeydə alınmamışdır.

Göstərilən xidmət növlərinin çoxalması valyuta əməliyyatlarının həcmnin artmasına səbəb olmuşdur. 1994-cü ildə respublikanın valyuta bazarının həcmi 13.1 mln. ABŞ dolları, 1996-cı ildə 611.4 min. ABŞ dolları və 1998-ci ildə 1 mlrd. dollar təşkil etmişdir. 2001-ci ildə isə bu göstərici artıq 2 mlrd. dollara çatmışdır.

Azərbaycan Respublikasının daxili valyuta bazarı öz iştirakçılarına liberal valyuta mübadilə əməliyyatları imkan yaradan çoxsegmentli valyuta bazarı olaraq fəaliyyət göstərir.

Belə tendensiyanı valyuta bazarı segmentlərinin xüsusi çəkirlərini izləməklə də müşahidə etmək olar. Əgər, 1999-cu il ərzində BBVB-nin həcmi 290.5 mln. ABŞ dolları, MBVB-nin həcmi 206,2 mln. dollar, ABVB-nin həcmi 283.1 mln. dollar təşkil edirdisə, 2000-ci il ərzində BBVB-nin həcmi 186.0 mln. dollar, MBVB həcmi 123.6 mln. dollar, ABVB-nin isə həcmi 450.4 mln. dollar təşkil etmişdir. BDMƏ-nin həcmi 1999-cu ilə 554.5 mln. dollar, 2000-ci il isə 1166.3 mln. ABŞ dolları təşkil etmişdir.

Diaqram 5.1



BVBB-nin və MBVB-nin həcmələrinin azalması və bunun müqabilində ABVB-nin həcmənin ötən illərə nisbətən artması daxili valyuta bazasında gətirdikə özünü tənzimləmə mexanizminin gücləndiyini və bununla da Milli Bankın valyuta bazasına müdaxilələrinin müntəzəm olaraq azaldığını göstərir. Qeyd etmək lazımdır ki, Milli Bankın daxili valyuta bazasına müdaxiləsi ötən ilə nisbətən 32.3% azalaraq 2000-ci il ərzində cəmi 35.6 mln. dollar təşkil etmişdir. Belə ki, valyuta bazasının ən liberal segmentləri olan açıq bazar (32%) və bankdaxili mübadilə əməliyyatlarının (57%) payına düşür. Hal-hazırda Milli Bank tərəfindən gələcəkdə *forward* və *svop* əməliyyatlarının normativ bazasının yaradılması və təkmilləşdirilməsi üzrə işlər aparılır.

Qiymətli kağızlar bazarı (QKB). Qiymətli kağızlar bazasının hüquqi bünövrəsini 1992-ci ildə qəbul edilmiş, "Qiymətli kağızlar haqqında" qanun təşkil etsə də, qiymətli kağızlar bazasının real inkişafı yalnız 4 il sonra - 1996-cı ildən başladı.

1996-cı ilədək bu sahədə hüquqi bazanın tam formalaşmaması nəticəsində yaranmış qeyri-müəyyənlik və qiymətli kağızlar bazasının korporativ qiymətli kağızlara aid edilən və faktiki dövriyyəyə buraxılmayan kommersiya banklarının səhmləri ilə təmsil olunması bu bazanın canlanmasına imkan vermirdi.

QKB-də irəliləyişlər yalnız Maliyyə Nazirliyi tərəfindən dövlət qısamüddətli istiqrazlarının (DQİ) emissiyası ilə başladı.

1996-cı ildə Nazirlər Kabinetinin qərarı ilə Milli Banka DQİ-i yerləşdirilməsi üzrə Maliyyə Nazirliyinin agentliyi vəzifələri, DQİ

dövriyyə qaydalarının müəyyənləşdirilməsi, onlarla bağlanmış əqdlər nəticəsində hesablaşmaların və sabitlərin uçotunun aparılma qaydalarının müəyyənləşdirilməsi və s. məsələlərin həll edilməsi həvalə edilmişdir.

Milli Bank tərəfindən ilk növbədə banklar arasında peşəkar iştirakçılar sistemi yaradılması üçün müvafiq tədbirlər görülərək, auksionlar və təkrar bazar təşkil edildi.

1996-cı ildən fəaliyyətə başlayan DQİ bazarı ötən illər ərzində sürətlə inkişaf etmişdir. 2000-ci ildə isə dövlət qısamüddətli borc öhdəlikləri bazasının inkişaf tempi bir qədər də artmışdır.

1998-ci ildə dövlət qiymətli kağızlarının satışından əldə olunan gəlirləri vergidən azad etmək mümkün olmuşdur. Bundan əvvəl alınan aktın həcmənin 0.1%-i məbləğində tətbiq edilən dövlət rüsumu ləğv olunmuşdur. 2000-ci ildə fəaliyyətə başlayan Bakı Fond Birjası Azərbaycanda dövlət qiymətli kağızlar bazarı ilə bərabər korporativ qiymətli kağızlar bazasının inkişafına institusional şərait yaradır. BFB-nin daxili tənzimləmə, habelə listing qaydalarının müəyyən olunması, geniş inkişafı gözlənilən səhm və istiqrazlar bazasının formalaşmasına hüquqi-texniki hazırlıq məqsədi daşıyır. 2001-ci ildən BFB-də müəssisələrin səhmlərinin listinginə başlanılmışdır.

6.2. Azərbaycanda fond birjasının fəaliyyət qaydaları (BFB)

Bakı Fond Birjası qapalı səhmdar cəmiyyəti formasında təşkil olunmuşdur. Birjanı təsis etmiş 18 səhmdarlardan hər biri birjanın nizamnamə kapitalının 300 adi adlı səhminə malikdir.

Azərbaycanda *fond birjası* - müstəsna olaraq fəaliyyət predmeti qiymətli kağızların normal tədavülü üçün zəruri şəraitin yaranması, onların bazar qiymətlərinin müəyyən edən (qiymətli kağızlara olan tələb və təklif arasında tarazlığı əks etdirən qiyməti), həmçinin onlar haqqında lazımi məlumatı yayan, qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının yüksək peşəkarlıq səviyyəsi nümayiş etdirmək üçün şərait yaradan təşkilatdır. Fond birjası qiymətli kağızlar bazasında ticarətin təşkilatçısı kimi, depozitari fəaliyyəti və qarşılıqlı

öhdəliklərin müəyyən edilməsi (klirinq) fəaliyyəti, istisna olmaqla digər fəaliyyət növləri ilə məşğul ola bilməz.³⁰

"Azərbaycan Respublikasının ərazisində fond birjasının təşkili, fəaliyyəti və birja qaydalarına dair tələblər haqqında" Əsasnamədə göstərildiyi kimi, fond birjası qapalı tipli səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılır.

Fond birjasının nizamnamə fondunun minimum məbləği 5 mlrd. manat həcmində müəyyən edilir. Eyni zamanda, fond birjası adi adlı səhmlərdən başqa digər qiymətli kağızlar buraxa bilməz. Fond birjası yalnız birja üzvləri arasında ticarəti təşkil edir. Qiymətli kağızlar bazarının digər iştirakçıları birjada yalnız birja üzvlərinin vasitəsilə əməliyyatlar apara bilirlər.

Fond birjası mənfəət əldə etmək məqsədini güdmür, onun fəaliyyətində alınan bütün gəlirlər müstəsna olaraq öz məqsədləri üçün istifadə edilir və onun səhmdarları arasında bölüşdürülür. Ümumiyyətlə, fond birjasının üzvü Azərbaycan Respublikasının qanunvericiliyinə uyğun olaraq, qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçısı olan hüquqi və fiziki şəxslər ola bilər.

Qeyd etmək lazımdır ki, "Azərbaycan Respublikasının ərazisində Fond Birjasının təşkili, fəaliyyəti və birja qaydalarına dair tələblər haqqında" Əsasnaməyə görə fond birjasında üzlük aşağıdakı hallarda ləğv edilir:

- fond birjası üzvü birja üzlüyündən könüllü surətdə çıxdıqda;
- QKDK tərəfindən fond birjasına və ya qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçısına verilən müvafiq xüsusi razılıq (lisenziya) ləğv edildikdə;
- fond birjasının üzvü QKDK tərəfindən müəyyən edilmiş ixtisas tələblərinə uyğun olmadıqda;
- birjanın müvafiq qaydalarını pozduqda;
- fond birjasının üzvü olan hüquqi şəxs ləğv edildikdə;
- qanunvericiliklə nəzərdə tutulmuş digər hallarda.

Azərbaycan Respublikasında fond birjası qiymətli kağızlar bazarında aşağıdakı qaydaları və sənədləri məcburi qaydada hazırlayır və təsdiq edir:

- qiymətli kağızlarla ticarətin qaydaları;
- qiymətli kağızların hərraca buraxılması və qiymətləndirilməsi qaydaları;
- qiymətli kağızların ticarətə buraxılması (listinq) və ticarətdən çıxarılması (delisting) qaydaları;
- birjada aparılmış əqdlər üzrə hesablaşmaların və uçotun həyata keçirilməsi qaydaları;
- ümumiləşdirilmiş indekslərin hesablanma qaydasını;
- birjada üzlük və üzlərin birja əqdlərində iştirakı üçün aldıkları haqdan fond birjasının xeyrinə ayırmalar haqqında qaydaları;
- məlumatların saxlanması və qorunması qaydaları;
- məlumatların açıqlanması qaydaları;
- xidməti məlumatların saxlanması və istifadəsi qaydaları;
- birja intizam tədbirləri qaydaları;
- intizam komissiyası haqqında əsasnamə;
- fond birjasında mübahisəli məsələlərin həllinə dair qaydalar;
- fond birjasının qaydalarının qəbulu, onlara dəyişikliklər və əlavələr edilməsi rəqlamenti.

Birjada qiymətli kağızların (dövlət və bələdiyyə qiymətli kağızları istisna olmaqla) hərraca buraxılması üçün emitent tərəfindən aşağıdakı sənədlər təqdim edilməlidir:

- qiymətli kağızların hərraca çıxarılması barədə ərizə;
- son iki il və son hesabat üzrə maliyyə-hesabat balansı;
- qiymətli kağızların buraxılışı haqqında qərarın dövlət qeydiyyatına alınması və (və ya) dövlət qeydiyyatına alınmış emissiya prospektinin qeydiyyata alınması barədə müvafiq sənədin surəti;
- qiymətli kağızlar depozitarda saxlandığı halda qiymətli kağızların mülkiyyət hüququnu təsdiq edən müvafiq sənəd.

Fond birjası zəruri hesab etdiyi digər sənədlərin siyahısını sərbəst müəyyən edir.

Bundan fərqli olaraq, dövlət və bələdiyyə qiymətli kağızları müvafiq olaraq ərizə, buraxılış şərtləri (özəlləşdirilən dövlət müəs-

³⁰ Qiymətli kağızlar haqqında. Azərbaycan Respublikasının Qanunu. Maddə 26.

sisələri üçün müvafiq dövlət orqanının sərəncamı, müəssisənin səhmlərinin emissiya prospekti, müəssisənin notarial qaydada təsdiq olunmuş təsis sənədlərinin surəti, dövlət qeydiyyatı haqqında şəhadətnamə, səhmlərin dövlət qeydiyyatına alınması barədə qeydiyyat şəhadətnaməsinin surəti) və ya qiymətli kağızların buraxılması haqqında protokol təqdim edilməklə hərraca buraxılır.

Birjanın fəaliyyətinin mühüm amili qiymətli kağızın gün ərzində bazar qiymətinin müəyyən edilməsidir. Qiymətli kağızın gün ərzində bazar qiymətinin dəyişməsinin həddi həmin günün ilkin qiymətinin 20%-i həddində müəyyən edilir. Qiymətin dəyişmə həddi artıq olduqda bu barədə qərar qəbul etmək üçün dərhal QDKK-ya müvafiq məlumat verilir.

Fond birjasının listing (qiymətli kağızların ticarətə buraxılması) və delisting (qiymətli kağızların ticarətdən çıxarılması) qaydalarına qiymətli kağızlara və onların emitentlərinə dair aşağıdakı tələblər daxil olmalıdır:

- qiymətli kağızların listing prosedurasından keçirilməsi və hansı səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil olunması haqqında ərizənin verilməsi;

- qiymətli kağızların listing prosedurası zamanı və onların birinci və ya ikinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil olunması haqqında ərizəni təqdim edən qiymətli kağızların emitenti onun maliyyə-təssərrüfat fəaliyyətinə aid mühüm faktlar üzrə məlumatı (hadisə və hərəkətlər haqqında) birja qarşısında açıqlamalıdır.

Qiymətli kağızların birinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi üçün aşağıdakı tələblər qoyulur:

1. Səhmlər ticarətə çıxarıldıqda, səhmlərinin ticarətə çıxarılması barədə verdiyi ərizənin tarixinə emitentin bəzi göstəriciləri aşağıdakı tələblərə cavab verməlidir:

- nizamnamə kapitalının həcmi balans üzrə 5,0 mlrd. manatdan və səhmdarlarının sayı 500 nəfərdən az olmamalıdır;

- son iki maliyyə ilini mənfəətlə başa vurmaldır.

2. Ticarətə borc öhdəliklərini ifadə edən qiymətli kağızlar çıxarıldıqda, emitentin bir sıra göstəriciləri borc öhdəliklərinin ticarətə çıxarılması barədə ərizənin verildiyi tarixinə qədər aşağıdakı tələblərə cavab verməlidir:

- son iki maliyyə ilini mənfəətlə başa vurmaldır;

- emissiyanın həcmi 1,0 mlrd. manatdan az olmamalıdır. Birjada ticarətə çıxarılan qiymətli kağızların emitentinin fəaliyyət dövrü ardıcıl olaraq iki maliyyə ilindən az olmamalıdır.

Qiymətli kağızların ticarətə buraxılması barədə qərar birjanın müvafiq orqanı tərəfindən qəbul olunur və qiymətli kağızlar kotirovka vərəqəsinə daxil edilir və ticarətə çıxarılır.

Fond birjası qiymətli kağızların birinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi üçün əlavə tələblər və şərtlər nəzərdə tutu bilər. Qiymətli kağızların ikinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi üçün tələblər fond birjası tərəfindən müəyyən edilir. Fond birjasında ticarətə buraxılmış qiymətli kağızların emitenti fond birjasına emitentin qiymətli kağızlarının sahiblərinin reyestrinin aparılması üzrə fəaliyyət göstərən təşkilatlar barəsində məlumat verməlidir. Fond birjası qiymətli kağızların listing prosedurası və kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi barədə ərizə təqdim edən emitenti və qiymətli kağızların sahibini qiymətli kağızların kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi (çıxarılması) barədə 2 (iki) gün müddətində xəbərdar etməlidir.

Fond birjasında qiymətli kağızların ticarətdən çıxarılması aşağıdakı əsaslarla həyata keçirilir:

- qiymətli kağızların buraxılışı etibarsız hesab edildikdə;
- qiymətli kağızların tədavül müddəti bitdikdə;
- qiymətli kağızların emitenti ləğv edildikdə;
- qiymətli kağızların emitenti müflis (iflas) elan olunduqda;
- fond birjasının qaydaları ilə müəyyən edilmiş digər əsaslarla.

Bildirmək lazımdır ki, fond birjasının kotirovka vərəqəsindən qiymətli kağızların çıxarılması fond birjası tərəfindən aşağıdakı əsaslarla həyata keçirilir:

- qiymətli kağızlar fond birjasının kotirovka vərəqəsinə daxil olduqdan sonra emitentin fəaliyyət göstəricilərinin müəyyən olunmuş tələblərə uyğun gəlmədiyə aşkar olduqda;

- bir buraxılış qiymətli kağızlarla bağlanmış əqdlərin son altı ayın yekununa görə orta aylıq məbləğinin göstəriciləri fond birjasının kotirovka vərəqəsinə qiymətli kağızlar daxil olduqda irəli sürülən tələblərə uyğun gəlmədikdə;

- fond birjası tərəfindən müəyyən edilmiş digər əsaslarla.

Birjada aparılmış əqdlər üzrə hesablaşmalar və qiymətli kağızlara olan hüquqların keçməsi üzrə xidmətlər birjanın özü tərəfindən aparılmadıqda, müvafiq olaraq qarşılıqlı öhdəliklərin müəyyən edilməsi üzrə fəaliyyət (kliring) üçün və depozitar fəaliyyəti üzrə lisenziyaya malik qiymətli kağızlar bazarının müvafiq peşəkar iştirakçısının (iştirakçılarının) vasitəsilə aparılır.

Birja öz qaydalarında aşağıdakıları nəzərdə tutmalıdır:

- ticarət sessiyasının başlanğıcına hərrac iştirakçılarının nəzərdə tutulan əməliyyatların aparılması üçün maliyyə vəsaitlərinin və qiymətli kağızlarının hesablarında olmasının təmin edilməsi;
- bağlanmış əqdlərin qeydiyyatının aparılması;
- ticarət sessiyası bitdikdən sonra müəyyən olunmuş müddətdə bağlanmış əqdlərin üzləşdirilməsi;
- iştirakçılarla aparılmış əqdlərin nəticələrini əks etdirən birja şəhadətnamələrinin verilməsi (birja şəhadətnaməsində ticarət sessiyası zamanı bağlanmış bütün əqdlər əks etdirilir. Hər əqd üzrə qiymətli kağızın kodu, tam adı, emitent, əqdin qeydiyyat nömrəsi, əqdin növü, alınmış və satılmış qiymətli kağızların miqdarı, sifarişin nömrəsi, əqdin həcmi, hər hansı iştirakçı tərəfindən əqd üzrə götürülmüş öhdəlik yerinə yetirilmədiyi halda bu barədə (iştirakçının kodu göstərilən) qeyd əks olunmalıdır;

• ticarət günü bitdikdən sonra həmin gün ticarət iştirakçılarının hesablarında bağlanmış əqdlər üzrə müvafiq olaraq qiymətli kağızların kotirovka vərəqəsindən silinməsi və maliyyə vəsaitlərinin ticarət sessiyası bitdikdən sonra müəyyən olunmuş müddətdə aidiyyatı ticarət iştirakçılarının hesablarına daxil edilməsinin təşkili;

• qiymətli kağızlar depozitaridə saxlandığı halda müəyyən edilmiş müddət ərzində birja tərəfindən depozitara göndərilmiş bildiriş əsasında əqdlərin rəsmiləşdirilməsinin həyata keçirilməsi.

Fond birjasının fəaliyyətinin mühüm ünsürlərindən biri də müvafiq reyestrlərin aparılmasıdır. Qanunvericiliyə müvafiq olaraq Azərbaycanı fond birjası aşağıdakı reyestrləri aparmalıdır:

- üzvlük reyestri;
- hərrac iştirakçılarının və onların səlahiyyətli treyderlərinin reyestri;

• hərrac iştirakçıları tərəfindən elan edilmiş sifarişçilərin reyestri;

• fond birjasında bağlanmış əqdlərin reyestri.

Üzvlük reyestrində aşağıdakı məlumatlar əks olunmalıdır:

- fiziki və ya hüquqi şəxslərin tam adı;
- vergi ödəyicisinin eyniləşdirmə nömrəsi (VÖEN);
- fiziki və ya hüquqi şəxslərin ünvanı, telefon nömrəsi, faks nömrəsi;
- fiziki şəxslərin soyadı, adı və atasının adı və ya hüquqi şəxslərin icraçı orqanının rəhbərinin soyadı, adı və atasının adı;
- qiymətli kağızlar bazarının iştirakçısının lisenziyası olması barədə məlumat.

Qiymətli kağızlar bazarının iştirakçısının lisenziyası olduğu hallarda lisenziya verən orqanın adı, lisenziyanın nömrəsi, lisenziyanın verilməsi tarixi və lisenziyanın qüvvədə olma müddətinin başa çatması tarixi göstərilir;

Hərrac iştirakçılarının və onların səlahiyyətli treyderlərinin reyestrində aşağıdakı məlumatlar əks olunmalıdır:

- hərrac iştirakçısının tam adı;
- fond birjası tərəfindən hərrac iştirakçısına verilmiş kodu;
- fiziki və ya hüquqi şəxslərin ünvanı, telefon nömrəsi, faks nömrəsi;
- vergi ödəyicisinin eyniləşdirmə nömrəsi (VÖEN);
- hüquqi şəxslərin icraçı orqanının rəhbərinin soyadı, adı və atasının adı;
- qiymətli kağızlar bazarının iştirakçısının lisenziyası olması barəsində məlumat, o cümlədən: lisenziya verən orqanın adı, lisenziyanın nömrəsi, lisenziyanın verilməsi tarixi və lisenziyanın qüvvədə olma müddətinin başa çatması tarixi;
- fond birjasının üzvlüyünə daxil olmasının tarixi;
- bütün səlahiyyətli treyderlər və ixtisas şəhadətnamələri haqqında məlumatları, o cümlədən:
 - a) səlahiyyətli treyderlərin adı, atasının adı və soyadı;
 - b) səlahiyyətli treyderlərə verilmiş ixtisas şəhadətnaməsinin qüvvədə olma müddəti;
 - c) ixtisas şəhadətnaməsində göstərilmiş peşəkar fəaliyyətinin növü;

d) hərrac iştirakçısının hərracda iştirakının dayandırılması və ya hərrac iştirakçılarının sıralarından xaric olunması üzrə fond birjası tərəfindən görülmüş intizam tədbirləri haqqında məlumat.

Hərrac iştirakçıları tərəfindən elan edilmiş sifarişlərin reyestrində aşağıdakı məlumatlar əks olunmalıdır:

- sifarişin eyniləşdirmə nömrəsi, rekvizitləri və şərtləri;
- ticarət sistemində sifarişin qeydiyyat vaxtı.

Fond birjasında bağlanmış əqdlərin reyestrində aşağıdakı məlumatlar əks olunmalıdır:

- əqdlərin identifikasiya nömrəsi;
- ticarət sistemində əqdlərin qeydiyyat nömrəsi və tarixi;
- əqdlər bağlayan hərrac iştirakçılarının adı və fərdi kodları;
- emitentin adı, qiymətli kağızların növü, kateqoriyası;
- bir qiymətli kağızın nominal dəyəri;
- əqdin məbləği;
- qiymətli kağızların sayı.

Qeyd etmək lazımdır ki, hər bir fəaliyyət sahəsində olduğu kimi, birja fəaliyyətində də doğru və dürüst məlumatların verilməsi məsələsi mühümdür. Bu baxımdan fond birjası təsdiq etdiyi məlumatın açıqlanma qaydasında ticarətin iştirakçısı olmayan maraqlı şəxslərin məlumat alması üçün qeyri-bərabər şərait yaradan müddəalar olmamalıdır.

Fond birjası tərəfindən məlumatların açıqlanma qaydasında aşağıdakılar nəzərdə tutulmalıdır:

- məlumatların açıqlanması həyata keçirilən ən azı üç məlumat agentliyinin adları, ünvanları, telefonları, mətbuat nəşrlərinin adları, məlumatın açıqlama üsulları;

- ticarət sessiyası haqqında cari və yekun məlumatların, o cümlədən: fond birjasında tədaviyə buraxılmış qiymətli kağızların alış və satış qiymətləri haqqında, qiymətli kağızların sayı, həmçinin onlarla ticarət sessiyası ərzində həyata keçirilmiş əqdlərin məbləğləri haqqında, digər məlumatların maraqlı şəxslərə verilmə qaydaları.

Ticarət sessiyasının gedişi haqqında cari məlumatları açıqlayarkən, hərracın nəticələri barədə hesabat və digər məlumatları ticarətin iştirakçılarına verərkən fond birjası hərrac iştirakçıları üçün bərabər şərait yaratmağa borcludur.

Eyni zamanda, qanunvericiliyə müvafiq olaraq, Azərbaycanda fond birjasında ticarətə buraxılmış qiymətli kağızlarla əqdlər barəsində aşağıdakı cari məlumatları fond birjası ticarət sessiyası ərzində hərrac iştirakçılarının qarşısında açıqlamağa borcludur:

- emitentin adı, qiymətli kağızların növü, kateqoriyası;
- məlumatların açıqlanma anına həyata keçirilmiş əqdlərin məbləğini;

- sonuncu həyata keçirilmiş əqd üzrə bir qiymətli kağızın qiymətini;

- qiymətli kağızların kotirovkasını.

Həmçinin fond birjasında hər bir ticarət günü bitdikdən bir saat gec olmamaq şərti ilə bağlanmış əqdlər barəsində aşağıdakı yekun məlumatları açıqlanmalıdır:

- ticarət sessiyası ərzində qiymətli kağızlarla həyata keçirilmiş əqdlərin ümumi məbləğini və sayını;

- qiymətli kağızların orta qiymətini;
- emitentin adını, qiymətli kağızların növünü, kateqoriyasını;
- ticarət sessiyası ərzində qiymətli kağızların ən yüksək alış qiymətini və ən aşağı satış qiymətini.

Fond birjası ticarətə buraxılmış və ticarətdən çıxarılmış qiymətli kağızların siyahısını rübdə bir dəfədən az olmayaraq açıqlamalıdır. Həm də fond birjası ticarət sessiyasının gedişi və ticarət gününün yekunları haqqında digər cari məlumatları maraqlı şəxslərə açıqlaya bilər.

Bakı Fond Birjasının rəsmi açılışı 2 oktyabr 2000-ci ildə keçirilmişdir. Eyni zamanda birja və depozitaridə əməliyyatların keçirilməsi üçün BFB-yə xüsusi razılıq (lisenziya) müvafiq olaraq 21.07.2000 və 25.07.2000-ci il tarixlərdə verilmişdir.

Fond birjasının yaranması Azərbaycanda müasir və sivil fond bazarının yaradılması üçün mühüm addımdır. Özünün geopolitik yerləşməsi sayəsində Azərbaycan mühüm regional işgüzar fəaliyyət mərkəzidir. Buna görə də stabil və inkişafda olan qiymətli kağızlar bazarının mövcudluğu Azərbaycan iqtisadiyyatında və ərazisində investorların inamının artırılması üçün əsas səbəbdır.

BFB-nin səhmdarlar siyahısına Azərbaycan maliyyə investisiya institutları daxildir. Bakı Fond Birjasında hər səhmdarın payı 300.000.000 (üç yüz mln.) manatdır.

Birja üzvü - qiymətli kağızlar bazarında professional fəaliyyətlə məşğul olan, bu fəaliyyəti həyata keçirmək üçün Azərbaycan Respublikası Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən verilmiş uyğun razılığa (lisenziyaya) malik olan hüquqi və fiziki şəxslər (banklar, investisiya fondları, broker şirkətləri və s.) ola bilərlər. BFB-yə üzvlük haqqı 300 000 manat təşkil edir.

Birjanın təsisçiləri aşağıdakılardır:

TCFS Servises Ltd., Kontinent Bank, MBank, SiBank, Koçbank Azərbaycan, MostBank Azərbaycan, Yunayted Kredit Bank, Rotabank, Azəriqazbank, Mars Investment, Qlobal Sekyuritiz, Azərdəmiryolbank, Azərbaycan Beynəlxalq Bankı, Bay Bank, Rabitəbank, Birləşmiş Universal Səhmdar Bankı, Azərtürkbank, İstanbul Fond Birjası, İlk Bank.³¹

"Bakı Fond Birjası" qapalı tipli səhmdar cəmiyyətidir. Birja Azərbaycan Respublikası Konstitusiyasına, "Müəssisələr haqqında", "Səhmdar cəmiyyəti", "Hüquqi şəxslərin dövlət qeydiyyatı haqqında", "Qiymətli kağızlar haqqında" Azərbaycan Respublikası Qanunlarına, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 1997-ci il 27 yanvar tarixli 543 nömrəli "Bəzi sahibkarlıq fəaliyyəti növlərinə xüsusi razılıq (lisenziya) verilməsi haqqında" 1997-ci il 4 oktyabr tarixli 637 nömrəli "Xüsusi razılıq (lisenzia) tələb olunan fəaliyyət növlərinin siyahısının təsdiq edilməsi haqqında", 1999-cu il 26 iyul tarixli 161 nömrəli "Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin fəaliyyətinin təmin edilməsi haqqında" Fərmanlarına, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 1999-cu il 18 noyabr tarixli 202 nömrəli "Qiymətli kağızlarla fəaliyyət sahəsində bəzi fəaliyyət növlərinin lisenziyalasdırılması qaydalarının təsdiq edilməsi haqqında" Fərmanı ilə təsdiq edilmiş "Fond birjası fəaliyyətinə xüsusi razılıq (lisenziya) verilməsi qaydaları"na, digər Azərbaycan Respublikasının qanunlarına, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin fərmanlarına, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən qəbul edilmiş normativ-hüquqi aktlara və Birjanın Nizamnaməsinə müvafiq olaraq fəaliyyət göstərir.

Bakı Fond Birjasının aşağıdakı vəzifələri vardır:

- qiymətli kağızlar bazarında ticarəti təşkil etmək;
- birja üzvlərinə qiymətli kağızlarla əməliyyatların həyata keçirilməsi üçün zəruri olan şəraiti təşkil etmək;
- qiymətli kağızların dövriyyəsinə, onların məzənnəsinin müəyyən edilməsini və bu məlumatın maraqlı şəxslərin tanış olması üçün dərc edilməsini təşkil etmək;
- birja fəaliyyəti ilə əlaqədar müxtəlif qaydaları və digər sənədləri hazırlayıb təsdiq etmək;
- qiymətli kağızların kotirovkasını həyata keçirmək;
- öz üzvlərinə təşkilati, məlumat, məsləhət xidmətləri göstərmək;
- analitik tədqiqatlar və bazar indekslərini aparmaq;
- depozitar fəaliyyəti həyata keçirmək;
- qarşılıqlı öhdəliklərin müəyyən edilməsini (klirinqi) həyata keçirmək;
- öz üzvlərinin birja əqdlərində iştirakı üçün aldıkları haqdan fond birjasının xeyrinə ayırmaların, birja tərəfindən göstərilən xidmətlərə görə birja üzvlərinin haqlarının və başqa ödəmələrin, birja nizamnaməsinin, ticarət qaydalarının və digər daxili sənədlərin tələblərinin pozulmasına görə ödənilən cərimələrin miqdarı və yığılması qaydasını müəyyən etmək;
- birjada tədavi ilə buraxılmış qiymətli kağızların siyahıya daxil edilməsi (listinq) və siyahıdan çıxarılması (delisting) üsulunu müəyyən edilmiş qaydada müstəqil müəyyən etmək;
- birjanın nizamnaməsinin, onun ticarət qaydalarının və birjanın digər daxili sənədlərinin tələblərinə birja üzvləri tərəfindən riayət edilməsinə nəzarət etmək;
- qanunvericiliklə müəyyən edilmiş digər hüquqları həyata keçirmək;
- qiymətli kağızların tədavülü üçün zəruri şərait yaratmaq;
- qiymətli kağızların ticarətinin aşkarlığını təmin etmək;
- arbitrajı təmin etmək;
- birjada bağlanmış əqdlərin icra olunması təminatlarını təmin etmək;

³¹ Bakı Fond Birjasının Nizamnaməsi

• öz üzvlərinə əqdlərin aparıldığı yer və vaxt haqqında, birjada tədaviyə buraxılmış qiymətli kağızların siyahısı və qiymətləri (kotirovkası) haqqında ticarət sessiyasının nəticələri haqqında xəbər vermək.

Birjanın idarəetmə strukturu aşağıdakılardan ibarətdir:

- Birjanın təsisçilərinin (səhmdarların) ümumi yığıncağı;
- Birjanın Müşahidə Şurası;
- Birjanın İdarə Heyəti;
- Birjanın maliyyə-təftiş komissiyası.

Bakı Fond Birjasında müxtəlif qiymətli kağızlar və əqdlər üzrə hərraclar keçirilir. Aşağıdakı cədvəllərdə bu hərracların keçirilmə vaxtı, qiymətli kağızın emitenti, qiymətli kağızların dövriyyədə olma müddəti barədə məlumat verilmişdir.

Dövlət Qısamüddətli İstiqraz Vərəqələri (DQİV) üzrə hərraclar:

Emitent – Azərbaycan Respublikasının Milli Bankı; Dövriyyə müddəti – 3 ay; Qiymətli kağızın növü – diskont qiymətli kağız; Əsas alıcısı – Azərbaycan Respublikasında fəaliyyət göstərən banklar. Bakı Fond Birjasının rəqlamentinə əsasən, notlar üzrə ticarət 10.40-dan 16.50-ə qədər keçirilir.

Cədvəl 5.3

Hərracın tarixi	Ödəmə tarixi	Qeyd. nömrəsi	Emissiyanın həcmi (mlrd.AZM)	Yerləşdirmənin həcmi (AZM)	Ortaölçülmüş qiyməti üzrə gəlirlilik
03.02.03	05.05.03	10200105S	45	44 093 134 400	8.26%
13.02.03	13.02.03	10200205S	40	39 236 414 600	7.98%
03.03.03	03.03.03	10300305S	55	52 878 236 400	7.96%
19.03.03	19.06.03	10200405S	20	19 614 101 900	7.8%
05.05.03	05.08.03	10200505S	50	34 862 584 600	7.89%
13.05.03	13.08.03	10200605S	45	21 466 637 000	7.89%
19.06.03	19.09.03	10200705S	25	22 501 885 600	7.97%
05.08.03	05.02.04	10300805S	40	38 508 265 600	7.68%
13.08.03	13.11.03	10200905S	30	29 430 826 500	7.68%
03.09.03	03.12.03	10201005S	60	58 810 707 300	7.72%
19.09.03	19.12.03	10201105S	20	19 629 499 600	7.6%
13.11.03	13.02.04	10201205S	15	14 731 165 400	7.27%

03.12.03	03.03.04	10201305S	30	29 498 199 800	6.85%
19.12.03	19.03.04	10201405S	20	19 730 000 000	5.49%
Cəmi			495	444 991 658 700	
05.02.04	05.05.04	10200106S	20	19 794 594 100	5.17%
13.02.04	13.05.04	10200206S	20	19 764 541 600	4.84%
05.05.04	05.08.04	10200306S	20	19 787 368 200	4.29%
05.08.04	05.11.04	10200406S	20	19 804 505 700	3.92%
Cəmi			80	79 106 009 600	
13.05.05	12.08.05	10200208S	25	7 786 246 700	10.53%
24.05.05	23.08.05	10200308S	20	19 469 389 900	10.96%
16.06.05	18.07.05	10200408S	10	9 908 132 700	10.59%
04.07.05	01.08.05	10100608S	10	9 921 281 800	10.38%
18.07.05	15.11.05	10600708S	20	16 305 467 100	10.21%
01.08.05	01.09.05	10100808S	25	24 563 561 200	10.21%
12.08.05	13.02.06	10300908S	20	6 806 190 400	10.75%
23.08.05	23.09.05	10101008S	30 000	29 737 617 100	-
01.09.05	30.09.05	10101108S	30	26 670 984 900	10.66%
15.09.05	16.01.06	10601208S	20	8 333 434 900	10.66%
19.09.05	19.10.05	10101408S	30	29 694 000 000	12.53%
23.09.05	21.10.05	10101308S	35	13 365 978 400	12.36%
30.09.05	30.01.06	10601508S	35	16 723 747 300	12.10%
14.10.05	13.01.06	10201608S	25	6 326 853 700	12.44%
21.10.05	24.02.06	10701808S	15	7 872 094 200	12.44%
15.11.05	15.03.06	10601908S	20	19 214 342 200	12.44%
Cəmi			370	270 386 234 200	

Mənbə: www.bse.az

DQİV-lər üzrə təkrar bazar

Cədvəl 5.4

Tarix	Qeydiyyat nömrəsi	Əməliyyatların həcmi	Orta ölçülmüş qiymət
17.01.03	10202104S	4,029,070,000	98.27%
05.02.03	10202104S	1,090,759,600	98.98%
06.02.03	10301804S	4,983,000,000	99.66%
14.02.03	10200105S	650,556,200	98.42%
28.02.03	10200205S	555,088,800	98.42%

28.02.03	10202104S	508,904,900	99.59%
03.03.03	10202104S	1,963,499,000	99.67%
18.06.03	10200505S	1,079,988,000	98.90%
18.06.03	10200605S	509,808,000	98.80%
03.07.03	10200505S	1,985,800,000	99.29%
09.07.03	10200505S	1,086,976,800	99.54%
11.08.03	10300305S	1,397,694,000	99.48%
14.08.03	10300305S	3,982,619,800	99.56%
18.08.03	10300305S	1,993,120,000	99.65%
15.09.03	10200905S	885,068,800	98.78%
16.09.03	10201005S	1,000,626,300	98.39%
22.12.03	10201405S	2,107,908,400	98.87%
17.02.04	10200106S	992,000,000	99.20%
18.02.04	10200106S	1,389,080,000	99.22%
02.04.04	10200106S	3,014,026,400	99.44%
06.04.04	10200206S	984,252,800	99.52%
20.07.05	10100608S	999,589,800	99.66%
31.08.05	10600708S	506,970,200	98.06%
28.09.05	10101108S	2,517,236,700	99.93%
13.10.05	10101308S	5,075,259,700	99.73%
13.10.05	10300908S	3,022,490,000	95.80%
14.10.05	10600708S	390,536,500	98.87%
24.10.05	10300908S	258,642,900	96.87%
28.11.05	10701808S	5,165,465,200	97.48%

Mənbə: www.bse.az

Repo müqaviləsi qiymətli kağızların alqı-satqısı üçün əqdin bağlanmasıdır. Forvard öhdəlikləri ilə müşahidə olunan, tərəflərə müəyyən edilmiş qiymətlə əks əqdin bağlanması REPO kontraktı adlanır. REPO əməliyyatının əsas mahiyyəti qısamüddətli kredit deməkdir. Burada təminat forması olaraq satıla bilən qiymətli kağızlar (adətən, dövlət) və ya digər maliyyə aktivləri iştirak edirlər. Adətən belə kontraktlar bir neçə sutka müddətinə bağlanır. REPO müqaviləsi ilə ticarət uzun müddət ərzində aparıla bilər, lakin bu vaxt onların likvidliyi daha aşağı olacaqdır.

DQİV-lər ilə REPO əməliyyatları üzrə hərrac

Cədvəl 5.5

Açılma tarixi	Bağlanma tarixi	REPO-nun müddəti (gün)	Faiz dərəcəsi	Əməliyyatların həcmi (AZM)
14.03.02	17.03.02	3	13,09%	350 484 875
14.03.02	21.03.02	7	13,00%	29 786 250
04.04.02	11.04.02	7	13,07%	139 425 876
06.06.02	13.06.02	7	10,00%	50 260 500
06.06.02	21.06.02	15	12,00%	170 491 500
08.07.02	11.07.02	3	8,00%	24 859 625
08.07.02	15.07.02	7	10,00%	75 573 260
28.11.03	26.12.03	28	5,00%	1 800 000 000

Mənbə: www.bse.az

DQİV-lər ilə əks REPO əməliyyatları üzrə hərrac

Cədvəl 5.6

Açılma tarixi	Bağlanma tarixi	Əks REPO-nun müddəti (gün)	Faiz dərəcəsi	Əməliyyatların həcmi (AZM)
15.01.02	18.01.02	3	16,58%	7 697 280
30.08.02	02.09.02	3	13,00%	944 628
30.08.02	06.09.02	7	13,20%	944 628
30.08.02	14.09.02	15	13,50%	944 628
22.09.03	29.09.03	7	7,58%	14 775 690

Mənbə: www.bse.az

Hərracdankənar REPO əməliyyatları

Cədvəl 5.7

Açılma tarixi	Bağlanma tarixi	REPO-nun müddəti (gün)	Faiz dərəcəsi	Əməliyyatların həcmi (AZM)
15.03.02	22.03.02	7	13,00%	49 663 550
19.03.02	22.03.02	3	13,09%	99 485 400
22.05.02	29.05.02	7	13,07%	299 488 631
29.05.02	05.06.02	7	13,07%	299 372 346
12.06.02	19.06.02	7	10,00%	195 807 244
20.06.02	27.06.02	7	10,00%	64 376 610
21.06.02	06.07.02	15	12,00%	271 310 688
10.06.03	10.06.03	0	0%	100 616 370

Mənbə: www.bse.az

Milli Bankın notları üzrə hərraclar: Emitent – Azərbaycan Respublikasının Milli Bankı; Dövriyyə müddəti – 3 ay; Qiymətli kağızın növü – diskont qiymətli kağız; Əsas alıcısı – Azərbaycan respublikasında fəaliyyət göstərən banklar. Bakı Fond Birjasının rəqlamentinə əsasən, notlar üzrə ticarət 10.40-dan 16.50-ə qədər keçirilir.

Cədvəl 5.8

Hərracın tarixi	Ödəmə tarixi	Qeyd, nömrəsi	Emissiyanın həcmi (mlrd. AZM)	Yerləşdirmənin həcmi (AZM)	Ortaölçülmüş qiymət üzrə gəlirlilik
14.09.04	14.12.04	50200107S	20	19,783,599,400	4,42%
22.09.04	22.10.04	50100207S	20	6,585,558,400	4,34%
24.12.04	04.02.05	50200607S	30	1,499,314,300	4,43%
29.12.04	03.01.05	50100907S	20	399,760,000	4,40%
17.01.05	18.04.05	50200109S	30	12,288,828,800	4,36
24.01.05	24.02.05	50100209S	20	19,922,778,200	4,55%
04.02.05	05.05.05	50200309S	30	21,796,427,400	4,53%
15.02.05	16.05.05	50200409S	30	29,649,610,400	4,74%
24.02.05	28.03.05	50200509S	20	15,569,532,600	4,63%
14.03.05	14.06.05	50200609S	30	29,645,378,100	4,67%
28.04.05	30.05.05	50201209S	20	9,527,892,000	4,97%
05.05.05	05.08.05	50201309S	30	5,493,893,600	4,99%
11.05.05	10.06.05	50101509S	20	4,996,430,300	4,94%
19.05.05	03.06.05	50101609S	20	6,998,104,400	9,15%
23.05.05	23.06.05	50201709S	20	7,101,611,400	11,02%
30.05.05	30.06.05	50101809S	20	16,040,750,900	10,43%
03.06.05	17.06.05	50101909S	10	9,499,789,300	10,59%

Mənbə: www.bse.az

Notlar üzrə təkrar bazarda əqdlər haqqında cədvəl

Cədvəl 5.9

Tarix	Qeyd. nömrəsi	Məbləğ (AZM)	Qiymət (AZM)
08.10.04	50100207S	99,730,000	99,73%
07.02.05	50200707S	999,000,000	99,90%
08.02.05	50201007S	3,016,668,000	99,56%
04.03.05	50200309S	5,980,768,000	99,20%
01.04.05	50100709S	19,926,000,000	99,63%
11.04.05	50200609S	3,104,386,500	99,15%
13.04.05	50200309S	996,300,000	99,63%
21.04.05	50100809S	1,998,200,000	99,91%
22.04.05	50200309S	4,997,971,400	99,74%
23.05.05	50201309S	3,500,352,000	98,88%
24.05.05	50200609S	3,119,415,300	99,63%

Mənbə: www.bse.az

6.3. Azərbaycanda ipoteka bazarının formalaşması qiymətli kağızlar bazarının inkişafına da müsbət təsir göstərəcək

Mənzil hər bir vətəndaş üçün uzun müddətə istifadə edilən dəyərli əmtəə hesab olunur. Hər bir vətəndaş mənzil almaq arzusunu reallaşdırmaq üçün mütləq müəyyən qədər vəsait əldə etməlidir. Bu baxımdan bütün dünyada geniş yayılmış ipoteka krediti ən səmərəli vəsaitdir.

İpoteka krediti mənzil almaq istəyən, lakin əlində əlavə vəsaiti olmayan vətəndaşa və bu sahədə bizneslə məşğul olan sahibkara eyni dərəcədə sərf edən bir maliyyələşmə formasıdır.

İpoteka girovun bir növüdür. Bu zaman girovun predmeti bir qayda olaraq girov qoyulan mülkiyyət olur. İpoteka kreditinin dünyada alman və Amerika modelindən geniş istifadə olunur. İkisəviyyəli ipoteka krediti sxemi adlandırılan Amerika modelində ilkin ipoteka bazarında verilən bu cür kreditlər daha sonra xüsusi yaradılmış agentliklər tərəfindən satılır. Sonradan bu agentliklər qiymətli kağızların buraxılışı yolu ilə kreditin verilməsini həyata keçirə bilir. Bundan fərqlənən birsəviyyəli ipoteka krediti sxemi adlandırılan alman modelində isə ipoteka kreditini vermiş ipoteka bankları sərbəst şəkildə qiymətli kağızların buraxılışı yolu ilə ipoteka kreditinin yenidən maliyyələşdirməsini həyata keçirirlər.

İpoteka kreditinin bir sıra üstünlükləri var. Ölkə vətəndaşları arasında bir qrup insanlar var ki, müəyyən qədər pulları olsa da, onlar mənzilin dəyərini bir dəfəyə tam ödəmək iqtidarında deyillər. Bu kateqoriyadan olan insanlar ipoteka kreditindən istifadə etməklə asanlıqla mənzil sahibi ola bilirlər. Bu halda yeni mənzil vətəndaşın mülkiyyətində olur. O, istədiyi vaxt həmin mənzili öz qiyməti ilə başqasına vermək hüququna (satmaq, kirayə vermək, vəsiyyət etmək və s.) malikdir. İpoteka krediti yolu ilə əldə edilən mənzili kirayə verməklə əlavə gəlir götürmək də mümkündür. Ən əsası isə budur ki, ipoteka kreditindən istifadə edən şəxs mülkiyyət sahibi olur.

Azərbaycanda yaşayış mənzillərinin kreditlə satılması şərtlərini müəyyən edən "İpoteka haqqında" qanun dövlət başçısı tərəfindən 7 iyun 2005-ci il tarixində təsdiq edilərək hüquqi qüvvəyə minib. Bu qanuna əsasən, ipoteka predmeti ipoteka qoyanın mülkiyyətində olan daşınmaz əşya, o cümlədən tikintisi başa çatdırılmamış daşınmaz əşya və rəsmi reyestrdə üzərində mülkiyyət

hüquqları qeydə alınan daşınan əşya ola bilər. Həmçinin yaşayış məntəqələrində olan torpaqlar, eləcə də torpaq qanunvericiliyinə uyğun olaraq ipotekasına yol verilməyən digər sahələrdən savayı dövlət və ya bələdiyyə mülkiyyətində olan torpaq sahələri ipoteka predmetidir. Bunlardan əlavə, xüsusi mülkiyyətdə olan fərdi və çoxmənzilli yaşayış evləri, habelə mənzillər, mehmanxanalar, istirahət evləri, bağ evləri və bu kimi başqa tikililər də ipoteka predmeti ola bilər. Dövlət və ya bələdiyyə mülkiyyətində olan mənzillərinə ipotekasına yol verilmir. Qanunda göstərilir ki, ipotekanın predmeti açıq bazarda və ya hərracda satıla bilər. Daşınmaz əşyanın ipotekası haqqında müqavilə daşınmaz əmlakın dövlət reyestrində, daşınan əşyanın ipotekası müqavilə isə daşınan əmlakın rəsmi reyestrində qeydə alınır. Yeri gəlmişkən onu da qeyd edək ki, "Azərbaycan Respublikasında ipoteka kreditləri sisteminin yaradılması haqqında" dövlət başçısının 16 sentyabr 2005-ci il tarixi fərmanına uyğun olaraq, Milli Bankın nəzdində İpoteka Fondunun Əsasnaməsi təsdiq edilmişdir. Azərbaycan Respublikasının Milli Bankı nəzdində Azərbaycan İpoteka Fondunun vəsaiti hesabına ipoteka kreditlərinin verilməsi Qaydaları da təsdiq edilmişdir. Bu Qaydalar Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə, "Azərbaycan Respublikasının Milli Bankı haqqında", "Banklar haqqında",

"İpoteka haqqında" Azərbaycan Respublikasının qanunlarına, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2005-ci il 16 sentyabr tarixli 299 nömrəli fərmanına və digər qanunvericilik aktlarına uyğun olaraq hazırlanmışdır və Azərbaycan Respublikasının Milli Bankı nəzdində Azərbaycan İpoteka Fondu (bundan sonra - AİF) tərəfindən müvəkkil kredit təşkilatlarından ipoteka kreditləri üzrə tələb hüquqlarının əldə olunması şərtlərini, həmçinin AİF-in vəsaiti hesabına müvəkkil kredit təşkilatları tərəfindən ipoteka kreditlərinin verilməsi və xidmət göstərilməsi şərtlərini müəyyən edir.

AİF-in vəsaiti hesabına verilən ipoteka kreditləri aşağıdakı tələblərə cavab verməlidir:

- kredit Azərbaycan manatı ilə verilməlidir;
- kredit Azərbaycan Respublikasının vətəndaşına verilməlidir;
- kredit 3 ildən 15 ilədək müddətə verilməlidir;

- kreditin məbləği 150 000 000 manatdan (30 000 yeni manatdan) çox olmamalıdır;

- kredit üzrə illik faiz dərəcəsi 12%-dən çox olmamalıdır;

- kreditin məbləği kreditin verildiyi tarixə ipoteka ilə yüklü edilən daşınmaz əmlakın bazar qiymətinin 70%-dən çox olmamalıdır;

- ipoteka kreditləri üzrə ödəniləcək aylıq məbləğ borcalanın (borcalanların) aylıq məcmu gəlirinin 50%-dən çox olmamalıdır;

- kreditin son ödəniş tarixinə borcalanın yaşı qanunvericiliklə müəyyən olunmuş pensiya yaş həddindən çox olmamalıdır;

- kredit daşınmaz əmlakın ipotekası ilə təmin olmalıdır;

- ipoteka ilə yüklü edilən daşınmaz əmlak müstəqil qiymətləndirici tərəfindən qiymətləndirilməlidir;

- ipotekasaxlayanın hüquqları qanunvericiliklə müəyyən edilmiş qaydada dövlət qeydiyyatına alınmalıdır;

- kredit üzrə əsas borc və hesablanmış faizlər hər ay bərabər hissələrlə (annuitent ödənişlər) ödənilməlidir;

- borcalanın həyatı və əmək qabiliyyəti, eləcə də ipoteka ilə yüklü edilmiş daşınmaz əmlak bazar qiyməti əsas götürülərək ipoteka ilə təmin edilən kreditin həcmindən az olmamaq şərtlə sığortalıdır;

- AİF tərəfindən müəyyən olunan digər tələblər.

Tərəflər arasında imzalanmış sənədlər əsasında yaranmış hüquqlar dövlət qeydiyyatına alındıqdan sonra müvəkkil kredit təşkilatı kredit dosyesinə daxil olan aşağıdakı sənədləri təhvil-təslim aktı ilə AİF-ə təhvil verir:

- kredit müqaviləsi;

- ipoteka müqaviləsi;

- ipoteka kağızı;

- ipotekanın dövlət qeydiyyatını təsdiq edən sənəd;

- borcalan haqqında kredit dosyesinə daxil olan sənədlər;

- ipoteka krediti hesabına alınmış yaşayış sahəsinə dair mülkiyyət hüququnu təsdiq edən sənəd;

- borcalan tərəfindən aparılan ödənişləri təsdiq edən sənədlər;

- ipoteka predmetinin müstəqil qiymətləndirici tərəfindən qiymətləndirmə aktı;

- sığorta müqavilələri.

Bütün bunlarla birlikdə, ölkəmizdə ipoteka kreditindən istifadənin genişlənməsində müəyyən problemlər yarana bilər. Məlumdur ki, ipoteka kreditinin əsas şərtlərindən biri bank sisteminin inkişaf etməsidir. Azərbaycanda bank sisteminin vəziyyətinin kifayət qədər əlverişli olmaması isə faktır. Üstəlik sahibkarlar tərəfindən onların müəssisələrində çalışan işçilərin rəsmi gəlirlərinin azaldılması banklara müştərilərinin real ödəmə qabiliyyətini qiymətləndirməkdə çətinlik yaradacaq və bu da onlar üçün kredit riskini artıracaq.

Odur ki, ipoteka krediti sisteminin Azərbaycanda müəşəkkil bir sistem kimi fəaliyyət göstərməsi üçün bəzi şərtlərə diqqət yetirilməlidir: İlk növbədə Azərbaycan ipoteka kredit sistemi mövcud olan dünya təcrübəsindən istifadə etməlidir. Bu sistem ölkəmizin makroiqtisadi vəziyyətinə və qanunvericilik bazasına uyğun olmalıdır. Azərbaycan əhalisinin psixi aspektləri də mütləq nəzərə alınmalıdır və ipoteka krediti sisteminə təkcə əhalinin yüksək gəlirli təbəqəsi deyil, həmçinin orta gəlirli təbəqəsi cəlb olunmalıdır. Bunlardan başqa, yaradılan ipoteka krediti sistemi inkişafedici xarakter daşmalıdır. Və ən əsası ipoteka krediti sistemi ölkənin bütün regionlarında inkişaf etməlidir.

Daha vacib bir məqam: əgər banklar əhaliyə kredit verməyə başlasa, onlar itirilən etibarını tez bir zamanda bərqərar edə bilər. Bank kreditinə namizəd olan şəxs bu zaman ipoteka kreditini təqdim edən bankda öz şəxsi və depozit hesablarını açacaq ki, bu da bankın balansında müsbət göstəricilər yaradacaqdır. Bütün bu problemlərin həll olunmasında ipoteka krediti böyük rol oynaya bilər. Düzdür, kommersiya bankları üçün ən vacib olan kreditin ödənilməsinin qiymətləndirilməsində borc alanın rəsmi şəkildə təsdiq olunmuş gəlirləridir. Bu sahədə isə yalnız dövlətin həyata keçirdiyi məqsədyönlü vergi siyasəti real gəlirləri "kölge"dən çıxartmaq imkanı verə bilər. Habelə ipoteka krediti zamanı riskin azaldılması məqsədilə kredit tarixi bürosu institutunun yaradılmasına böyük ehtiyac var. Bu isə kredit verən banklara ipoteka kreditini alan şəxs barəsində informasiya toplamağa imkan verəcəkdir.

Dövlət büdcəsi tərəfindən maliyyələşdirilən vəsaitlərdən çox, kommersiya bankları, əhali və investorlar tərəfindən cəlb edilən

maliyyə vəsaitlərinin səmərəliyi sisteminə əsaslanmaq lazımdır. Bunun üçün isə *AİF fondu* ipoteka qiymətli kağızları buraxmalıdır. Dünya ölkələrində olduğu kimi Azərbaycanda da ipoteka bazarının formalaşması həmçinin qiymətli kağızlar bazarına da müsbət təsir göstərəcəkdir. İqtisadiyyatın real sektoruna və əsasən də tikinti sahəsinə maliyyə resurslarının yenidən bölüşdürülməsi kimi fond bazarının ipoteka alətlərinə maraq artacaqdır. İkinci dərəcəli ipoteka qiymətli kağızları olan girov kağızlarının və ipoteka sertifikatlarının emissiyası üçün "Emissiya ipoteka qiymətli kağızları haqqında" qanunvericilik işlənilib hazırlanmalı və səmərəli mexanizim kimi fəaliyyət göstərməlidir.

Azərbaycanda fond bazarının bu seqmentinin yaradılması ilə bir sıra məsələlər işlənilib hazırlanmışdır. İpoteka kağızı üzrə hüquqlar və məzmunu öz əksini "İpoteka haqqında" Azərbaycan Respublikası Qanununda tapmışdır. İpoteka kağızı ipoteka müqaviləsinin qüvvədə olduğu müddətdə verilir. İpoteka kağızı bir nüsxədə tərtib edilir və ipoteka saxlayana verilir. İpoteka kağızı tərtib edildiyi halda ipoteka qoyanın, ipoteka saxlayanın, eləcə də onun digər qanuni sahiblərinin hüquq və vəzifələri ipoteka kağızına dair bu qanunda müəyyən edilmiş xüsusiyyətləri nəzərə alınmaqla həyata keçirilir. İpoteka kağızı onun qanuni sahibinin aşağıdakı hüquqlarını təsdiq edir:

- ipoteka predmeti üzərində ipoteka hüququnu;
- başqa sübutlar təqdim etmədən əsas öhdəliyin icrasını tələb etməsini;
- bu qanunun 34-cü maddəsində nəzərdə tutulmuş hallarda ipoteka predmetinə tutmanın yönəldilməsini.

İpoteka kağızı üzrə hüquqlar başqa şəxsə verildikdə verilmə qeydi ipoteka kağızının qeydə alındığı müvafiq reyestrə əlavə qeydiyyatata alınır. İtirilmiş, yaxud lazımı qaydada saxlanılmaması nəticəsində və ya digər səbəbdən korlanmış ipoteka kağızı üzrə hüquqlar ipoteka kağızının qanuni sahibinin ərizəsi əsasında ipoteka kağızı qeydə alınmış dövlət reyestrində saxlanılan ipoteka kağızının surətinə uyğun olaraq itirilmiş (korlanmış) ipoteka kağızının dublikatı verilməklə bərpa edilir. Dublikatın üzərində "dublikat" sözü qeyd edilməli, qeydiyyat orqanının səlahiyyətli şəxsi tərəfindən imzalanmalı, möhürlə təsdiq edilərək ipoteka kağızının qanuni

sahibinə verilməli və reyestrdə müvafiq qeydlər aparılmalıdır.

“İpoteka haqqında” Azərbaycan Respublikası Qanununun tətbiq edilməsi barədə” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2005-ci il 7 iyun tarixli 252 nömrəli Fərmanının 2-ci bəndinin icrasını təmin etmək məqsədi ilə Azərbaycan Respublikasının Nazirlər Kabineti “İpoteka kağızı”nın forması təsdiq edilməsi barədə 2005-ci il 5 sentyabr tarixində 165 nömrəli Qərar qəbul etmişdir (əlavə 1). Bundan başqa “İpoteka kağızənən dövlət qeydiyyatı Qaydaları”nın təsdiq edilməsi haqqında da 2006-cı il 13 fevral tarixində 44 nömrəli qərar qəbul edilmişdir. QKDK-da həmçinin, ipoteka kağızı təsisatının yaradılmasında mühüm rol oynayan “İpoteka kağızının dövlət reyestri” yaradılmışdır.

İpoteka kreditinin verilməsindən sonra Azərbaycan kreditörələri üç strategiyadan birini seçməlidir:

- krediti (girov kağızını) vasitəçiyə satmaq;
- ipoteka istiqrazlarının emissiyası üçün krediti (girov kağızını) əsas kimi istifadə etmək;
- krediti özünün uzunmüddətli portfelində saxlamaq və borc alandan ödəmə şəklində daxil olmalar formasında gəlir əldə etmək.

Birinci və ikinci strategiya qiymətli kağızların buraxılışını və yaxud sekyuritizasiyasını nəzərdə tutur. Geniş mənada sekyuritizasiya aşağı likvidli uzunmüddətli bank aktivlərinin investorlara satılması üçün uzunmüddətli borc qiymətli kağızlarına çevrilməsidir. Beləliklə ipoteka krediti üçün «uzun resursların» səfərbər edilməsində sekyuritizasiya yeganə vasitə hesab ediləcəkdir. Nəticə etibarilə ilə də kredit müəssisələri üçün risk azalacaqdır. Əsasən onun likvidliyinin aşağı düşmə riski, bazar riski və yaxud bazar faiz dərəcələrinin dəyişmə riski minimuma enəcəkdir. «Sekyuritizasiya» və «ikinci ipoteka bazarında» əməliyyatlar mexanizmləri mahiyyətə bir-birindən fərqlənsələr də ikisi də eyni nəticəyə - vəsaitlərin səfərbər edilməsinə gətirib çıxarır.

Sekyuritizasiya mexanizminin reallaşması ənənəvi maliyyə alətləri ilə müqayisədə Azərbaycan ipoteka bazarı üçün aşağıdakıları həyata keçirməyə imkan verəcəkdir:

- bazarda böyük tələbat olan xüsusi maliyyə alətlərinin verilməsi vasitəçiliyi ilə daha çox şəxsi kapital cəlb etmək;
- cəlb edilən resursların qiymətini aşağı salmaq;
- risklərin daha çevik bölüşdürülməsi yolu ilə maliyyə sferasının stabilliyini artırmaq.

Sekyuritizasiyanın tətbiq edilməsi üçün bir sıra şərtlər vacibdir və ipoteka qiymətli kağızlarının buraxılmasında əsas kimi çıxış edə biləcək kifayət qədər ipoteka mənşəli ipoteka kreditörələrinin olması çox vacibdir. Bununla yanaşı burada qapalı bir mühit yaranacaqdır: bir tərəfdən ipoteka qiymətli kağızlarının buraxılışı üçün kredit lazımdır, digər bir tərəfdən isə bu kreditlərin verilməsi üçün uzunmüddətli resurslar lazım olacaqdır ki, bu resursların da daha səmərəli ipoteka qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi ilə cəlb etmək mümkün olacaqdır. Bunun nəticəsində də ipoteka qiymətli kağızları yalnız ipoteka proqramlarının uzunmüddətli layihəsinin yenidən maliyyələşdirilməsi zamanı səmərəli maliyyə aləti ola bilər.

Azərbaycanda ipoteka qiymətli kağızlar bazarı formalaşdıqdan sonra bu bazarın qarşısında iki məsələni həll etmək duracaqdır. Bir tərəfdən kredit təşkilatları ipoteka qiymətli kağızlarını buraxmaqla yeni kreditlərin verilməsi üçün resurslar əldə edəcək, öz likvidliyini artıracaq və bunun nəticəsində də komission gəlir əldə edəcəkdir. Digər tərəfdən isə investorlar öz vəsaitlərini ayrı-ayrı kreditlərə deyil, bir çox kreditləri özündə əks etdirən müxtəlif göstəricilər üzrə diversifikasiya edilmiş qiymətli kağızlara vəsait yatırmaq imkanı yaranacaqdır.

İPOTEKA KAĞIZI

İP-№ 000000

(ipoteka kağızının tərtib edildiyi yer)

“ ” 20 - il
(ipoteka kağızının verilmə tarixi)

İpoteka qoyanın adı və ünvanı (olduğu yer) _____

İpoteka saxlayanın adı və ünvanı (olduğu yer) _____

Əsas öhdəlik üzrə borclunun adı və ünvanı (olduğu yer) _____
(əgər borclu şəxs ipoteka qoyan deyilsə)

İpoteka müqaviləsinin bağlandığı yer və tarix _____ “ ” 20 - il

Əsas öhdəliyin mahiyyəti, ölçüsü (məbləği), əmələ gəlməsi əsasları _____
(rəqəmlə və sözlə)

Əsas öhdəliyin əsaslandığı müqavilənin tərəfləri _____

Əsas öhdəliyin əsaslandığı müqavilənin bağlandığı yer və tarix _____

“ ” 20 - il

Əsas öhdəliyin icra müddəti _____

Əsas öhdəlik üzrə icra olunmalı ödənişlərin məbləğləri və ya bu məbləğləri müəyyənlədirməyə imkan verən şərtlər (əsas bora, faizlər və s.),
ödənişlərin müddətləri (dövriyyəti) _____

(əsas öhdəlik hissə-hissə icra olunmalıdır)

İpoteka qoyan aşağıdakı əmlakı ipoteka qoyur _____
(ipoteka predmeti olan əşyanın təsviri və yerləşdiyi yer)

İpoteka predmeti olan əşyanın hansı hüquqla ipoteka qoyana məxsus olduğu və
bu hüququ qeydə almış orqanın adı, dövlət qeydiyyatının nömrəsi, tarixi və yeri

İpoteka predmeti olan əşyanın digər yüklülükləri barədə məlumat _____

QEYD. Əsas öhdəlik icra olunmazsa ipoteka saxlayan ipoteka predmetinə
tutmanın yönəldilməsinə dair hüquqlarını qanunvericiliyə müvafiq qaydada
məhkəməyə müraciət edilmədən həyata keçirir.

İpoteka qoyan şəxsin imzası _____

Borclu şəxsin imzası _____
(əgər borclu şəxs ipoteka qoyan deyilsə)

Əsas öhdəliyin icrası barədə qeydlər _____

5.4. Регионларын социал-иqtисади инкишафында йени малыййяляшмя аляти бялядиййя гиймятли каьызларынын ролу

Regionlarda sosial-iqtisadi inkişafa nail olmağın ən vacib məsələlərindən biri bələdiyyə orqanlarının maliyyə resurslarının səmərəli səfərbəredilmə mexanizminin yaradılmasıdır. Regionlarda bələdiyyə qiymətli kağızlar bazarının formalaşmasına və dinamik inkişafına nail olmaq üçün həm dövlət həm də bələdiyyə orqanları tərəfindən məqsədyönlü tədbirlər həyata keçirilməlidir.

Dünyada ən inkişaf etmiş bələdiyyə törəmə bazarı amerikan bazarı hesab edilir. Amerikan bazarı bütün müasir bələdiyyə bazarlarından çox qabaq fəaliyyət göstərməyə başlayıb. Əgər biz xarici qiymətli kağızlar bazarının yaranma tarixinə diqqət yetirsək onların hamısının amerikan bazarı əsasında yarandığını görürük. Buna görə də biz hər bir ölkənin bazarını təhlil edərkən daha inkişaf etmiş modeli özümüz üçün qəbul etməli və sözsüz olaraq, burada ölkəmizin sosial-iqtisadi vəziyyətini, regionların inkişafını və bir sıra amillərini nəzərə almalıyıq.

ABŞ-ın bələdiyyə qiymətli kağızlar bazarına nəzər yetirsək görürük ki, bu bazar həcminə görə federal borc bazarı və korporativ qiymətli kağızlar bazarından sonra üçüncü yerdə durur və bütün bu faktorları nəzərə almaqla, Azərbaycanda da bələdiyyə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsinə xüsusi əhəmiyyət verilməlidir. Bələdiyyə qiymətli kağızlarının buraxılışı ilə bağlı bütün mərhələlər dəqiq işlənilib hazırlanmalıdır, çünki dövlət orqanı bələdiyyə qiymətli kağızlar bazarına çıxdığı zaman dövlət proqramı elə işlənilib hazırlanmalıdır ki, o, bu bazardan çıxmasın. Çünki, bazara yenidən daxil olmaq əlavə yeni maliyyə vəsaiti tələb edəcəkdir. Dövlət orqanı investorların etibarını qazanmaq üçün ən əvvəl etibarlı investisiya ab-havasını yaratmalı və bu işlə birbaşa bağlı olan məsul şəxslərin cavabdehliyini təmin etməlidir.

Azərbaycan Respublikasında bələdiyyə qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması məqsədi ilə «Azərbaycan Respublikasının dövlət və bələdiyyə qiymətli kağızlarının buraxılması, yerləşdirilməsi və tədavülü haqqında» Qaydalar 2000-ci il 9 fevral tarixində təsdiq edilmişdir. Bu Qaydalar «Qiymətli kağızlar haqqında» Azərbaycan Respublikasının Qanunua, «Bələdiyyələrin statusu haqqında» Azərbaycan Respublikasının

Qanununa və Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 1999-cu il 26 iyul tarixli 161 sayılı Fərmanı ilə təsdiq edilmiş «Azərbaycan Respublikası Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi haqqında» Qaydalara müvafiq olaraq dövlət və bələdiyyə qiymətli kağızlarının buraxılması, yerləşdirilməsini və tədavülünü tənzimləyir. Bələdiyyə tərəfindən veksellərin buraxılması Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə, «Azərbaycan Respublikasında veksellərin dövriyyəsi haqqında» Əsasnaməyə və bu Qaydaların müvafiq tələblərinə uyğun qaydada həyata keçirilir.

Qəbul edilmiş Qaydalara əsasən bələdiyyələr yerli büdcənin formalaşdırılması, yerli iqtisadi inkişaf proqramlarının həyata keçirilməsi, yerli əhəmiyyətli sosial, mədəni və məişət problemlərinin həll edilməsinin həyata keçirilməsi, alqı-satqı (əmtəə) əməliyyatlarının həyata keçirilməsi məqsədi ilə qiymətli kağızların buraxılışını həyata keçirə bilər. Bələdiyyə qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi hərrac, açıq satış və ya xüsusi yerləşdirmə üsulu ilə həyata keçirilə bilər. Bələdiyyə qiymətli kağızları qısamüddətli (1 ilədək), ortamüddətli (1 ildən-5 ilədək), uzunmüddətli (5 ildən artıq) ola bilər.

Bələdiyyə qiymətli kağızlarının dövlət qeydiyyatını Azərbaycan Respublikası Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi həyata keçirir. Lakin bu Qaydaların qəbul olunmasına baxmayaraq, bələdiyyə qiymətli kağızları səmərəli maliyyə mexanizmi kimi fəaliyyət göstərə bilmir.

Bələdiyyə orqanlarının qiymətli kağız buraxmaqla öz layihələrinin həyata keçirməsi ölkədə həyata keçirilən məqsədyönlü iqtisadi islahatlara bir stimül verəcəkdir. Qiymətli kağız buraxılışı bələdiyyələrə öz büdcə xərclərini tarazlaşdırmaq imkanı verəcəkdir ki, bu da yerli bələdiyyə orqanlarına teritorial təkrar istehsal prosesini idarə etmək imkanı verəcəkdir. Bələdiyyə qiymətli kağızlarının buraxılışı desentralizasiya və təmərküzləşmə prinsipləri əsasında həyata keçirilməsi öz səmərəli faydasını verəcəkdir.

Səmərəli bələdiyyə qiymətli kağızlar mexanizminin yaradılmasında ən vacib amil onun iqtisadi təhlükəsizliyinin təmin edilməsidir. İqtisadi təhlükəsizlik dedikdə, bu sistemin və onun bütün iştirakçılarının xarici və daxili təhlükələrdən iqtisadi müdafiəsi başa düşülür. İqtisadi təhlükəsizlik sisteminin əsas istiqamətlərindən biri bələdiyyə qiymətli kağızının dövrü silsiləsinin bütün mərhələlərində riskin minimuma endirilməsi hesab edilir.

Regionlarda səmərəli bələdiyyə qiymətli kağızlar bazarının

yaradılması məqsədi ilə qiymətli kağızın emitenti və investor arasında vasitəçi rolunu həyata keçirəcək xüsusi ixtisaslaşmış bank institutunun yaradılmasına böyük ehtiyac vardır. Bu zaman həmin banklar emissiya prosesinə nəzarəti və bələdiyyələr tərəfindən öhdəliklərin yerinə yetirilmədiyi zaman investorların müdafiəsini təmin edəcəkdir.

Səmərəli bələdiyyə maliyyə sisteminin yaradılmasında dövlət özü maraqlı olacaqdır, çünki bələdiyyə qiymətli kağızlar bazarı öz növbəsində dövlət və bələdiyyə maliyyəsinin bir hissəsini özündə əks etdirəcəkdir. Dövlət tərəfindən qiymətli kağızların emissiya prosesinə nəzarətin həyata keçirilməsi qiymətli kağızların etibarlılığını daha da artıracaqdır. Emissiya layihəsinin həyata keçirilməsi zamanı ilk növbədə bələdiyyə ehtiyaclarının maliyyələşdirilməsi şərtləri təmin edilməlidir. Bu zaman layihənin bütün iştirakçıları üçün risk azaldılmalı və bütün sivil dövlətlər üçün xarakterik olan azad rəqabət mühiti yaradılmalıdır. Bələdiyyə qiymətli kağızlarının fond bazarında uğurlu yerləşdirilməsi fiziki və hüquqi şəxslərin investisiya aktivliyindən daha çox asılı olacaqdır.

Əhalinin əmanətləri qiymətli kağızların buraxılışı vasitəsi ilə kapitalın təkrar istehsalı prosesinə aktiv şəkildə cəlb edilə bilər. Bu zaman bələdiyyə qiymətli kağızları şəxsi yatırımlar üçün iqtisadi maraq doğura bilər.

Bələdiyyə qiymətli kağızlarının etibarlılığının artırılması zamanı əsas vəzifələrdən biri emitentin və investorun kredit və bazar risklərinin minimuma endirilməsidir. Risklərin azaldılması və bələdiyyə qiymətli kağızlarının etibarlılığının artırılması məqsədi ilə üçüncü tərəf kredit riskini öz üzərinə götürə bilər. Xarici təcrübədə investisiya kompaniyalarının köməkliyi ilə emitentin və investorun kredit riskinin azaldılması praktikasına tez-tez rast gəlinir.

Bələdiyyə qiymətli kağızlarının etibarlılığının artırılması vasitələrindən biri də kredit riskinin sığortalanması ola bilər. Bu metod daha çox Qərbi Avropa dövlətlərində istifadə edilir. Bu da öz növbəsində Azərbaycanın sığorta bazarında yeni bir sistemin formalaşmasına səbəb olar.

Əlbəttə ki, Azərbaycanda bələdiyyə qiymətli kağızlar bazarı yaradıldıqdan sonra qarşıda bu bazarın tənzimlənməsi prosesi duracaqdır. Burada yalnız bələdiyyə qiymətli kağızları üzrə investorların hüquqları qoruna bilər. Bu zaman qiymətli kağızı buraxan orqanın yalnız qiymətli kağızların emissiyası üzrə deyil, həmçinin proses zamanı əmələ gələn kredit münasibətləri üzrə

məsuliyyətləri artırılmalıdır.

Bələdiyyə qiymətli kağızlarının emissiyasının formalaşdırılmasında dövlətin rolu az deyildir, çünki dövlət lazımi büdcə vasitələrini müəyyən edir və yerli maliyyə prosesi üzərində nəzarəti həyata keçirir. Əgər bu prosesdə dövlət administrator kimi deyil, bir nəzarətçi kimi çıxış edərsə, bələdiyyə qiymətli kağızlarının inkişafında pozitiv nəticələr əldə etmək olar. Ümumilikdə isə Azərbaycanda regionların iqtisadi inkişafı məqsədi ilə bələdiyyə qiymətli kağızlarının buraxılması ölkəmizin ümumi iqtisadi inkişafına səbəb olacaqdır.

5.5. Azərbaycanda korporativ idarəetmə sisteminin inkişafının xalq kapitalizminin formalaşmasına təsiri

Hazırkı dövrdə səhmdar cəmiyyətlər rəqabət və investisiya cazibədarlığını təmin etmək məqsədilə «korporativ idarəetmə» adını almış yeni idarəetmə prinsipindən istifadə etməlidirlər. Təbii ki, bu zaman onlar xarici təcrübədən geniş yararlanmalıdırlar. Keçmiş Sovet İttifaqı ölkələrində o cümlədən, Azərbaycanda özəl sektorun inkişafı üçün korporativ idarəetmə mühüm faktor hesab edilir, korporativ idarəetmə məsələlərinin yaxşı təşkili isə investorun etibarını və inamını qazanmaq imkanı verirdi.

Maliyyə və yaxud istehsal sektorunda korporativ idarəetmə sisteminin tətbiq edilməsi ölkəmizin inkişaf etdirilməsində çoxdan bəri qoyulan tələblərdən biridir. Bazar iqtisadiyyatı şəraitində bu tələblər kiçik aksionerlərin maraqlarının qorunması, investorların və kreditorların təhlükəsizliyinin təmin olunması, dövlətin maraqları baxımından bankların və şirkətlərin fəaliyyətində şəffaflığın əldə edilməsi ilə əsaslandırılır. Azərbaycan Respublikasında korporativ idarəetmənin tətbiq olunması beynəlxalq təşkilatlarla aparılan danışıqlar zamanı həmişə prioritet mövzu hesab edilib. Ölkədə korporativ idarəetmənin yaxşılaşdırılması istiqamətində bir sıra işlər görülmüş, qanunvericilik bazası inkişaf etdirilmiş, dövlət orqanlarının tənzimləyici funksiyaları təkmilləşdirilmişdir. Bu sahədə Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi (QKDK) tərəfindən 20 normativ akt qəbul edilmişdir ki, bunlardan da ikisi aksioner cəmiyyətlərə aid olmuşdur. Qəbul edilmiş bu yeni qaydalar qiymətli kağızlar bazarında illik hesabatın tərtib olunması, xidməti informasiyaların qorunması, onların istifadəsi və

təqdim olunmasını tənzimləyir.

Ən yeni tədqiqatlar iri korporasiyaların əsas iki modelini müəyyən edir.³²

1. Mülkiyyətçiliyi səpələnmiş və ya başqa sözlə desək, geniş səhmdar kütləsinə malik olan korporasiya W modeli (the widely-held corporation model). Söhbət əslində peşəkar menecerlər tərəfindən nəzarət olunan və onlara loyallıq edən Müşahidə şurası və passiv xırda səhmdarlardan ibarət Berli-minzin korporasiyasından gedir;

2. Üzərində cəmləşmiş mülkiyyətçiliyi və səhmdarları üstünlük təşkil edən – blokholderləri³³ olan korporasiya - B modeli (the blockholder model). Burada isə söhbət istədikləri kimi Müşahidə şurasını formalaşdırmaq (lazım gəldikdə ona sədrlik etmək) və menecerləri təyin və işdən azad etmək imkanına malik olan iri səhmdarlar tərəfindən nəzarət edilən şirkətlərdən gedir. Bu cür şirkətlərdə nəzarətçi səhmdarlar qismində çox hallarda varlı ailələr («ailə kapitalizmi» termini buradan yaranıb), nadir hallarda dövlət və maliyyə institutları və ya digər qeyri-maliyyə şirkətləri çıxış edir. W modeli anqlo-sakson ölkələrində, B modeli isə demək olar ki, dünyanın bütün ölkələrində yayılmışdır.

Bu iki modeldən Azərbaycan şirkətlərinin hazırkı durumuna daha çox B modeli uyğun gəlir. Eyni zamanda qeyd etmək lazımdır ki, Azərbaycanda «menecer kapitalizmi» iki paralel istiqamət üzrə formalaşmışdır və formalaşmaqda davam edir. Birincisi, menecerlər özəlləşdirmə prosesi nəticəsində əsas səhmdarlara çevrilmişlər, başqa sözlə, bu istiqamətin əsas xüsusiyyəti yüksək təbəqəli maddi işçilər kimi «idarəedicilərin kapitalizmi» deyil, daha doğrusu mülkiyyətçi olmuş «idarəedicilərin kapitalizmi»dir (və ya «insayder (daxili) kapitalizmi»). Digər isə, xarici səhmdarlar nəzarətin cəmləşməsi ilə özləri menecer qismində fəaliyyətə başlayırlar və ya bu funksiyaları səhmdarlar qrupunun etibarlı nümayəndəsinə («kiçik partnyora») həvalə edirlər, hansı ki, məqsəd sadəcə formal müqavilə və ya məvacib ilə deyil, daha çox iqtisadi və qeyri-iqtisadi maraqların kompleksi ilə bağlılıqlarıdır.

Bundan əlavə qeyd etmək vacibdir ki, Azərbaycan Respublikası Mülki Məcəlləsinə müvafiq olaraq 20% səhmə malik olan səhmdar şirkətin icra orqanına seçilə bilməz. Halbuki,

Azərbaycanda səhmdar cəmiyyətlərin əksəriyyəti özəlləşdirmədən sonra müvafiq hüquqi status almışlar və əsas səhmdarların və cəmiyyətin menecerlərinin (icra orqanlarının direktor və ya İdarə Heyəti) funksiyalarını bitirmişdir, yəni səhmdar cəmiyyəti olan əksəriyyət şirkətlərdə direktorlar eyni zamanda şirkətin əsas səhmdarlarıdır.

Korporativ idarəetməyə maraq bank sektorunda daha çoxdur və Azərbaycanda korporativ idarəetmənin inkişaf etdirilməsində flaqman bank sistemi hesab edilir. Azərbaycan Respublikasının Milli Bankı tənzimləyici bir orqan kimi banklar arasında korporativ idarəetmənin inkişaf etdirilməsi ilə məşğul olur. Bu məqsədlə Milli Bank «Kommersiya bankları üçün korporativ idarəetmənin effektiv standartlarının işlənilməsi və tətbiq olunması» üzrə layihə işləyib hazırlamışdır. Bu işin iqtisadiyyatın digər sahələrində geniş yayılması Azərbaycan Hökumətinin və beynəlxalq maliyyə donor təşkilatlarının üzünə düşür.

Azərbaycan Hökuməti korporativ münasibətlər sferasında institusional mühitin yaradılmasında böyük rol oynayır və bu da şəffaf və səmərəli biznes sisteminin tətbiq edilməsinə gətirib çıxarır. Bu zaman hüquqi tənzimlənmə korporativ münasibətlərdə maraqlı olan iştirakçıların maraqlarının qorunmasına istiqamətlənməlidir.

Mülkiyyət strukturu baxımından Azərbaycan ərazisində fəaliyyət göstərən səhmdar cəmiyyətlərdə (bundan sonra - SC) olan informasiya qıtlığı, SC-nin maliyyə şəffaflığı ilə bağlı olan məlumat çatışmazlıqları Azərbaycanda korporativ idarəetmənin ən əsas problemlərindən biridir. Hazırda maliyyə göstəriciləri ilə bağlı informasiyanın açıqlanması, açılmış informasiyalar üzrə nəzarət sisteminin təkmilləşdirilməsi, şirkətin direktorlar şurasının səviyyəsinin qaldırılması ilə bağlı olan həm tənzimləyici, həm də idarəetmə xarakterli bir sıra məsələlər vardır ki, bu məsələlər də həll olunmadan Azərbaycan şirkətlərində şəffaflığın artırılmasına nail olmaq qeyri-mümkündür.

Yerli səhmdar cəmiyyətlərdə korporativ idarəetmənin aşağı səviyyədə olmasına səhmdar cəmiyyətlərdə səhmdarların idarəetmə və gəlir əldə edilməsində iştirakı ilə bağlı bir çox hüquq pozuntularının olması dəlalət edir. Bu əsasən səhmdarların ümumi yığıncağının keçirilməsi mərhələsində özünü aşkar büruzə verir. Səhmdarlar keçiriləcək yığıncağın vaxtı, yeri, həmçinin yığıncağın gündəliyi barədə xəbərdar edilmirlər. Bundan başqa səsverməyə çıxarılaçaq məsələlər üzrə qərarların qəbul edilməsi üçün də lazımı

³² BMK-nin Azərbaycan Korporativ İdarəetmə Layihəsi www.ifc.org/acgp

³³ Qərarların qəbulunun qarşısını almağa səhm payına malik səhmdar

informasiyalar təqdim edilmir.

Hətta, elə səhmdar cəmiyyətlər vardır ki, kollegiyanın icraedici orqanının tərkibinə daxil olan şəxslər eyni zamanda demək olar ki, direktorlar şurasının da tərkibinin yarısını təşkil edir. Həmçinin, direktorlar şurasının və idarəetmə orqanının yığıncaqlarının bir yerdə keçirilməsi mübahisələrin yaranmasına səbəb olur.

Azərbaycanda korporativ idarəetmənin prinsiplərinin tətbiq edilməsi iki istiqamətdə dövlət səviyyəsində, SC səviyyəsində aparılmalıdır:

Bunun üçün isə bir sıra ilkin addımlar atılmalıdır. Bunlar aşağıdakılardan ibarət olmalıdır:

1. Hər bir SC ümumi strategiya çərçivəsində dividend siyasətini işləyib hazırlamalıdır. Yalnız bu yolla aksiyaların investisiya cazibədarlığına nail olmaq olar;

2. Korporativ idarəetmə strateji idarəetmə prinsipləri əsasında qurulmalıdır. Korporativ idarəetmə strategiyasının dəqiq işlənilib hazırlanması SC-nin bazardakı fəaliyyətinin şəffaflığını müəyyən edir və SC-ni bazarda investor üçün etibarlı partnyora çevirir;

3. Nizamnamə və təşkilati hüquqi sənədlər səhmdarların, menecerlərin, şəxsi personalın və biznes prosesinin digər iştirakçılarının maraqlarına uyğun idarə edilməlidir. Bunun üçün SC-nin idarəetmə orqanları səhmdarların ümumi yığıncağının nəzarət altında olmasını nəzərdə tutmalı, həmçinin səhmdarların, direktorlar şurasının və icraedici orqanların ümumi yığıncağının səlahiyyətlərini dəqiq müəyyən etməlidir. Bundan başqa qəbul edilən idarəetmə qərarları ilə bağlı informasiya dolğunluğu olmalıdır;

4. Korporativ idarəetmə birbaşa olaraq korporativ mədəniyyət anlayışı ilə bağlı olmalıdır. Korporativ ruh və korporativ etika SC-də qəbul edilmiş davranış normalarını özündə əks etdirir və bu normalara da həm sırası işçilər həm də top menecerlər əməl etməlidirlər;

5. Korporativ idarəetmə SC-də fəaliyyət göstərən bütün növ menecerlərin tam və daimi nəzarətini nəzərdə tutur. Səhmdarlar və işçilər tərəfindən daha aktiv nəzarətin həyata keçirilməsi üçün direktorlar şurası nəzdində aşağıdakı komitələrin yaradılması daha məqsədəuyğun olardı:

- daxili audit üzrə;

- təyinat nəzarəti üzrə;
- iri sövdələşmələr və risklərin qiymətləndirilməsi üzrə;
- dövlət idarəetmə və yerli icra hakimiyyəti orqanları ilə münasibətlər üzrə;
- səhmdarlarla iş və korporativ mübahisələrin tənzimlənməsi üzrə;
- strateji inkişaf üzrə.

Dünya praktikasında şirkətlər əsasən audit, korporativ idarəetmə, kadr, mükafatlandırma, strateji planlaşdırma və maliyyə komitələri ilə kifayətlənirlər.

6. Korporativ idarəetmə səhmdar cəmiyyətin qiymətli kağızlar bazarı ilə aktiv qarşılıqlı əlaqəsini (əsasən də açıq səhmdar cəmiyyət olduqda) nəzərdə tutur. SC fond bazarının iştirakçıları ilə uzunmüddətli qarşılıqlı müqaviləyə malik olmalıdır. SC-də qiymətli kağızlar bazarı ilə qarşılıqlı əlaqə funksiyasını həyata keçirəcək bölmələr və yaxud rəhbər işçilər olmalıdır.

Azərbaycan sahibkarları arasında korporativ idarəetmə ilə bağlı iki anlayış mövcuddur:

Birincisi, korporativ idarəetmə öz aksiyalarını xarici fond bazarlarında yerləşdirmək istəyən şirkətlərə lazımdır. İkincisi, daha yaxını korporativ idarəetmə biznesindən çıxaraq və satışdan qabaq SC-nin likvidliyini və kapitallaşmasını artırmaq istəyən şirkətlərə lazımdır. Maliyyə vəsaiti cəlb edilməsində maraqlı olan bir çox Azərbaycan sahibkarları səmərəli korporativ idarəetmənin tətbiq edilməsini vaxtın əbəs yerə sərf edilməsi kimi qiymətləndirməməlidirlər.

Çünki, səmərəli korporativ idarəetmə üçün açıqlıq və şəffaflıq prinsipi əsas meyardır, bu da çox vaxt Azərbaycan biznes metodları ilə üst-üstə düşür.

O cümlədən, Azərbaycanda fəaliyyət göstərən səhmdar cəmiyyətlərinin böyük əksəriyyətində səhmdarlar biznesin idarə edilməsinə operativ olaraq cəlb edilmiş, buna görə də daxili idarəetmə prosesi şəxsən onlara bağlanmışdır. Bu baxımdan da, korporativ idarəetmə sisteminin dəyişdirilməsi, özlərinin dəyişdirilməsinə bərabər bir haldır.

Biznesin tez bir zamanda inkişaf etməsi və ətraf mühitin daima dəyişməsi şəraitində SC-nin ən yaxşı menecerləri baş verən dəyişiklikləri nəzarətdə saxlamağı bacarmalıdırlar.

Onu da qeyd edək ki, bir çox Azərbaycan şirkətləri xarici

fond bazarlarından irihəcmli investisiyaların cəlb edilməsində maraqlı deyildir. Biznes sahibləri daha çox borcalanın şəffaflığına minimum tələblər irəli sürən dost maliyyə və sənaye strukturlarından kredit resurslarının alınmasına üstünlük verirlər.

Dünya təcrübəsi göstərir ki, səmərəli korporativ idarəetmə sisteminin qurulmasında bu nəticələr şirkətlərimiz üçün maneçilik törətməməlidir. Müasir Azərbaycan iqtisadiyyatında yaxın gələcəkdə açıq bazara çıxmağı planlaşdırmayan şirkətlər üçün bu cür sistemin yaradılması böyük əhəmiyyət kəsb edir. Çünki korporativ idarəetmə ilk öncə şirkətlərə idarəetmə prosesini qaydaya salmaq imkanı verəcək, daha sonra isə şirkətin biznesini yeni və daha keyfiyyətli səviyyədə inkişaf etdirmək imkanı verəcəkdir. Səmərəli korporativ idarəetmə səhmdarlar və menecerlər arasında yeni qarşılıqlı əlaqə prinsiplərinin qurulması işinin bünövrəsini təşkil edə bilər.

Bu gün Azərbaycanda investisiya yatırılacaq SC-nin seçilməsi zamanı ən vacib kriterilərdən biri olan bu SC-də həyata keçirilən korporativ idarəetmənin keyfiyyətinin də mütləq nəzərə alınmasıdır.

Yuxarıda qeyd edilənlərdən əlavə səmərəli korporativ idarəetmə investisiya yatırılmış kapitalın rentabelliyyəsinin artmasına da gətirib çıxaracaqdır. Səmərəli korporativ idarəetmə sisteminə malik olan SC-lər şirkət daxilində maliyyə və idarəetmə resurslarını daha dəqiq bölüşdürəcək, əlavə kapital lazım olduqda isə bu SC digər zəif rəqiblərinə nisbətən bazardan daha tez və kiçik faizlə vəsait cəlb edəcəkdir.

Ümumilikdə, səhmdar cəmiyyətlərində səmərəli korporativ idarəetmə sistemini yaratmaq üçün SC-nin fəaliyyət mərhələsini aşağıdakı prinsiplər əsasında təşkil etmək lazımdır:

- aksionerlərin ümumi yığıncağı;
- direktorlar şurası;
- top menecerlər (birinci və ikinci dərəcəli).

Fəaliyyət mərhələsi dedikdə, biz aksionerlərin ümumi yığıncağının, direktorlar şurasının və top menecerlərin rolunu, öhdəliklərini, funksiyalarını, səlahiyyətlərini və məsuliyyətini başa düşürük. Korporativ idarəetmənin hər bir elementinin öz quruluşu olmalıdır.

Səhmdarların ümumi yığıncağının işinin təşkili

Bir çox xarici dövlətlərdə səhmdarların ümumi yığıncağı şirkətin idarə edilməsində real fəaliyyət göstərən ali orqandır. Onun

səlahiyyətlərinə şirkət fəaliyyəti ilə bağlı vacib strateji məsələlərin qəbul edilməsi aiddir. Buraya mənfəət və zərərin bölüşdürülməsi, illik hesabatın təsdiq edilməsi, dividendlərin verilməsi, əlavə emissiya qiymətli kağızları haqqında qərarın qəbul edilməsi daxildir. Bundan başqa səhmdarların ümumi yığıncağı minoritar səhmdarların hüquqlarını təmin edir.

Azərbaycan Respublikasının «Səhmdar cəmiyyətlər haqqında» Qanununa əsasən isə səhmdar cəmiyyətin ali idarəetmə orqanı onun səhmdarlarının ümumi yığıncağıdır. Səhmdarların ümumi yığıncağının müstəsna səlahiyyətlərinə aşağıdakılar aiddir:

- cəmiyyətin nizamnaməsini və nizamnamə kapitalının miqdarını dəyişdirmək;
- cəmiyyətin direktorlar şurasının (müşahidə şurasının) və təftiş komissiyasının üzvlərini (müfəttişi) seçmək və onların səlahiyyətlərinə vaxtından əvvəl xitam vermək;
- cəmiyyətin icra orqanlarını yaratmaq və onların səlahiyyətlərinə vaxtından əvvəl xitam vermək, bir şərtlə ki, cəmiyyətin nizamnaməsində bu məsələlərin həlli direktorlar şurasının (müşahidə şurasının) səlahiyyətinə aid edilməsin;
- cəmiyyətin illik hesabatlarını, mühasibat balanslarını, mənfəət və zərər hesablarını təsdiq etmək, mənfəətini və zərərinə bölüşdürmək;
- cəmiyyətin yenidən təşkili və ya ləğvi haqqında qərar qəbul etmək.

Bu Qanunla səhmdarların ümumi yığıncağının müstəsna səlahiyyətinə aid edilmiş məsələlər həll edilmək üçün onun tərəfindən cəmiyyətin icra orqanlarına verilə bilməz.

Azərbaycan şirkətlərinin çoxunda səhmdarlar birbaşa olaraq biznesin cari idarə edilməsinə cəlb edilir. Praktiki olaraq eyni adamlar həm səhmdarların yığıncağında iştirak edir, həm də direktorlar şurasının da tərkib hissəsini təşkil edir və top menecerlər vəzifəsini tuturlar.

Səhmdarların ümumi yığıncağının işinin səmərəliliyinin artırılması məqsədilə Azərbaycanda fəaliyyət göstərən səhmdar cəmiyyətlərində səhmdarlar, direktorlar şurası və menecerlər arasında əlaqələrin səmərəliliyinin artırılması vacib amildir. Bunun üçün isə korporativ idarəetmə mərhələsi dəqiq qaydalar əsasında yaradılmalıdır ki, nəticədə də şirkətə yüksək ixtisaslı menecerlər cəlb olunacaq və səhmdarlar onlara öz inamını göstərəcəklər.

Direktorlar şurasının işinin təşkili

Xarici təcrübədə direktorlar şurasının təşkil edilməsinin iki modeli mövcuddur. Bir həlqəli və iki həlqəli model: ABŞ, Böyük Britaniya, Belçika, İtaliya kimi dövlətlər bir həlqəli modeli seçmiş, Almaniya, Hollandiya, Avstriya dövlətləri isə iki həlqəli modelə üstünlük vermişlər (Sxem 1).

Direktorlar şurasının bir həlqəli modelində şirkətdə vahid direktorlar şurası yaradılır, bunun da tərkibinə həm şirkətin direktor-menecerləri, həm də müstəqil direktorları daxil edilir. Adətən direktorlar şurasının tərkibi 11-13 nəfərdən ibarət olur.

İki həlqəli modeldə isə şirkətlərdə direktorlar şurası iki səviyyədə yaradılır - müşahidə və icraedici şuralar. Müşahidə şurası yalnız müstəqil direktorlardan, icraedici şura isə yalnız şirkətin direktor-menecerlərindən ibarət olur. Müşahidə şurası orta hesabla 14-16 nəfərdən ibarət tərkibdə təşkil edilir.

Azərbaycan qanunvericiliyinə qarışıq yanaşma xasdır. Bir tərəfdən qanuna uyğun olaraq, Azərbaycan səhmdar cəmiyyətlərində həm direktorlar şurasının yaradılması həm də idarə edilməsi nəzərdə tutulub. Bu da öz növbəsində iki həlqəli modeli xatırladır. Bundan başqa səhmdarlarının sayı əllidən çox olan cəmiyyətlərdə direktorlar şurası (müşahidə şurası) yaradılır³⁴. Bu halda direktorlar şurasının funksiyalarını səhmdarların ümumi yığıncağı həyata keçirir.

Direktorlar şurasının rolu və funksiyaları

Beynəlxalq təcrübədə direktorlar şurasının rolu və funksiyaları şirkət tərəfindən qəbul edilmiş model əsasında müəyyənləşdirilir. İki həlqəli modeldə direktorlar şurasının yuxarı təbəqəsini müşahidə şurası təşkil edir. Burada bir həlqəli modeldən fərqli olaraq, direktorlar şurası şirkətin əməliyyat fəaliyyətinə az cəlb edilir. Şirkətlərdə direktorlar şurasının funksiyaları bir-birindən fərqlənir. Bu da şirkətdə yaradılmış idarəetmə mədəniyyətindən asılı olur.

Bir qayda olaraq bir həlqəli modeldə direktorlar şurasının aşağıdakı sahələr üzrə səlahiyyətləri vardır (sxem 2):

- cari fəaliyyət göstəricilərinin məqsədli göstərişlərin tərtib

edilməsi və nailiyyətlərin qiymətləndirilməsi ;

- top menecerlərin fəaliyyətinin nəticələrinin qiymətləndirilməsi;
- direktorlar şurasının fəaliyyəti ilə bağlı məsələlərə müdaxiləsi;
- digər məsələlər: şirkətin auditorlarının daxili və xarici fəaliyyətinə nəzarət, şirkətin investisiya portfelinin təsdiq edilməsi və s.

Azərbaycan şirkətlərində direktorlar şurasının fəaliyyətində gələcək səmərəli artımı saxlayan iki «dar yer» vardır: direktorlar şurasının rolunun qeyri- müəyyənliyi və qeyd edildiyi kimi onun həddindən artıq operativ idarəetməyə cəlb edilməsi. Bu da əsasən iki səbəblə izah edilir. Birincisi, menecerlərin ixtisası, bilik səviyyəsi və əlaqələri heç də həmişə işin həcmi və çətinliyi ilə üst-üstə düşmür. Əgər şirkətdə yüksək ixtisaslı direktorlar şurası olarsa və menecer qarşıya qoyulan məsələləri həll edə bilmirsə, bu halda səhmdarlar səlahiyyətlərin daha çox direktorlar şurasına verilməsini istəyəcəklər. İkincisi isə Azərbaycan şirkətlərində qanunvericiliyi rəhbər tutaraq, direktorlar şurasının səlahiyyətləri kor-koranə müəyyən edilir və səhmdarlar direktorlar şurasının işində maksimal «əlavə dəyər» alınması barədə düşünmürlər.

Direktorlar şurasının tərkibi, onun üzvləri arasında öhdəliklərin bölüşdürülməsi və müstəqil direktorların rolu

Beynəlxalq təcrübədə yuxarıda qeyd edildiyi kimi direktorlar şurasının tərkibinə şirkətin direktor menecerləri və müstəqil direktorları daxildir. Müstəqil direktorların direktorlar şurasındakı fəaliyyəti sadə fəaliyyət deyildir. Qeyd etmək lazımdır ki, aparıcı beynəlxalq korporasiyalarda müstəqil direktorlar çox təcrübəli, peşəkar və hörmətli adamlar olurlar. Müstəqil direktorlar şirkətin strateji, maliyyə və əməliyyat fəaliyyəti ilə bağlı müzakirələrində iştirak etməklə, direktorlar şurası tərəfindən qəbul edilmiş qərarların keyfiyyətinin qaldırılmasına köməklik göstərirlər. Həmçinin idarəetmə informasiyasına birbaşa girişin olması onları müstəqil investorların və tənzimləyici orqanların gözündə şirkətdə korporativ idarəetmə ilə bağlı qaydaların və standartların yerinə yetirilməsində müstəqil zəmanətçiə çevirir. Səmərəli fəaliyyət üçün nadir hallarda olsa da direktorlar şurasının tərkibində komitələr yaradılır və bu komitələrin də tərkibinə direktorların bir hissəsi daxil edilir. Komitələrin sayı, öhdəlikləri və tərkibi ölkədən,

³⁴ «Səhmdar cəmiyyətlər haqqında» Azərbaycan Respublikasının Qanunu, Maddə 107.3

sahənin xüsusiyyətindən və direktorlar şurasının səlahiyyətlərini təşkil edən məsələlərdən asılı olur. Məsələn son zamanlar Amerika şirkətlərində aşağıdakı komitələr geniş yer almışdır (Sxem 3):

- audit üzrə;
- direktorlar şurasının üzvlərinin təyin edilməsi üzrə;
- rəhbərliyin fəaliyyətin peşəkar qiymətləndirilməsi və əmək haqqının ödənilməsi üzrə;
- korporativ idarəetmə üzrə;
- standartlar və etika üzrə;
- maliyyə məsələləri üzrə.

Direktorlar şurasının tərkibində aparıcı komitələrin yaradılması və müstəqil direktorların onlarda üzlüyü hazırkı dövrdə qərbdə də aktiv olaraq müzakirə edilir. ABŞ-ın korporativ dünyasının iflasından sonra korporativ idarəetmə üzrə məsələlərin tənzimlənməsində ABŞ-ın dövlət orqanları - Qiymətli Kağızlar və Birja üzrə Komissiyası, Birja Fondları və Nyu-York Fond Birjası, NASDAQ kimi institutları bu prosesin tənzimlənməsində böyük rol oynamağa başladılar. ABŞ-ın fond bazarında aksiyaları dövr edən şirkətlərdən direktorlar şurasının tərkibində audit, təyinat və kompensasiyalar və korporativ idarəetmə üzrə komitələrin yaradılması tələb edilir. Həmçinin müstəqil direktorların bu komitələrdə mütləq üzlüyü də tələb edilir.

Azərbaycan şirkətlərində həyata keçirilən təcrübə onu göstərir ki, bu şirkətlərdə beynəlxalq standartlara nadir hallarda riayət edilir və direktorlar şurasının tərkibinə müstəqil direktorlar daxil edilmir.

Direktorlar şurasının üzvlərinin əsasları

Dünyanın müxtəlif ölkələrində və şirkətlərində direktorlar şurası üzvlərinin əmək haqqı strukturu bir-birindən fərqlənsə də, adətən direktorlar şurasının üzvlərinin illik gəliri baza kompensasiya paketi və aksiya üzrə opsiyondan toplanır. Məsələn ABŞ şirkətlərində baza kompensasiya paketi dörd hissədən ibarət olur:

- aksiya üzrə opsiyon (25%);
- direktorlar şurasında üzlüyə görə illik təsbit edilmiş ödənişlər (50%);
- direktorlar şurasının hər iclasında iştirak etmək üçün ödənişlər (14%);
- şirkətin cari idarə edilməsində iştirakı üçün ödənişlər (11%).

Azərbaycan təcrübəsində təəssüflər olsun ki, aksiya üzrə opsiyunun istifadə edilməsi demək olar ki, yoxdur. Buna səbəb bütün holding şirkətlərinin vahid aksiyaya keçməməsi və mükəmməl aksiya bazarının olmamasıdır. Bu da öz növbəsində menecerin şirkətdən getdiyi halda bu və ya digər opsiyunun operativ qiymətləndirilməsinə imkan verir.

Azərbaycan səhmdar cəmiyyətlərində direktorlar şurasının tərkibində müstəqil direktorların olmaması həmçinin həmin cəmiyyətlərdə korporativ idarəetmə sisteminin qeyri-şəffaflığına gətirib çıxarır. Gizli razılaşmalar əsasında müəyyən edilən direktorlar şurasının üzvlərinin əsasları ictimaiyyətdən gizlədilir. Bu halda isə investorların etibarına güvənmək olmaz.

Top-menecerlərin və direktorlar şurasının qarşılıqlı əlaqəsinin təşkili

Beynəlxalq təcrübədə direktorlar şurası və top menecerlərin qarşılıqlı əlaqəsini müəyyən edəcək vahid standartlar yoxdur və praktiki olaraq hər bir şirkətin öz şəxsi uğuru vardır. Bu cür qarşılıqlı əlaqənin səmərəli formasına aid bir neçə misal gətirmək olar:

- Amerika əczaçılıq şirkətlərində vacib məsələlərin həll edilməsi üçün şirkətin direktorlar şurasının üzvlərindən və menecerlərindən ibarət komitə yaradılıb. Nəticədə direktorlar şurası daha tez qərar qəbul etməyə başlamış, onun üzvləri isə cari məsələləri daha yaxşı həll etməyə başlamışlar;

- İri xarici sənaye şirkətlərinin birində top-menecerlər növbə ilə direktorlar şurasının iclaslarında iştirak etməyə başlamış və onların hər biri öz-özlüyündə direktorlar şurası üzvünün yerində olmağın nə olduğunu başa düşmüşlər. Nəticədə direktorlar şurası və menecerlərin qarşılıqlı anlaşılması və əlaqəsi yoluna qoyulmuşdur.

Azərbaycan şirkətlərində top menecerlər və direktorlar şurası arasında qarşılıqlı əlaqənin təşkilində əsas maneə həmin səhmdar cəmiyyətlərdə direktorlar şurası və baş direktorun səlahiyyətlərinin düzgün bölünməməsidir. Bu da hər iki orqanda korporativ idarəetmənin səmərəliliyinin aşağı düşməsinə gətirib çıxarır.

Korporativ idarəetmə sistemində ən vacib amillərdən biri də hələ ki, hamının çox az diqqət göstərdiyi korporativ katibdir. Korporativ katib bütün maraqlı tərəflərin maraqlarının müdafiəsi üçün korporativ idarəetmə sistemində nəzərdə tutulmuş

mərhələlərin yerinə yetirilməsinə cavabdehdir. Korporativ katib sistem daxilində əlaqəni həyata keçirir, direktorlar şurasının rəhbərləri və üzvləri və şirkətin menecerləri ilə qarşılıqlı əlaqə yaradır. O, direktorlar şurası üçün informasiyanın hazırlanmasına cavabdehlik daşıyır. Hələ ki, bizdə bu vəzifəyə ehtiyac yoxdur. Bu vəzifəyə yalnız şirkətdə səhmdarların sayı artdığı zaman ehtiyac yarana bilər.

Azərbaycanda korporativ idarəetmə sisteminin həyata keçirilməsi yeni biznesin yaradılması və idarə edilməsini yüngülləşdirəcək, daxili və xarici investorların Azərbaycan şirkətlərinə olan cazibədarlığını artıracaq, həmçinin yerli şirkətlərin rəqabət qabiliyyətini artıracaqdır.

Azərbaycanda korporativ idarəetmə layihəsi Beynəlxalq Maliyyə Korporasiyası (BMK) tərəfindən İsveçrənin İqtisadi Məsələlər üzrə Dövlət Katibliyinin (seco) nəcib dəstəyi ilə həyata keçirilir. Layihənin əsas məqsədi Azərbaycan Respublikasında fəaliyyət göstərən səhmdar cəmiyyətlərdə və banklarda korporativ idarəetmə təcrübəsinin təkmilləşdirilməsidir. Layihənin ümumi dəyəri 2.1 milyon ABŞ dollarıdır. Azərbaycanda korporativ idarəetmə üzrə layihənin əsasən 4 istiqamətdə aparılması nəzərdə tutulur:

- səhmdar cəmiyyətlərlə iş;
- Azərbaycanın hökumət strukturları ilə iş;
- Azərbaycanın təhsil müəssisələri ilə əməkdaşlıq;
- ictimaiyyətin məlumatlandırılması kampaniyası.

Azərbaycanda korporativ idarəetmə sisteminin formalaşdırılması ilə bağlı olaraq Beynəlxalq Maliyyə Korporasiyası Bakı Fond Birjası ilə birlikdə 2006-cı ildə «Azərbaycanda Korporativ İdarəetmə: mövcud vəziyyət, problemlər və perspektivlər» mövzusunda Ümummilli Elmi Məqalələr Müsabiqəsi keçirilmişdir. Həyata keçirilmiş müsabiqənin əsas məqsədi Azərbaycanın tələbələrinə, elmi işçilərinə və tədqiqatçılarına korporativ idarəetmə sahəsində araşdırmalar aparmaq və məqalə yazmaq üçün müvafiq stimula vermək olmuşdur.

2005-ci ilin iyun, iyul, avqust və sentyabr aylarında Azərbaycan Korporativ İdarəetmə Layihəsi üzrə Gəncə, Lənkəran, Naxçıvan və Quba şəhərlərində dörd seminar keçirilib. Seminarlarda iştirakçılara qabaqcıl korporativ idarəetmə prinsiplərinin həyata keçirilməsinin üstünlükləri və məsrəfləri, səhmdarların hüquqlarının qorunması, səhmdarlara eyni yanaşma,

müşahidə şurası və idarə heyətinin rolu və vəzifələri haqqında məlumatlar verilmişdir. Seminarların keçirilməsində məqsəd Azərbaycanın bütün bölgələrində qabaqcıl korporativ idarəetmə təcrübələrini yaymaq və Azərbaycanın bütün şirkətlərinə investisiyaları cəlb etmək və fəaliyyətlərinin nəticələrini yaxşılaşdırmaq üçün eyni imkanlar yaratmaqdır. Şirkətlərdə və banklarda qabaqcıl korporativ idarəetmə Azərbaycanda biznesin şəffaflığını artıracaq və Azərbaycanın özəl sektorunun fəaliyyətini təkmilləşdirəcəkdir.

AKİL çərçivəsində səhmdar cəmiyyətlər kimi qeydiyyatdan keçmiş Azərbaycan şirkət və banklarının rəhbərləri və müşahidə şurasının üzvləri aşağıdakılarla təmin ediləcəkdir:

1) korporativ idarəetmə işləri sahəsində əldə edilmiş təcrübənin qiymətləndirilməsi;

2) korporativ idarəetmənin, o cümlədən idarə heyəti, rəhbərlik və səhmdarlar arasında münasibətlərin və strukturların təkmilləşdirilməsinə dair məsləhətlər;

3) şəffaf və məzmunlu maliyyə hesabatlarının hazırlanmasına dair tövsiyələr.

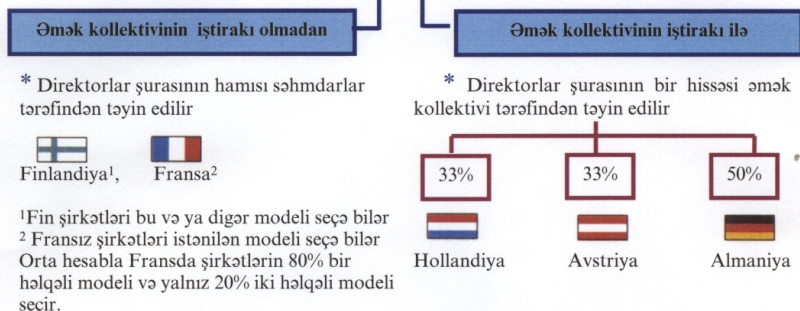
2004-cü ilin avqustundan Beynəlxalq Əməkdaşlıq üzrə Almanyanın Əmanət kassası fondu korporativ idarəetmənin metodlarının tətbiq olunmasında dörd Azərbaycan bankına texniki yardım göstərir. Bu sahədə Azərbaycana həmçinin ABŞ-ın Beynəlxalq İnkişaf üzrə Agentliyi də köməklik göstərir. Ölkədə yaranmış olan iqtisadi sabitlik korporativ idarəetmənin gələcək inkişafına təkan verəcəkdir.

Direktorlar şurasının təşkilinin bir və iki həlqəli modelləri

Bir həlqəli model	* Şirkətlərdə vahid direktorlar şurası yaradılır bunların tərkibi: > direktorlar – şirkətin meneceri > müstəqil direktorlar
* Direktorların qarşılıqlı əlaqəsi – menecerlər və müstəqil direktorlar ayrı-ayrılıqda	
* Menecərə həvalə edilmiş səlahiyyətlər şirkətin spesifikasiyasından asılı olur	



İki həlqəli model	* Hər bir şirkətdə iki səviyyədə direktorlar şurası yaradılır: nəzarətdici şura və icraedici şura
* Nəzarət edici şuranın bütün üzvləri qanuna uyğun olaraq müstəqil direktorlardır	
* İcraedici şuranın bütün üzvləri qanuna uyğun olaraq şirkətin menecerləridir	
* Menecərə həvalə edilən səlahiyyətlər qanunla məhdudlaşdırılıb	
* Adətən icraedici şuranın üzvləri nəzarətdici şura tərəfindən təyin edilir	

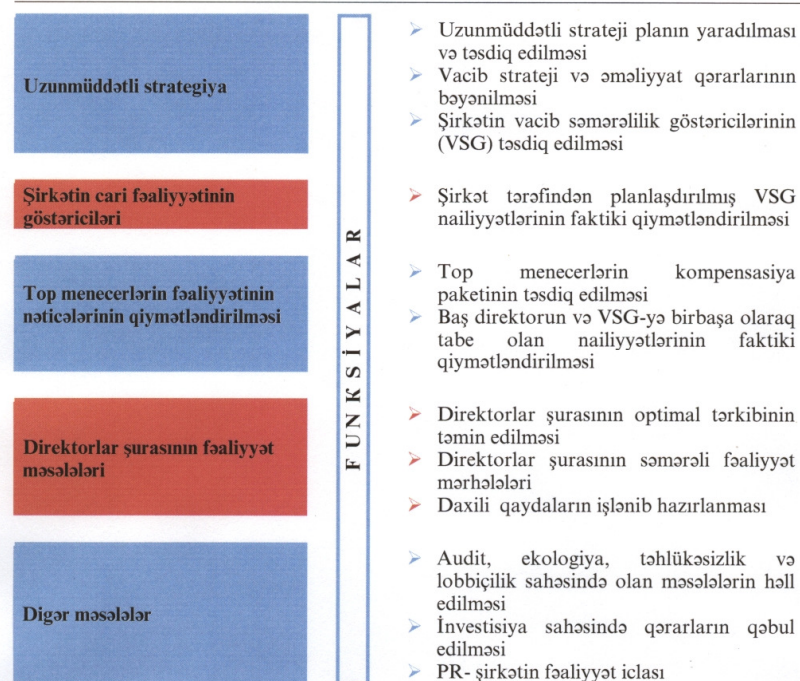


¹Fin şirkətləri bu və ya digər modeli seçə bilər

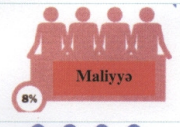
²Fransız şirkətləri istənilən modeli seçə bilər
Orta hesabla Fransada şirkətlərin 80% bir həlqəli model və yalnız 20% iki həlqəli modeli seçir.

Mənbə: Müvafiq dövlətlərin korporativ hüququ, McKinsey

Bir həlqəli modeldə direktorlar şurasının yeri və funksiyası



Mənbə: McKinsey təhlili

Komitələr	Rolu	% komitə yaratmış sənaye şirkətlərinin faizi
 Audit 98%	- Maliyyə hesabatının doğruluğunun təmin edilməsi - Daxili və xarici auditin idarə edilməsi	
 Direktorlar şurasının təyini 53%	- Sərbəst, müxtəlif və yüksək peşəkar tərkibə malik direktorlar şurasının təmin edilməsi - Direktorlar şurasına üzvlük və rəhbər qaydaların meyarlarının işlənib hazırlanması - Direktorlar şurasının təyin edilməsində iştirak etmək	
 Baş direktorun qiymətləndirilməsi və top menecerin əsərləri 88%	- Vəzifə təlimatlarının və baş direktorun vəzifələrinin işlənib hazırlanması - Top-menecer sisteminin əsaslarının işlənib hazırlanması - Baş direktorun və birbaşa onun tabeliyində olanların fəaliyyətinin rəsmi qiymətləndirilməsi	
 Korporativ idarəetmə 67%	- Direktorlar şurasının fəaliyyət mərhələsinin işlənib hazırlanması və yeniləşdirilməsi - Direktorlar şurasının hər bir üzvünün səmərəliliyinin şəxsi qiymətləndirilməsi - Şirkətdə korporativ idarəetmənin illik auditinin həyata keçirilməsi	
 Maliyyə 8%	Şirkətin aparıcı maliyyə göstəricilərinin monitorinqi: investisiya, kreditlər, borclar, dividend, emissiya, risk və s.	
 Standartlar və etika 19%	- Əməyin mühafizəsi, sənaye təhlükəsizliyi və ekologiya sahəsində standartlara əməl edilməsinə nəzarət - Top menecerlərə etik məsələlərin icazə verilməsi	

Mənbə: McKinsey

A

Adi veksəl – heç bir öhdəliyi olmayan veksəl verən vaxtı gələndə veksəl sahibinə müəyyən məbləğdə pul vəsaiti ödəməlidir.

Aksiya – sahibinə səhmdar cəmiyyətin kapitalında iştirak etmək və dividend şəkilində gəlir əldə etmək hüququ verən qiymətli kağız növü.

Aksioner kapital – aksiya formasında təqdim edilən kapital.

Aksiyanın balans qiyməti – aksiyanın real aktivlə təminatını xarakterizə edən göstərici.

Aksiya indeksi – birjada kotirovka edilən ayrı-ayrı aksiyaların kurs dəyişikliklərinin birgə informasiyası ilə bağlı olan rəqəm göstəriciləri.

Akvizisiya – müəssisənin aksiyalarının satın alınması, müəssisənin tamamilə ələ alınması.

Aksiyanın gəlirliyi – bazar qiyməti ilə münasibətdə faizlərlə ifadə olunmuş aksiya üzrə illik gəlir.

Akseptləşdirmə – şirkət aksiya buraxan zaman onlar əmanətçilərə satılmağa həvalə edildiyi üçün dəlilə firmasına satılmağa daxil olur.

Aqressiv investisiya siyasəti – yüksək risk dərəcəsinin olmasına baxmayaraq maksimum gəlir əldə edilməsinə yönəldilmiş siyasət.

Aqressiv investor – yüksək risk dərəcəsi zamanı hər

səvədləşmədən maksimal dərəcədə yüksək kurs fərqi əldə edilməsi məqsədini həyata keçirən investor.

Aqressiv investisiya portfeli – yüksək portfel riski zamanı maksimal artım əldə edilməsinə istiqamətləndirilmiş maliyyə alətləri portfeli.

Allonj – veksəl blankına yazılar yerləşdirməkdə keçirilən yazılar üçün veksəli yapılandırılan əlavə vəzifə.

Alpari – qiymətli kağızların, valyutanın, veksəllərin və b. bazar (birja) kursunun onların nominal dəyəri ilə uyğunluğu.

Alıcının opsiunu – ilkin mükafatlı opsiyon alıcıya müəyyən edilmiş fyuçers müqaviləsinə şərtləşdirilmiş qiymətlə almaq hüququ verir.

Aliş üzrə stop əmri – qiymətli kağızlar bazarında qiymətlə münasibətdə gözlənilən dəyişiklikdən gəlir əldə edilməsi məqsədi ilə sığortalama.

Amerikan opsiunu – müddəti başa çatanaqədər istənilən vaxt satıla bilən opsiyon.

Anderrayting – növbəti yerləşdirmə zamanı qiymətli kağızların yeni emissiyasının alınması ilə bağlı olan əməliyyat.

Aval – veksəlin üz tərəfində imza formasında ifadə edilmiş bank təminatı.

Auksion – əvvəlcədən müəyyən edilmiş vaxtda və təyin edilmiş yerdə bəzi malların ayrıca dəstələrlə satış qaydası.

«Ay» - qiymətin aşağı düşməsinə hesab edən ticarət iştirakçısı, qiymətlərin aşağı düşməsilə oynayan spekulyant.

«Aylar» (*birja jarqonu*) – qiymətli kağızların kursunun aşağı düşməsində əsas rol oynayan birja ehtikarları.

«Ay» bazarı – kursun aşağı düşdüyü bazar.

«Ay» **spərd** – müqavilənin yaxın ay üçün satılması və «aylar» tərəfindən təcrübədə istifadə edilən qiyməti gəlir əldə edilməsi məqsədilə təxirə salınmış ay üzrə müqavilənin alınması.

Avropa opsiyonu – yalnız müddəti başa çatan son gündə realizə edilə bilər.

Arbitraj portfel – əlavə investisiya tələb etməyən, baş verən faktorlara qeyri-həssas olan və müsbət gözlənilən gəlirə malik olan portfel.

B

Bazar əmri – müqaviləni bazar qiymətləri ilə əldə etmək göstərişi.

Bazis riski – fyuçers ticarəti zamanı cari və gələcək qiymət arasındakı fərqin dəyişilmə riski.

Bazis qiyməti – opsiyon sövdələşməsinin imzalanması zamanı təyin edilmiş qiymət.

Bazar qiyməti – qiymətli kağız üzrə cari qiymət, qiymətli kağızın satıla bildiyi qiymət.

Bazar üzrə kotirovka – gəlir və zərəri əks etdirən marj hesabların gündəlik dəqiqləşdirilməsi.

Birja – qiyməti kağızların, valyutanın, kütləvi əmtəələrin alqı-satqısının həyata keçirildiyi bazar forması.

Birja kursu – birja fondunda tədaviyə alınmış qiymətli kağızların dəyəri.

Birjanın açılış kursu – alıcı və satıcıların ilk kursları və yaxud günün ilk sövdələşməsinin kursu.

Birjanın bağlanış kursu – günün sonuncu kotirovkası.

Birja üzvü – birja müştərilərinin adından sövdələşmələr imzalayan fiziki şəxslər, iri broker firmalarının, bankların, investisiya firma və korporasiyalarının nümayəndələri.

Bürünc veksəl – uydurulmuş şəxsin adına yazılmış real təminatı olmayan veksəl.

Blank vekseli – veksəl sahibinin ancaq imzası olan, mətni isə doldurulmayan veksəl.

Broker – hesablama palatası və yaxud onların müştərilərinin tapşırıqlarını həyata keçirərək mükafat alan birja vasitəçisi.

Broker assosiasiyası – birja tərəfindən rəsmi olaraq qeydiyyatda alınmış broker birliyi.

Broker evi – iri aksiya partiyası ilə ticarət üçün kifayət qədər maliyyə vəsaitinə və ixtisasına malik broker firması.

Brokeraj – birjada aksiyaların və ya başqa qiymətli kağızların sahibi və ya gələcək sahibinin tapşırığı ilə aksiya və qiymətli kağızların alınması və ya satılması.

Ç

«**Çuxur**» - birjanın əməliyyat zalında fyuçers və opsiyonların alqı satqısının həyata keçirildiyi bir məkan.

D

Deport – kurs fərqinin əldə olunması məqsədilə azalmaya doğru oynayan spekulyantlar tərəfindən bağlanmış birja sövdələşməsi.

Diler - müxtəlif qiymətli kağızların ehtiyatının yaradılması yolu ilə öz hesabına maliyyə aktivlərinin ticarətini aparan şəxs. Qiymətli kağız almaqla ehtiyatı çoxaldır, satmaqla isə azaldır, beləliklə, alış və satış qiyməti hesabına gəlir əldə edilir.

Diskont – investisiyaya qoyulan alətlərin gələcək qiymətinin onların cari qiymətinə alınması.

Dispersiya – risklərin kəmiyyət qiymətləndirilməsində investisiya alətlərinin gələcək qiymətlərinin həyata keçirildiyi dərəcə.

Dividend – aksiyanın sayından asılı olaraq aksionerlər arasında paylaşıdırılan şirkət gəlirlərinin bir hissəsi.

Dividend siyasəti – ödənilən dividend və kapitallaşdırılan hissə arasında münasibəti müəyyən edən cəmiyyətin gəlirinin paylaşıdırılması üzrə firma siyasəti.

Dou Cons indeksi – XIX əsrin axırlarından Dou Cons firması tərəfindən dərc olunan ABŞ böyük kompaniyalar

qrupunun aksiya kurslarının orta göstəricisi.

Domisilirli veksəl – vekselin üçüncü şəxs (domisimant) tərəfindən tədiyəçinin yaşayış yerində və başqa yerdə ödənişinə aid qeyri-şərti olan veksəl.

Dostluq veksələri (*qarşılıqlı*) – real kommersiya sazişləri ilə əlaqəsi olmayan veksəllər: kredit verən hər bir veksəl üzrə başqasına borclu olur.

Dövlət borcunun konversiyası - gəlirlə bağlı olan istiqraz vərəqələrinin ilkin şərtlərinin dəyişdirilməsi.

E

Emissiya – dövriyyədə pul kütləsinin artmasına gətirib çıxaran pul nişanlarının və yaxud qiymətli kağızların dövriyyəyə buraxılması.

Emissiya qiymətli kağızların yerləşdirilməsi – emitent və ilk sahibkar arasında mülki-hüquqi sövdələşmənin imzalanması ilə qiymətli kağızın emissiyasının alınması.

Emissiya qiymətli kağız sertifikatı – qiymətli kağızın sayının yekun hüququnu təsdiq edən sənəd.

Emitent – qiymətli kağızların sahibləri qarışığında öz adından məsuliyyət daşıyan hüquqi şəxs və yaxud yerli icra orqanı.

F

Faiz – borc öhdəliklərindən istifadəyə görə borclunun kreditörə ödədiyi məbləğ.

Faiz norması – faiz ödənişlərinin ödənilməsi üzrə norma.

Fond bazarının alətləri – fond bazarında əməliyyat həyata keçirən alətlər müxtəlif qiymətli kağız növündə təqdim olunur.

Fond bazarının kapitallaşdırılması – fond bazarında həyata keçirilən əməliyyatların miqyasını xarakterizə edən göstərici.

Fond birjası – qiymətli kağızların alqı-satqısı barədə mərkəzləşdirilmiş təklif əsasında fəaliyyət göstərən institusional təşkil olunmuş qiymətli kağızlar bazarı.

Fond indeksi – fond bazarının konyuktura indikatoru, aparıcı şirkətlərin aksiyalarının qiymət kursu dinamikasının orta göstəricisi.

Forvard müqaviləsi – burada bir tərəf gələcəkdə müəyyən bir vaxtda lazım olan miqdarda əmtəə ilə təchiz etmək üzrə öhdəlik götürür.

Fors major – müqavilənin yerinə yetirilməsini mümkün olmayan məğlub edilməz gücə malik olan fəvqəladə hadisə.

Fyuçers müqaviləsi – gələcəkdə maliyyə sövdələşmələrinin və şəxsi əmtəələrin alqı-satqısı üzrə müqavilə

H

Hesabat palatası – müştərilərin birja əməliyyatlarına və bununla bağlı olan digər əməliyyatların gündəlik tənzim olunmasına cavabdeh olan orqan.

Həqiqi bazar – dilerin iri həcmli əməliyyatlar həyata keçirdiyi bazar.

«Hər şey və yaxud heç nə» əmri – müştəri icra etməyə razılıq verməmişdən əvvəl sifarişdə göstərilən bütün aksiyaların treyder tərəfindən satması və yaxud alınmasını əks etdirən əmr.

Holland auksionu – aukSIONda ümumilikdə təqdim olunan məhsulun satışı üçün müəyyən edilən aşağı qiyməti hesab edilir.

Horizontal spread – opsiON kollun və yaxud opsiON-putun alınması və digər ayda eyni realizasiya qiymətinə malik olan monotip opsiONun bir vaxtda satışı.

Hüduzsuz əmr – hər hansı bir şərtlərlə məhdudlaşmayan bazar.

X

Xedc – real əmtəələrlə ticarət sövdələşmələri bazarında fyusers müqaviləsinin alqı və yaxud satqısının gələcəkdə həyata keçiriləcək əməliyyatların müvəqqəti dəyişdirilmə forması.

Xedcer – fyuçers birjasında olduğu kimi eyni əmtəələrlə əməliyyatı həyata keçirən firma və yaxud fiziki şəxs.

Xedcinq – fyuçers müqavilələrinin alınması yolu ilə real əmtəə bazarında əmtəənin qiymətinin dəyişməsi zamanı ehtimal edilən zərərdən sığortalanmaq.

İ

İkili opsiON – ikiqat mükafatlı sövdələşmə hüququ verən opsiON.

İlkin bazar – emissiya edilmiş qiymətli kağızların alınıb-satılmasının həyata keçirildiyi bazar.

İkinci bazar – fond bazarı, ilkin bazarda dövriyyəyə buraxılmış və alınmış qiymətli kağızlar alınır və satılır.

İndosament – qiymətli kağızın, vekselin, çekin, konosamentin və s.-nin arxalarında olan ötürücü yazı. Həmin sənəd başqa şəxsə keçmək hüququnu təsdiq edir.

İnvestisiya – gəlir əldə edilməsi məqsədilə vəsaitlərin uzunmüddətli qoyuluşu.

İnvestisiya ab-havası – ölkədə investisiyanın cazibədarlığının və məqsədəuyğunluğunu müəyyən edən sosial, iqtisadi, siyasi, hüquqi-təşkilati şərtlərin ümumi xarakteristikası.

İnvestisiya bankı – uzunmüddətli kredit verilməsi, aksiyaların, istiqrazların digər qiymətli kağızların buraxılışı və yerləşdirilməsi investisiya fəaliyyəti ilə bağlı olan xidmətlərin göstərilməsində ixtisaslaşmış maliyyə-kredit institutları.

İnvestisiya brokerləri – fond bazarında qiymətli kağızlarla bağlı olan sövdələşmələri komission mükafatlar əsasında vasitəçilik fəaliyyətini həyata keçirən peşəkar təşkilatlar və yaxud ayrı-ayrı fiziki şəxslər.

İnvestisiya dileri – qiymətli kağızların alqısını öz adından və investorlar arasında onların növbəti yerləşdirilməsi məqsədi ilə öz hesabına fond bazarında vasitəçilik fəaliyyətini həyata keçirən peşəkar təşkilatlar və yaxud ayrı-ayrı fiziki şəxslər.

İnvestisiyanın diversifikasiyası – investisiya siyasətinin genişləndirilməsi və yaxud dəyişdirilməsi ilə bağlı olan investisiya strategiyasının növü.

İnvestisiya kompaniyası – qiymətli kağızlarla əməliyyatı həyata keçirən maliyyə-kredit institutları.

İnvestisiya konsultantı – investorlara məsləhətlər verən fiziki və yaxud hüquqi şəxs.

İnvestisiya fondu – qiymətli kağızlar bazarında aksioner cəmiyyət formasında fəaliyyət göstərən təşkilat.

İnvestisiya institutları – qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyət göstərən peşəkar təşkilatlar (investisiya bankları, investisiya kompaniyaları, fond birjalrı və s.).

İnvestisiya riski – investisiya fəaliyyətinin qeyri-müəyyənlik şərtləri ilə bağlı olan kapital və yaxud gəlirin itirilməsi formasında olan maliyyə itkilərinin baş vermə ehtimalı.

İnvestisiya siyasəti – yüksək risk dərəcəsinin olmasına baxmayaraq investisiya aktivlərindən optimal istifadə edilməsi və investisiya fəaliyyətinin təşkil edilməsi və idarə edilməsində həyata keçirilən kompleks tədbirlər.

İnvestisiya strategiyası – investisiya fəaliyyətinin uzun-müddətli məqsədlərinin müəyyən edilməsi və onların əldə edilməsi yolları.

İnvestor – vəsaitləri investisiya obyektlərinə yatan investisiya fəaliyyətinin subyekti.

İstiqraz – sahibinə istiqraz vərəqəsinin nominal dəyərində müəyyən faizli formasında əvvəlcədən müəyyən edilmiş miqdarda illik gəlir gətirən qiymətli kağızın bir növü.

İstiqrazın nominalı – istiqrazın üzərində ifadə edilmiş qiymət.

İstiqrazın gəlirliyi – bazar qiyməti ilə münasibətdə faizlərlə ifadə olunmuş istiqraz üzrə illik gəlir.

J

Jirat – vekseli alan (veksel göndərilən) şəxs.

Jiront – vekselə ötürücü yazı icra edən şəxs.

Jiro – vekselə, çekdə və s.-də ötürücü yazı (qeyd).

K

Komisiyon əməliyyat – bir tərəfin göstərişinə (komitent) əsasən digər tərəfin (komisioner) öz adından, lakin komitentin şəxsi hesabına həyata keçirilən əməliyyat.

Komisioner – qabaqcadan danışılmış mükafatla müştərinin hesabı və göstərişi əsasında öz adından qiymətli kağızların satışını həyata keçirən satış vasitəçisi.

Köçürmə veksəl – veksəl verənin (trassant) veksəl sahibinə (trassat) vekselə göstərilmiş məbləğin ödənilməsi barədə ödəyənün ünvanına yazılı göstəriş.

Konversiya – risksiz arbitraj sövdələşməsi: «uzun» fyuçers, «uzun» opsiyon-put və «qısa» opsiyon-koll və «qısa» opsiyon-put eyni qiymət realizasiyasına və bitmə müddətinə malikdir.

Kotirovka – fond birjalərində qiymətli kağızların kursunun müəyyən edilməsi və onların birja bülletenlərində dərc olunması.

Kovernot – broker tərəfindən sığortaçıya sığorta idarələrini göstərməklə onların sığorta müqavilələrinin bağlanmasını təsdiq edən arayış.

Kupon – qiymətli kağızın (məs: aksiyanın) kəsilmiş talonu.

Kupon taarifi – il üzrə istiqrazın nominal qiymətindən faizlərlə ifadə edilmiş ödəniş.

Kupyr – istiqraz vərəqələrində və başqa qiymətli kağızlarda göstərilən nominal dəyər.

Kurs – aksiyalar, istiqraz vərəqələri və başqa qiymətli kağızların alış və satış qiyməti.

Kurs artımı – qiymətlərin enməsi ardından birjada kursların artımı.

Kurtaj – birja sazişlərinin başa çatdırılması ifadəsi.

Q

Qeyri-sistematik risk – investisiya fəaliyyətinin konkret subyekti ilə bağlı olan investisiya riski.

«Qərrarsız» bazar – yeni faktorları qiymətləndirən bazar.

«Qətiyyətsiz» bazar – real tələb və təklifin və ya qiymətin real səviyyəsini müəyyən etmək imkanının olması ilə şərtləndirilmiş qeyri-müəyyən bazar vəziyyəti.

«Qısa» müqavilə – gələcəkdə qiymətlərin aşağı düşməsi hesabı ilə alınmış fyuçers müqaviləsi. Qiymətlərin aşağı düşməsinə gözləyən alıcı qısa mövqedə olur.

Qışqırıq sistemi – qiymətin elan edilmə qaydası.

«Qısa» xedc – fyuçers müqaviləsinin real əmtəə bazarından investorlar tərəfindən alınması qiymətlərin aşağı düşməsindən qorunmaq üçün istifadə edilir.

Qiymətli kağız – sahibkarlıq hüququnu və yaxud borc öhdəliyini əks etdirən, həmçinin dividend və yaxud faiz şəkilində gəlir ödənilməsinə təsdiq edən pul sənədi.

Qiymətli kağızın dövriyyəsi – qiymətli kağız üzrə hüquqi keçidi əks etdirən mülki-hüquqi sövdələşmələrin imzalanması.

Qiymətli kağızlar bazarı – maliyyə bazarının segmenti olub, alqı-satqının obyekti qiymətli kağızlar hesab edilən bazar.

Qiymətli kağızlar bazarının texniki təhlili – ayrı-ayrı göstəricilər əsasında müxtəlif növ

qrafiklərin qurulması yolu ilə bazar konyukturası və kurs dinamikasının qiymətləndirilməsinə əsaslanan təhlil.

Qiymətli kağızlar bazarının fundamental təhlili – emitentin fəaliyyət effektivliyinin, şirkətin maliyyə vəziyyətinin göstəricilərinin, sahənin inkişaf tendensiyasının qiymətləndirilməsinə əsaslanan təhlil.

Qiyməti kotirovka edilmiş kağız – birjada dövriyyə buraxılmış qiymətli kağız.

Qiymətli kağızların investisiya keyfiyyəti – gəlirlilik, risk və likvidlik baxımından qiymətli kağızların ümumi xarakteristikası.

Qiymətli kağızlar portfeli – əldə edilmiş qiymətli kağızlardan ibarət investisiya portfeli.

Qiymətli kağız üzrə vergi – qiymətli kağızların (aksiya, istiqraz vəs.) emissiyasına qoyulan vergi. Burada verginin dərəcəsi ya qiymətli kağızın növündən, ya da nominalından asılı olur.

L

«Ləng» bazar – çox az sayda sövdələşmələrin qeydə alındığı bazar.

Likvidlik – maliyyə aktivlərinin tez bir zamanda pula çevrilə bilmək qabiliyyəti.

Likvidasiya – «qısa» və yaxud «uzun» fyuçers mövqelərinin bağlanması ilə əlaqədar olan istənilən əməliyyat.

Limit kursu – kursun maksimal enib-qalxması.

Limiti təyin edilmiş əmr – qiymətlər müəyyən həddə çatdıqdan sonra müqavilənin alınıb və yaxud satılması üzrə göstəriş.

Linkic – müqavilələrin bir birjada alınmaqla (satılmaqla) digər birjada satılması (alınması) məqsədi.

Listinq üzrə komitə – aksiyaların birja cədvəlinə daxil edilməsi ərizələrinə baxan birja komitəsi.

Lot – birjada sövdələşmə vahidi.

M

Maliyyə bazarı – alqı-satqı prosesinin obyektı maliyyə aktivlərindən ibarət olan bazar.

Maliyyə investisiyası – vəsaitlərin ayrı-ayrı maliyyə aktivlərinə yatırılması: qiymətli kağızlar, paylar, pay iştirakı, bank depozitləri və s.

Medio (*lat. orta*) – birja sazişlərinin ayın ortasına (ayın 15-i) yerinə yetirilmə müddəti.

Marja – fond birjasında aksiya üzrə ilkin ödəniş hesab edilir.

Mövqe – fyuçers sövdələşməsi zamanı spekulyantın tutduğu mövqe (qalxmağa doğru və ya azalmaya doğru).

Marjamı satmaq – fyuçers müqaviləsinin ən yaxın müddətə satılması və uzun müddətə alınması.

«Möhkəm» bazar – əmtəənin qiyməti yüksək səviyyədə müəyyən olunduğu bazar.

Müqavilə – alıcı və satıcı arasında bağlanmış sövdələşmə.

N

Nağd ödəniş – opsiyon sövdələşmələrinin bağlanması zamanı hesabat növü.

«Nəzarətsiz» bazar – sövdələşmələrin imzalanmasına marağın olmadığı bazar vəziyyəti.

O

Opsion – müəyyən vaxt çərçivəsində qiymətli kağızın təyin edilmiş qiymətlə alınıb və satılması hüququnu verən müqavilə.

Opsion sahibi – opsiyonu almış şəxs.

Opsion-koll – opsiyonun müddəti başa çatanaqədər qiymətli kağız və yaxud fyuçers müqaviləsinin istənilən vaxtda şərtləşdirilmiş qiymətlə almaq hüququnu verən opsiyon.

Opsion-put – opsiyonun müddəti başa çatanaqədər qiymətli kağızları və yaxud fyuçers müqavilələrini təyin edilmiş qiymət üzrə satılan opsiyon.

Obliqo – veksel öhdəlikləri üzrə borc.

Onkol bazarı – alıcı tələb etməyə qədər qiymətlərin müəyyən edilmədiyi real əmtəələrin alqı-satqı sövdələşməsi.

Ortamüddətli investisiya – vəsaitlərin bir ildən üç ilə qədər yatırılması.

Ö

«Öküz» – qiymətlərin artımını gözləyən ticarət iştirakçısı: qiymətlərin artımı ilə oynayan spekulyant.

Ödəniş kuponları – istiqraz üzrə faiz gəlirinin dövrü ödənilməsi.

«Öküz» bazarı – yüksək tələbat nəticəsində qiymət artımının müşahidə olunduğu bazar.

«Öküz» spread – müqavilənin yaxın ay üçün alınması və «öküzlər» tərəfindən təcrübədə istifadə edilən qiymət fərqiindən gəlir əldə edilməsi məqsədilə təxirə salınmış ay üzrə müqavilənin satışı.

P

Paritet – mükafatla hesablanmış opsiyon-kollun satılma qiyməti və yaxud opsiyon-putun satılma qiyməti fyuçers müqaviləsi ilə üst-üstə düşdüyü vəziyyət.

«Parket» – qiymətli kağızların satışının elan olunduğu birjanın daxili hissəsi, birja agentlərinin korporasiyası.

Prima veksəl – vekselin ilkin alıcısının tələbi ilə eyni məzmunu malik olan veksel bir neçə nüsxədə tərtib olunur.

R

Raund-tern – «uzun» və yaxud «qısa» mövqelərin əks əməliyyat yolu ilə satılması.

Reaksiya – əvvəlki artımdan sonra qiymətin kəskin aşağı

düşdüyü zaman bazarda yaranmış vəziyyət.

Realizasiya qiyməti – opsiyonun realizasiyası zamanı opsiyon sahibinin müəyyən edilmiş fyuçers müqaviləsinə ala və yaxud sata bildiyi kurs.

Rekvirent (*lat. tələb edən*) – notariusa vekseli protest etmək tələbi ilə müraciət edən veksel sahibi.

Reliz – birja brokerləri və qiymətli kağız alıcıları arasında vasitəçi olmaq istəyən şəxsə birja brokerləri tərəfindən verilən komissiyon mükafatı.

Remitent – xeyrinə köçürmə vekseli (*tratta*) yazılan şəxs, birinci veksel sahibi.

Report – müəyyən müddətdən sonra almaq öhdəçiliyi ilə yeni daha yüksək kursla qiymətli kağızların satılması üzrə təcili birja sazişi. Report deportun əksidir.

Reyting – hər hansısa bir sinifə, kateqoriyaya və dərəcəyə aid olan qiymət.

S

Sabit bazar – heç bir tendensiya baxmayaraq qiymətlərin cari səviyyəsinin qorunub saxlandığı bazar.

«Sabit – sakit» bazar – bütün qiymətlərin yüksək səviyyədə olduğu lakin aktivliyin aşağı olduğu bazar.

«Sakit» bazar – qiymətlərin praktiki dəyişilməz vəziyyəti zamanı mülayim aktivliklə xarakterizə edilən bazar.

Satıcının opsiyonu – satıcıya müəyyən fyuçers müqaviləsini geriye mükafatla təyin olunmuş qiymətlə satmaq hüququnu verən opsiyon.

Satış üzrə stop əmri – fyuçers müqaviləsi göstərilən həddə çatdıqdan sonra «ən yaxın qiymət üzrə» satış barədə göstəriş.

Seq – qiymətlərin tədricən aşağı düşmə tendensiyası.

Sistemətik risk – investisiya fəaliyyətinin bütün iştirakçıları üçün ümumi olan risk.

Svitç – bir qiymətli kağızla öhdəliklərin ləğvi və digər qiymətli kağızla sövdələşmənin imzalanması.

Solo veksəl – ödəməni icra etməyə hüquq olan şəxsin imzası ilə veksəl.

Soraq qiyməti – hazırkı gündə ehtimala görə qiymətli kağız alına və yaxud satıla bilər.

Spekulyant – qiymətlərin qalxıb-enməsinə qabaqcadan bilmək və fyuçers müqavilələrini alıb-satmaqla gəlir əldə etməyə can atan şəxs.

Spot – təcili ödənişi nəzərdə tutulan nağd əmtəələr və yaxud maliyyə alətləri ilə sövdələşmə.

Spred – müxtəlif müddətlərdə və yaxud müxtəlif, amma yaxın olan bazarlarda eyni olan əmtəələrin və yaxud maliyyə aktivləri üzrə fyuçers müqavilələrinin eyni vaxtda olan alqı və satqısı.

Streddl – müxtəlif realizasiya qiymətinə malik olan opsiyon-put və opsiyon-kollun eyni vaxtda alqı və satqısını nəzərdə tutan opsiyon.

T

Taraz qiymət – tələb və təklif bərabər olduğu zaman müəyyən edilmiş bazar qiyməti.

Tratta – köçürmə veksəl.

Trassant – köçürmə vekseli – trattanı verən şəxs.

Trassat – köçürmə vekseli – tratta üzrə ödəməyə borclu olan şəxs.

Tendensiya – bazarda qiymətlərin dəyişilməsinin ümumi istiqaməti.

Tik – birja qanunları tərəfindən müəyyən edilmiş minimal enib-qalxma.

Treyder – adətən, öz hesabına və yaxud göstərişə əsasən əməliyyat həyata keçirən birja üzvü.

U

«Uzun» müqavilə – qiymətlərin gələcəkdə artım hesabı ilə alınmış fyuçers müqaviləsi. Qiymətlərin artımını gözləyən alıcı «uzun» mövqedə olur.

«Uzun» xədc – fyuçers müqavilələrinin real əmtəə bazarından alınması investorlar tərəfindən qiymətlərin yuxarı qalxmasından qorunmaq üçündür.

Uzunmüddətli investisiya – vəsaitlərin üç ildən artıq bir müddətə yatırılması.

V

Veksəl – abstrakt pul öhdəliyi olub ciddi təyin edilmiş qaydada borc alanın (veksəl verənin) kredit verənə (veksəl

sahibinə) verdiyi yazılı borc iltizamı.

Veksəl kursu – yerli valyuta xarici vekselin qiyməti.

Veksəl rekviziti – daxil edilən vekselin doldurulduğu zaman vacib göstəricilər məcmusu.

Vertikal spred – eyni ay üzrə lakin müxtəlif qiymət realizasiyasına malik olan opsiyon-putun və opsiyon-kollun alqı-satqısı.

Y

«Yaxud-yoxsa» əmri – icra edilməsinə başlanan an digər əməllərin avtomatik olaraq ləğv edildiyi əmr.

«Yaşıl-şantaj» – iri aksiya paketinin sahibinin səhmdar cəmiyyətə ondan aksiyaları ona əlverişli olan kursla almadıqda səhmdar cəmiyyətin əmlakını parçalamaq barədə hədələməsi addımı.

Z

«Zəif» bazar – əmtəənin qiymətinin orta səviyyədə kifayət qədər aşağı olduğu bazar və qiymətlər aşağı düşməyə başlayır.

M Ü N D Ə R İ C A T

Giriş.....	3
------------	---

I bölmə. Finans bazarları: pul və kapital (sərmayə) bazarları

1.1. Finans iqtisadiyyatının mahiyyəti	6
1.2. Finans bazarının növləri	16
1.3. Pul bazarı ilə kapital bazarı arasındakı əlaqələr	20
1.4. Beynəlxalq finans bazarlarının strukturu və çalışma mexanizmi	23
1.5. Малийя глобаллашмасы шяраитиндя малийя базарынын фяалийяты	38
1.6. Kapital bazarının xüsusiyyətləri, növləri, funksiyaları	41
1.7. Kapital bazarının strukturu	43
1.8. Kapital bazarı və birja.....	44
1.9. Fond birjası	45
1.10. Bank sektoru ilə sərmayə bazarı arasındakı fərqli yönlerin təhlili	68
1.11. Sərmayə bazarının sosial yönü və sərmayə bazarı ilə özəlləşdirmə arasındakı əlaqə	70

ЫЫ бюлмя. Гиймятли каьызлар базарынын характеристикасы

2.1. Qiymətli kağızlar bazarının təsnifatı	72
2.2. Qiymətli kağız bazarının inkişafı və onun kapital bazarlarına təsiri	73
2.3. Qiymətli kağızlar bazarının strukturu və növləri	76
2.4. Qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi	79
2.5. Qiymətli kağızlar bazarının funksiyaları.....	85
2.6. Beynəlxalq qiymətli kağız bazarlarında portfel investisiyasının təhlili	86
2.7. Гиймятли каьызлар базарынын модерн игтисадийятда ролу	107
2.8. Гиймятли каьызлар базарынын vəziyyətini öyrənilməsində istifadə edilən nəzəriyyələr	111
2.9. Qiymətli kağızlar bazarının iştirakçıları	117

III bölmə. İpoteka krediti sistemi və qiymətli kağızlar bazarı

3.1. Гиймятли каьызларын ипотека кредити системиндя йери ролу	131
3.2. Ипотека истигразы: харижи тяжрцбя вя onun işləмя mexanizmi	137

IV bölmə. Ыыьым-инвестиция ялагяси вя гиймятли каьызлар базарынын инвестиция просесиндя ролу

4.1. Ығым-investisiya əlaqəsi	147
4.2. Ығımı və investisiyanı stimullaşdıran amillər	149
4.3. Гиймятли каьызлар базарынын инвестиция потенциалы	151
4.4. Investisiya prosesinin maliyyə təminatı	153
4.5. Qiymətli kağızlar bazarında investisiya riskinin qiymətləndirilməsi	165
4.6. Fond bazarında investisiya fəaliyyəti	169
4.7. Kommersiya banklarının qiymətli kağızlar bazarındakı investisiya fəaliyyəti	170
4.8. Гиймятли каьызлар базарынын инвестиция imkanlarının fundamental və texniki тящлили	183

V bölmə. Azərbaycanca finans sisteminin vəziyyəti və inkişaf perspektivləri

5.1. Azərbaycanca finans bazarlarının formalaşması və inkişafı	198
5.2. Azərbaycanca fond birjasının fəaliyyət qaydaları (BFB)	205
5.3. Azərbaycanca ipoteka bazarının formalaşması qiymətli kağızlar bazarının inkişafına da müsbət təsir göstərəcək	221
5.4. Резионларын социал-игтисади инкишафында йени малийяляшмя аляти бялядийя гиймятли каьызларынын ролу	232
5.5. Azərbaycanca korporativ idarəetmə sisteminin inkişafının xalq kapitalizminin formalaşmasına təsiri	233

Игтисади	терминляр	лцьяти
.....		
.....		

Məmmədov Zəhid Fərrux oğlu
Hacıyev Rəmil Səbir oğlu

**«Xalq kapitalizminin formalaşmasında və inkişaf
etməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu»**

(Azərbaycan dilində)

Korrektorlar: Əfəndiyeva Xatirə Rəzim qızı
Salahova Gülxarə Əlizadə qızı