

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ  
AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ  
“MAGİSTRATURA MƏRKƏZİ”

*Əlyazması hüququnda*

Həsənzadə Fuad Maqsud oğlu

(Magistranın A.S.A)

“Qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modeli ” **mövzusunda**

**MAGİSTR DİSSERTASIYASI**

İstiqamətin şifri və adı: İİM 060403 – Maliyyə

İxtisaslaşma: Maliyyə bazarı

**Elmi rəhbər:**

i.ü.f.d.ş b\m. G.Ş.Ağabəyova  
(A.S.A., elmi dərəcə və elmi ad)

**Magistr proqramının rəhbəri:**

i.e.n., prof. R.Rzayev  
( A.S.A., elmi dərəcə və elmi ad)

**Kafedra müdiri:** i.e.d., professor Z.F.Məmmədov  
(A.S.A., elmi dərəcə və elmi ad)

**BAKI – 2015**

# MÜNDƏRİCAT

Səh

<b>Giriş.....</b>	<b>3-5</b>
<b>Fəsil 1. Qiymətli kağızlar və onun formalaşmasının nəzəri-metodoloji əsasları.....</b>	<b>6-35</b>
1.1 Qiymətli kağızların yaranması, onun iqtisadi inkişafda yeri və əhəmiyyəti...	6-18
1.2 Qiymətli kağızlar bazarında səhmlərin qiymətlərinin formalaşma xüsusiyyətləri.....	18-28
1.3 Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarı, iqtisadiyyatın davamlı inkişafında onun rolu.....	28-35
<b>Fəsil 2. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının qiymətləndirilməsi və onun müasir vəziyyətinin təhlili-----</b>	<b>36-64</b>
2.1 Qiymətli kağızlar bazarında səhmlərin dəyişilmə təmayülü və ona təsir edən amillər.....	36-53
2.2 Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsinin müasir vəziyyətinin təhlili.....	53-60
2.3. Qiymətli kağızların qiymətləndirilməsi-----	60-64
<b>Fəsil 3. Qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modelinin tətbiqi -----</b>	<b>65-83</b>
3.1 Qiymətli kağızlar bazarı xətti və B -əmsalı konsepsiyası.....	65-68
3.2 Qiymətli kağızların reytinginin təyini və qiymətləndirilməsi.....	68-73
3.3. Qiymətli kağızlar bazarında səhmlərin qiymətlərinin proqnozlaşdırılması----	73-83
<b>Nəticə və təkliflər.....</b>	<b>84-86</b>
<b>Ədəbiyyat siyahısı.....</b>	<b>87-88</b>

## GİRİŞ

**Mövzunun aktuallığı:** Hər bir ölkə iqtisadiyyatının müasir inkişaf problemlərindən biri də borc öhdəlikləri bazarının formalaşması və inkişafıdır. Buna yüksək səviyyədə inkişaf etmiş qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması ilə nail olmaq olar. Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı, onun əsas tərkib alətləri olan qiymətli kağızların qiymətlərinin formalaşmasının təkmilləşdirilməsi ölkə iqtisadiyyatının mühüm tərkib hissəsi olmaqla bu sistemin inkişafı və davamlı iqtisadi artımın təmin olunmasında mühüm rol oynamaqdadır. Qiymətli kağızlar bazarı iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsinin dövlət büdcəsi və bank sistemi ilə yanaşı ən mühüm vasitələrindəndir. Bu bazar kapitalın səfərbər edilməsini həvəsləndirməklə maliyyə resurslarının iqtisadiyyatın müxtəlif sahələri və sferaları arasında, perspektivli və rentabelli şəkildə, dinamik inkişaf edən istehsalların xeyrinə yenidən bölgüsünü təmin edir. Məhz bu səbəblərə görə müasir dövrün tələblərinə uyğun olaraq mövzunun araşdırılması mövzunun aktuallığı sübut edən əsas faktorlardandır.

**Tədqiqatın əsas məqsədi və vəzifələri:** Müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarının iqtisadiyyat üçün mühüm əhəmiyyət kəsb etməsinə və dövlətin bu sahədə irimiqyaslı islahatlar aparmasına baxmayaraq, ölkəmizdə bu barədə hələ də informasiya qıtlığı mövcuddur. Bunları nəzərə alaraq magistr işinin yazılmasında əsas məqsəd bu sahənin mahiyyəti və əsas cəhətlərinin öyrənilməsi və təhlil olunması, onun inkişaf istiqamətlərinin müəyyən edilməsi və respublikamızda qiymətli kağızlar bazarının formalaşması xüsusiyyətlərinin tədqiqi, iqtisadiyyatda rolunun açıqlamasından ibarətdir.

Həmçinin, Qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modelinin tətbiqi, bazar iqtisadiyyatının əsas prinsiplərinin nəzərə alınması, xarici ölkələrin qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması mexanizmlərinin mövcud obyektiv şəraitə uyğun olaraq ölkə iqtisadiyyatına tətbiqi imkanları və qiymətli kağızların gələcək qiymətlərin dinamikasının müəyyənəndirilməsi üçün beynəlxalq təcrübədən istifadə olunması dissertasiya işinin əsas məqsədi hesab olunur. Bu məqsədlə dissertasiya işi aşağıdakı vəzifələri yerinə yetirir.

- Qiymətli kağızlar bazarının iqtisadi sistemində rolunu öyrənir;

- Qiymətli kağızlar bazarının əsas atributları və tərkib hissələri haqqında ətraflı məlumatları əks etdirir;
- Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dəyişilmə meyllərini öyrənir;
- Qiymətli kağızlar bazarı xətti və B-əmsalı konsepsiyası
- Qiymətli kağızların reytinginin təyini və qiymətləndirilməsi tədqiq olunur
- Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin proqnozlaşdırma metodları və beynəlxalq təcrübədən istifadə olunması imkanlarını araşdırır.

**Tədqiqatın obyektı və predmeti:** Tədqiqatın obyektı qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dinamikasının və dəyişilmə meyllərinin müəyyən edilməsi, dünya üzrə səhm bazarında qiymətlərin işlənməsi üzrə texniki təhlillərin aparılması zamanı dünya təcrübəsindən istifadə üzrə metod və modellər vasitə və qaydalar təşkil edir. Tədqiqatın predmeti qiymətli kağızlar bazarının iqtisadiyyatda yeri və rolunun tədqiqi və tənzimlənməsi istiqamətləri, qiymətli kağızların qiymətlərin formalaşması metod və modellərin təkmilləşdirilməsi, eyni zamanda qiymətlərin gələcəkdə dəyişilmə meyllərinin araşdırılmasıdır.

**Tədqiqatın informasiya bazası və işlənmə metodları:** Tədqiqatın informasiya bazası qeyd olunan istiqamət üzrə Azərbaycan, eləcə də ingilis və rus iqtisadçılarının əsərlərindən, qiymətli kağızlar bazarı, qiymətin əmələgəlməsi və eləcə də birja ticarəti haqqında müvafiq qaydaları özündə əks etdirən beynəlxalq təcrübə və dövlətdaxili normativ hüquqi aktlardan, qərar, qayda və mövzu ilə bağlı mövcud internet mənbələrindən ibarətdir. Tədqiqat üzərində işləyərəkən müqayisəli texniki təhlil və analitik hesablama metodlarından geniş istifadə edilmişdir.

**Tədqiqatın elmi yeniliyi:** Tədqiqatın elmi yeniliyi ondan ibarətdir ki, qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modeli üzrə Azərbaycan Respublikasının mövcud təcrübəsinin qeyd olunan sahə üzrə mövcud olan beynəlxalq təcrübə kontekstində təhlil edilir və milli təcrübənin qabaqcıl beynəlxalq standartlar əsasında təkmilləşdirilməsinin zəruriliyi və yolları göstərilir

**Tədqiqatın praktiki əhəmiyyəti:** Dissertasiya işində istifadə olunan metod, təhlil və qaydaların Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarı üçün yeni olsa da, xarici ölkələrin təcrübəsində geniş tətbiq olunur. Məhz bu səbəbdən tədqiqat beynəlxalq təcrübənin milli iqtisadiyyata tətbiq üçün mühüm praktiki əhəmiyyət kəsb edir. Digər tərəfdən

tədqiqat işində istifadə olunan təhlil metodlar və modelləri Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının bütün iştirakçılarının bu sahədə bilik bacarıq və təcrübələrinin təkmilləşdirilməsinə imkan yaradır.

Magistr işi giriş, üç fəsil və bu mövzuya dair nəticə və təkliflərlə birlikdə 88 səhifədən ibarətdir.

Giriş hissəsində mövzunun aktuallığı əsaslandırılır, tədqiqatın məqsədi və vəzifələri, obyekt və predmeti, informasiya bazası və işlənmə metodları, elmi yeniliyi və praktiki əhəmiyyəti göstərilir.

Birinci fəsildə qiymətli kağızlar bazarı, onun mahiyyəti, zəruriliyi, iqtisadiyyatda yeri və rolu, funksiyaları, quruluşu, iştirakçıları, fond birjalarının xüsusiyyətləri və eləcə də, müasir şəraitdə ölkəmizdə qiymətli kağızlar bazarının vəziyyəti, onun inkişaf istiqamətləri, respublikamızda bazarın formalaşması və inkişafı barədə geniş məlumat verilir. İkinci fəsil Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının qiymətləndirilməsi və onun müasir vəziyyəti təhlil olunur. Burada qiymətli kağızların dinamikası, bazarın tənzimlənməsinin zəruriliyi, tənzimlənmənin formaları və xüsusiyyətləri, qiymətli kağızların qiymətləndirilməsi xüsusilə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsinin müasir vəziyyəti barədə geniş məlumat verilir. Üçüncü fəsildə isə qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modelinin tədqiqi öyrənilir. Burada həmçinin dissertasiyanın əsas hesab edilən qiymətli kağızlar xətti və B-əmsalı konsepsiyası, qiymətli kağızların reytinginin təyini və qiymətləndirilməsi və proqnozlaşdırılması haqqında əyani misallar vasitəsilə geniş məlumat verilərək tədqiq edilir.

Dissertasiya işinin yekununda təhlil nəticəsində əldə olunmuş bir sıra fikirlər, nəticələr, təkliflər və təhlilin ərsəyə gəlməsində istifadə olunan ədəbiyyatın siyahısı göstərilmişdir.

## **Fəsil 1. Qiymətli kağızlar və onun formalaşmasının nəzəri-metodoloji əsasları.**

### **1.1 Qiymətli kağızların yaranması, onun iqtisadi inkişafda yeri və əhəmiyyəti.**

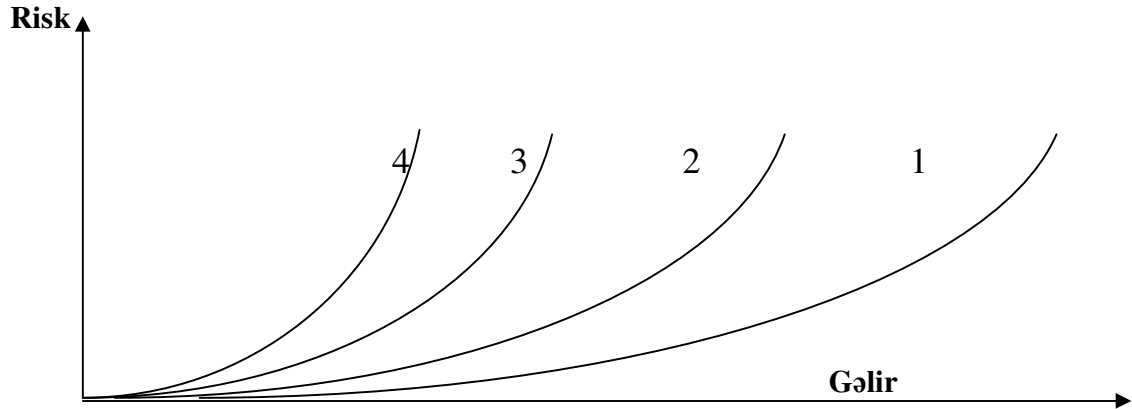
Bazar iqtisadiyyatı şəraitində əmək bölgüsünün dərinləşməsi, özəl bölmənin inkişafı, maliyyə-kredit sahəsinin də inkişafını və təkmilləşdirilməsini tələb edirdi ki, bu da öz növbəsində maliyyə sektorunun bütövlükdə inkişafını şərtləndirirdi. Belə ki, yığım və investisiyanın müxtəlif şəxslər tərəfindən həyata keçirildiyi bir dövrdə yığımların investisiyaya çevrilməsini təmin edən mexanizmin yaranması aktual məsələyə çevrilmişdi. Maliyyə bazarı və onun tərkib elementləri bu mexanizm vəzifəsini yerinə yetirməklə iqtisadi fəaliyyətin subyektləri arasında kapital resurslarının effektiv şəkildə yenidən bölüşdürülməsini təmin edirdi. Maliyyə alətlərindən istifadənin genişlənməsinin əsas səbəbi kimi sözügedən sistem üzrə yeni borc alətlərin meydana gəlməsi kimi qiymətləndirilir ki, bunlardan biri də qiymətli kağızlar hesab olunur. Həmçinin, bir-birindən təcrid olunmuş kapitalların inteqrasiyası üçün təşkilatı zəminin yaranması maliyyə-kredit qurumlarının çoxsaylı və çoxcəhətli formalarının meydana gəlməsini labüd edirdi. Bu istiqamətdə ölkə iqtisadiyyatının maliyyə sektorunu təşkil edən qurumlar tərəfindən borc kapitalının yaradılması istiqamətində bir sıra addımlar atılmışdır ki, bunlardan biri də qiymətli kağızların tədavülə buraxılması yolu ilə maliyyə kapitalının formalaşmasına nail olmaq hesab olunurdu. Maliyyə kapitalı anlayışı ilə ifadə edilən bu münasibətlərin maddi daşıyıcıları kimi səhm və istiqrazlar eləcədə onlardan törəmə kimi digər qiymətli kağızlar, bu qiymətli kağızların hərəkəti maliyyə kapitalının hərəkətini, onların məcmu məzənnəsi isə maliyyə kapitalının həcmi ifadə edirdi.

İqtisadi sistemin mühüm tərkib hissəsi hesab olunan qiymətli kağızların bütün növləri müvafiq xassələrə malikdirlər ki, bunlara da əsasən tədavül etmək, likvidlik, risklilik və s. aid edilir. Qiymətli kağızın tədavül etməsi onun bazarda alınıb-satılmaq, həmçinin digər əmtəələrin tədavülünü asanlaşdıran müstəqil tədiyyə aləti kimi çıxış etmək qabiliyyəti başa düşülür. Likvidlik qiymətli kağızın sahibi üçün böyük itkilərsiz, bazar qiymətinin cüzi dəyişməsi və az satış xərcləri ilə alınıb-satılmaq qabiliyyətidir. Risk isə qiymətli kağızlara qoyulan və qiymətli kağızlarla edilən investisiyalarla bağlı olan və onlara xas olan, bazar konyunkturasının dəyişməsi nəticəsində itki vermək ehtimalıdır. Məlum olduğu kimi maliyyə və pul sistemi real istehsalla müqayisə də

mənfi amillərə daha hissiyyatlıdır. Odur ki, qiymətli kağızlara investisiya qoyuluşları daha riskli sayılır.

Qiymətli kağızlar risk səviyyələrinə görə risksiz, az riskli və riskli kimi 3 qrupa bölünür. Qeyd edək ki, qiymətli kağızların gəlirliyi artdıqca onların risk səviyyələri də artır. Qiymətli kağızlara verilmiş zəmanətin dəyəri çoxaldıqca onların risk səviyyələri azalır. Bu asılılıqları qrafikdə aşağıdakı kimi əks etdirmək olar:

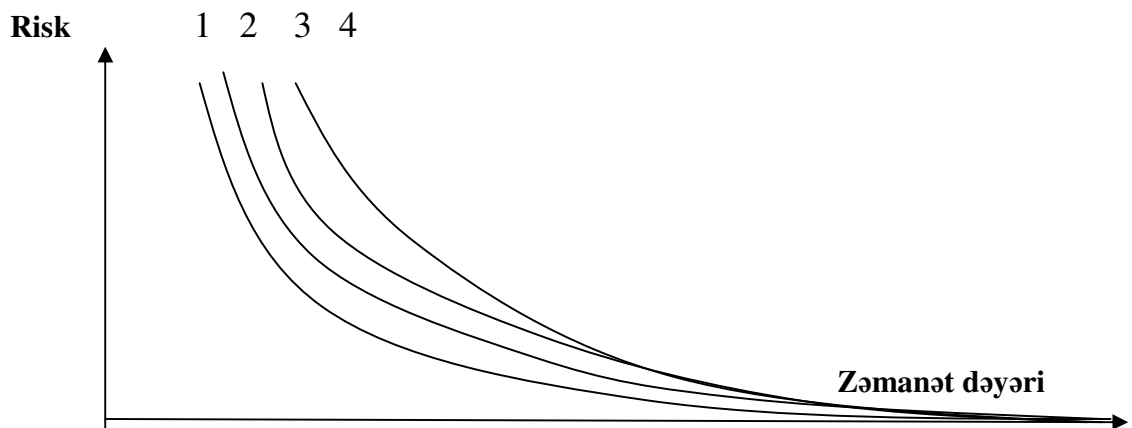
**Qrafik 1.1 Qiymətli kağızların gəlirlikləri ilə risk dərəcələri arasında əlaqə**



**1-dövlət qiymətli kağızları; 2-şirkətlərin istiqrazları; 3-səhmlər; 4-törəmə qiymətli kağızlar.**

Başqa sözlə, bu göstərilən qrafikə uyğun olaraq deyə bilərik ki, qiymətli kağızlar bazarında ən aşağı gəlirlilik dövlət qiymətli kağızlarına, nisbətən çox müvafiq olaraq müxtəlif şirkətlərin buraxdıqları istiqrazların və səhmlərin gəlirlikləri və nəhayət ən yüksək gəlirlilik törəmə qiymətli kağızların gəlirlikləridir.

**Qrafik.1. 2. Qiymətli kağızların risk dərəcələri ilə ödəmə müddəti arasında əlaqə**



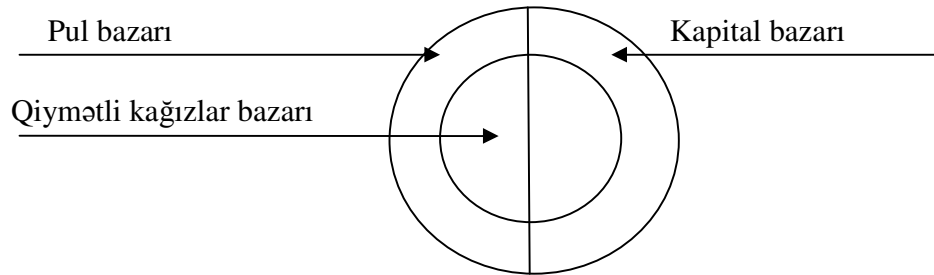
**1-dövlət qiymətli kağızları; 2-şirkətlərin istiqrazları; 3-səhmlər; 4-törəmə qiymətli kağızlar.**

Qiymətli kağızların tədavül etməsi və likvidliyi aydın şəkildə onu göstərir ki, qiymətli kağızlar xüsusi əmtəədir və buna görə də öz bazarına malikdir. Bu bazarın

özünəməxsus təşkili, iştirakçılar heyəti, iş qaydaları, fəaliyyət qaydaları və tənzimləyiciləri mövcuddur. Qiymətli kağızlar bazarı maliyyə bazarının səmərəli fəaliyyət göstərən başlıca elementlərindən biri olmaqla iqtisadiyyatın ayrı-ayrı sahələrinə maliyyə vəsaitlərinin operativ şəkildə axınını təmin edən və investisiyaları aktivləşdirən bir sahədir.

Qiymətli kağızların müddətindən asılı olaraq maliyyə bazarı qısamüddətli qiymətli kağızların iştirak etdiyi pul və uzunmüddətli qiymətli kağızların iştirak etdiyi kapital bazarına bölünür. Yəni, dolayısı ilə qiymətli kağızlar bazarı həm pul, həm də kapital bazarı kimi fəaliyyət göstərir. Aşağıdakı şəkildə qiymətli kağızlar bazarının maliyyə bazarında yeri göstərilib:

**Şəkil 1.1. Qiymətli kağızlar bazarının maliyyə sistemində yeri<sup>1</sup>**



Bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarı qiymətli kağızların emissiyası, buraxılması, tədavülü, ödənilməsi, sahibliyi, saxlanması, onlarla əqdlərin bağlanması, digər əməliyyatların aparılması üzrə subyektlər arasında olan hüquqi və iqtisadi münasibətlərin məcmusu özündə əks etdirir. Bazarın məqsədi sərbəst maliyyə resurslarını səfərbər etmək və onların bazarın iştirakçılarının qiymətli kağızlarla keçirdiyi müxtəlif əməliyyatlar vasitəsilə yenidən bölgüsünü təmin etməkdən ibarətdir. Bu bazarın mövcudluğu bütün bazar iqtisadiyyatlı ölkələr üçün mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Qiymətli kağızlar bazarı əmtəə və pul tədavülünə fəal surətdə xidmət edir. Digər tərəfdən qiymətli kağızların buraxılması və bazarda yerləşdirilməsi sərbəst pul vəsaitlərinin səfərbər edilməsi və sosial-iqtisadi inkişafa istiqamətləndirilməsinin səmərəli yoludur. Bunun nəticəsində müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərinin dövriyyə sürəti güclənir, ölkədə investisiya üçün əlverişli şərait yaranır ki, bu da iqtisadi artıma səbəb olur. Bu bazarın formalaşması üçün ilkin şərt qiymətli kağızlar buraxan kifayət

<sup>1</sup> N. Qreqori Mənkyu, *Ekonomiksin Əsasları*, Bakı 2007 səhifə - 560

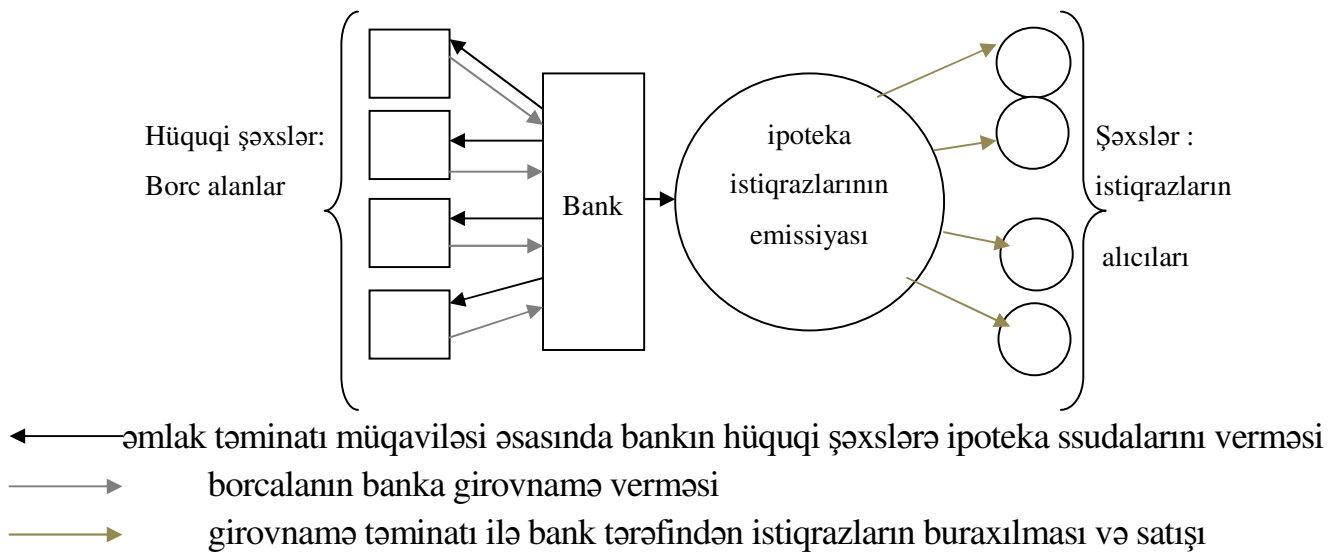


qədər emitentlərin, investorların, qiymətli kağızların hərəkət və infrastrukturunu reqlamentləşdirən inkişaf etmiş normativ-qanunverici bazanın, qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatlara nəzarətin təşkilinin olmasıdır.

Müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərinin cəlb edilməsi zamanı bazardakı vasitəçilər də bu prosesi sürətləndirirlər. Lakin bəzən vasitəçilərə müraciət kapitalın cəlb olunması ilə bağlı xərcləri artırır. Əgər borc alanın borc verənə birbaşa müraciəti imkanı varsa bu, cəlb olunan resursların dəyərini aşağı salır. Buna maliyyə bazarının sekyuritizasiyası şərait yaradır. Bu zaman az likvidli aktivlər qiymətli kağızlara transformasiya olunur. Qiymətli kağızlar maliyyə vəsaitlərinin ucuz və tez cəlb olunmasını təmin edir. Məsələn, müəssisənin maliyyə vəsaitlərinə ehtiyacı var. Bu zaman o, banka kredit almaq məqsədilə müraciət edə bilər, ya da istiqraz buraxa bilər. Birinci halda bank vasitəçi kimi çıxış edir və öz xidmətinə görə haqq alır. İkinci halda isə müəssisə istiqrazları birbaşa investora satır və bu da cəlb olunma xərclərini azaldır.

Digər tərəfdən, qiymətli kağızlar bazarının iqtisadiyyatdakı rolu bir sıra faktorlarla bağlıdır. Birincisi, dediyimiz kimi bu bazar cəlb olunan resursların ucuz başa gəlməsinə şərait yaradır. İkincisi, qiymətli kağızlar dövr etməyən aktivlərin dövr edən maliyyə aktivlərinə transformasiyası imkanını təmin edir. Buna misal olaraq ipoteka girovnamələri və təminatlandırılmış istiqraz buraxılışını göstərmək olar:

**Şəkil 1.2. Qiymətli kağızların dövriyyəsi**



Bu sxemdə bank hüquqi şəxslərə mənzil tikintisi üçün əmlak girovuna əsaslanan müqavilə üzrə kredit verir. Beləliklə bank maliyyə aktivlərinə sahib olur, ancaq bu müqavilələr əgər bankda yatırsa, onda aktivlər işlənir. Son illər banklar bu

müqavilələri girovnamələrə daxil edir və onları təminat kimi göstərməklə etibarlı qiymətli kağızlar hesab edilən ipoteka istiqrazlarını buraxır. Etibarlı olduqlarından bank onlara görə aşağı faiz ödəyir. Bu, bank üçün sərfəlidir, çünki, bank onların satışından ucuz maliyyə resursları əldə edir.

Üçüncüsü, qiymətli kağızlar maliyyə vəsaitlərinin yerləşdirilməsində investorların rahatlığını təmin edir: investor illik 12%-lə vəsaitləri 1 il müddətinə bank depozitində yerləşdirir. Əgər investor 6 aydan sonra vəsaitlərini geri almaq istəyirsə, onda bankla olan əməliyyat qoyuluşu haqqında müqaviləni pozmaq məcburiyyətində qalır. Bank yığılmış faizləri ya ödəmir, ya da tələbolunanadək qoyuluşlar səviyyəsinə salır. Beləliklə investor öz pullarını maliyyə itkiləri ilə (inflasiya faizi dərəcəsinə) geri alır. Əgər investor vəsaitlərini istiqrazların alınmasına qoymuşdursa, onda ona istiqrazın bağlanma müddətini göstərmədən vəsaitlərini geri almaq asanlaşır. Bunun üçün o, istiqrazları ikinci bazarda sata bilər. Bu zaman alıcı satıcıya yalnız istiqrazın dəyərini yox, eyni zamanda sahiblik dövründə yığılmış faizləri də ödəyir.

Qiymətli kağızların iqtisadiyyatın mühüm tərkib hissəsinin olmasının əsas səbəblərindən biri də onların əmlak hüququnu təsdiq edən sənəd olmasıdır. Onları digər maliyyə vasitələrindən fərqləndirən əsas xüsusiyyətlər aşağıdakılardır:

- qiymətli kağız kapital üzərində mülkiyyət hüququnu təsdiq edir (səhm);
- qiymətli kağızlar investorlarla emitentlər arasında borc münasibətlərini əks etdirir (veksel, istiqraz, depozit sertifikatı);
- qiymətli kağızlar sahibinə emitentlərdən müəyyən gəlir almaq hüququ verir;
- adi səhmlər səhmdarlara Səhmdar Cəmiyyətlərinin (SC) idarə edilməsində iştirak etmək hüququ verir. Eyni zamanda onun sahibinin səsvermə hüququ var və SC ləğv edilərsə mülkiyyətin müəyyən hissəsini almaq hüququ var;
- qiymətli kağızlar sərbəst alınıb-satıla və hətta girov qoyula bilər.

Qiymətli kağızlar, həmçinin sərbəst pul vəsaitlərinin mərkəzləşməsi alətlərindən biridir. Qiymətli kağızların buraxılış formasına uyğun olaraq onlar emissiya və qeyri-emissiya qiymətli kağızlarına bölünür. Emissiya qiymətli kağızları buraxılışla yerləşdirilən və qiymətli kağızların əldə edilməsi vaxtından asılı olmayaraq bir buraxılış daxilində hüquqların həyata keçirilməsinin həcmi və müddəti eyni olan qiymətli kağızlardır. Bunlara əsas qiymətli kağızlar olan səhm və istiqrazlar aid edilir.

Qeyri-emissiya qiymətli kağızları buraxılışla yerləşdirilməyən və qiymətli kağızlar üzrə hüquqların keçməsi həcmi və müddəti müxtəlif olan qiymətli kağızlardır. Bunlara veksəl, çek, depozit sertifikatları, opsiyon və s. bütövlükdə köməkçi və törəmə qiymətli kağızlar aiddir.

Bir qayda olaraq emissiya qiymətli kağızları çox sayda və iri seriyalarla buraxılışda, qeyri-emissiya qiymətli kağızları kiçik dəstlərlə müxtəlif vaxtlarda buraxılır. Dünya təcrübəsindən məlum olduğu kimi qiymətli kağız növlərinin çoxluğu təsnifat meyarlarının, göstəricilərinin də çoxsaylı olmasını müəyyən edir ki, bu da qiymətli kağızları buraxılma məqsədi və xarakterinə görə müxtəlif qaydada təsnifləşdirilməsinə səbəb olur. Yəni, qiymətli kağızlar haqında müxtəlif mənbələrdə müxtəlif meyarlar əsasında mövcud olan növlərlə müqayisə də daha da çox növlərə və yarımnövlərə ayırmaq olar. Məsələn, Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin 54-cü fəslinə uyğun olaraq Azərbaycan Respublikasında iqtisadi dövriyyədə olan qiymətli kağızlar əsasən üç qrupa bölünür:

- əsas qiymətli kağızlar (səhm və istiqrazlar);
- köməkçi qiymətli kağızlar (çek, veksəl, girov kağızları və s.);
- törəmə qiymətli kağızları (opsion, fyuçers, svop, warrant və s.).

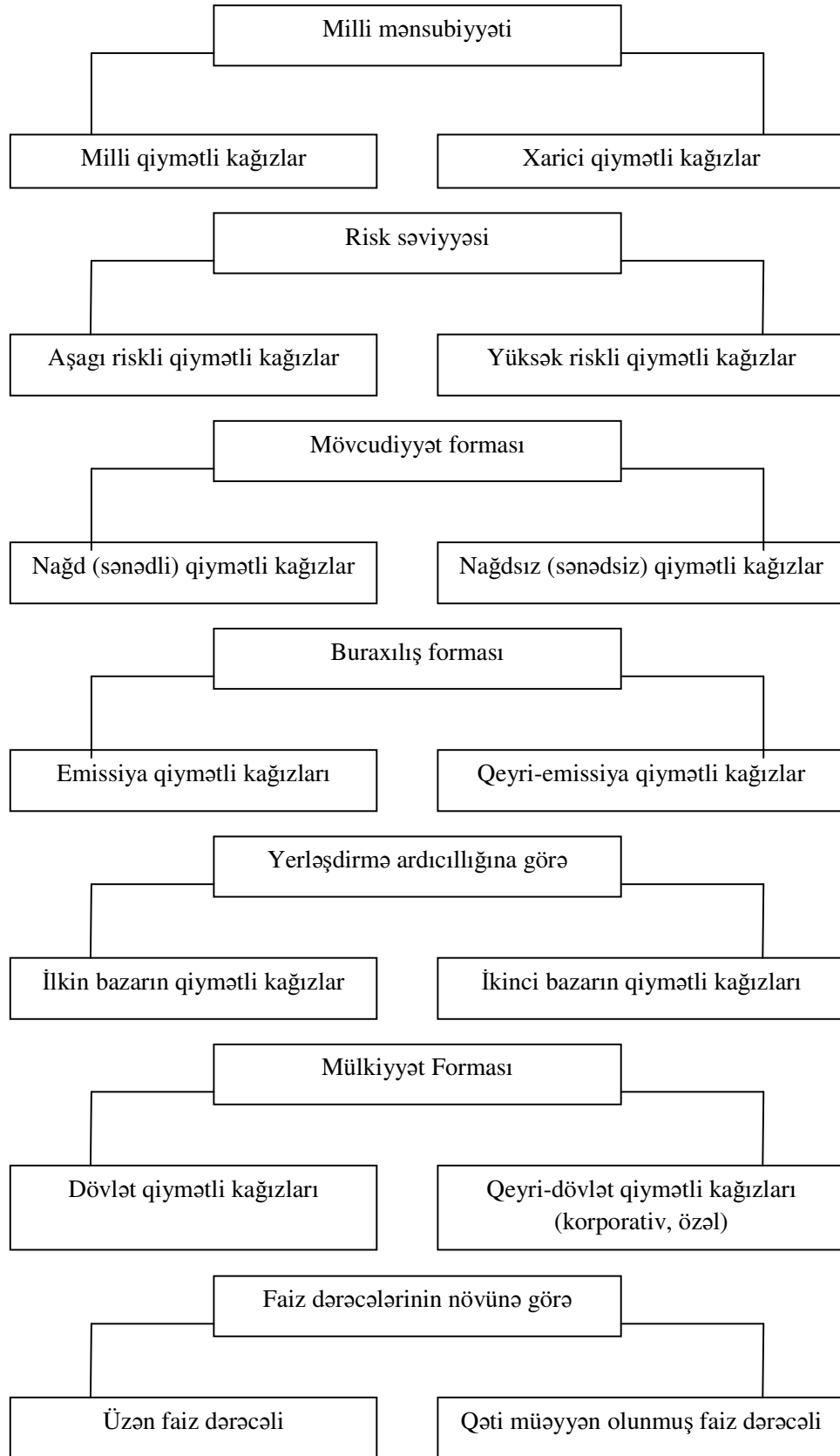
Rusiya praktikasında isə qiymətli kağızları iki böyük sinfə bölünür:

- Birinci dərəcəli - əsas qiymətli kağızlar
- İkinci dərəcəli – törəmə qiymətli kağızlar

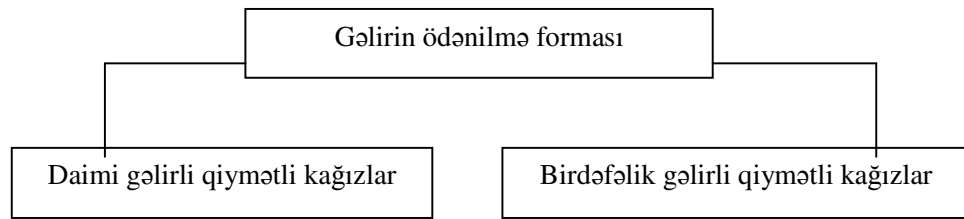
Rusiyada əsas qiymətli kağızların əsasını hansısa bir aktivə, əmtəyə, pula, kapitala, əmlaka və digər növ rüsumlara əsaslanan mülkiyyət hüququnun olması təşkil edir. Burada, əsas qiymətli kağızların özləri də iki qrupa, ilkin və ikinci dərəcəli qiymətli kağızlara bölünür. İlkin qiymətli kağızlara səhmlər, istiqrazlar, veksellər aid edilir. İkinci dərəcəli qiymətli kağızlara isə ilkin qiymətli kağızların əsasında buraxılan kağızlar aid edilir. Bunlara qiymətli kağızların warrantı, depozit qəbzləri və s. aid edilir.

Törəmə qiymətli kağızlar isə hər hansı qiymətli əşyanın, əmtənin (taxıl, neft, qızıl və s.) qiymətli kağız növüdür. Bu kağızlara Fyuçers kontraktları (əmtəə, valyuta, faiz, indeks və s.) və opsiyonlar aid edilir.

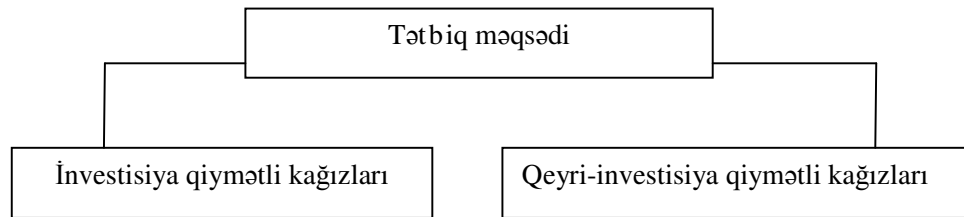
Aşağıdakı cədvəldə qiymətli kağızların bəzi xüsusiyyətlərinə görə daha geniş təsnifatı verilmişdir:



Üzən faiz dərəcəli qiymətli kağızlara adi səhmlər, üzən faizli istiqrazlar aiddir. Qəti müəyyən olunmuş faiz dərəcəli qiymətli kağızlara imtiyazlı səhmlər, veksellər, depozit və əmanət sertifikatları qəti müəyyən olunmuş faiz dərəcəli istiqrazlar aiddir.



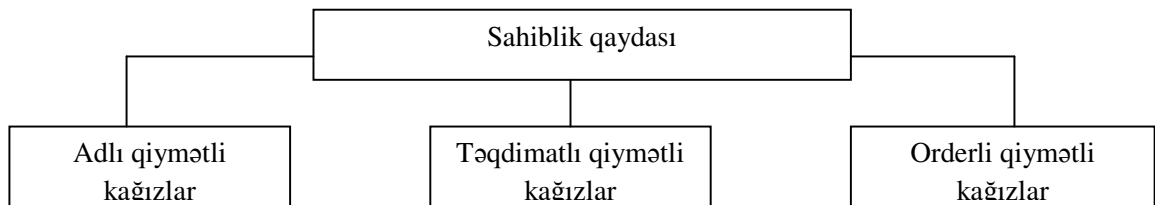
Daimi gəlirli qiymətli kağızlara səhmlər, orta və uzunmüddətli istiqrazlar aiddir. Birdəfəlik gəlirli qiymətli kağızlara veksellər, depozit və əmanət sertifikatları aiddir.



İnvestisiya qiymətli kağızları kapital yatırımları obyektini kimi nəzərdə tutulur. Bunlara səhmlər, istiqrazlar, fyuçers müqavilələri, opsiyonlar aid edilir. Qeyri-investisiya qiymətli kağızları isə əmtəə və digər bazarlarda pul hesablaşmalarına xidmət edir. Bunlara veksellər, çeklər, konossamentlər aid edilir.

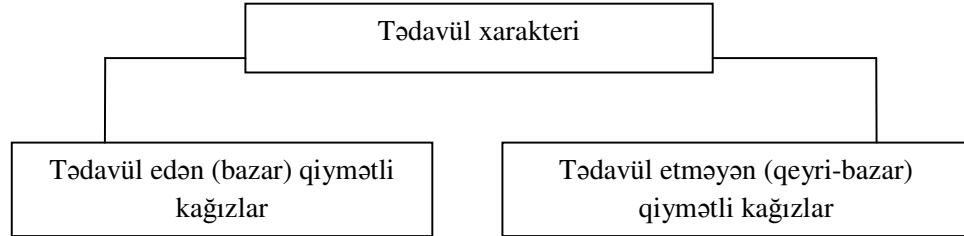


Müddətsiz qiymətli kağızların tədavüldə olma müddəti reqlamentləşdirilmir, onlar “ömürlükdür”. Müddətli qiymətli kağızlar tədavülə buraxılarkən müəyyən edilmiş vaxt ərzində əhəmiyyət kəsb edirlər. Bu kağızlar qısamüddətli, ortamüddətli və uzunmüddətli olmaqla qruplara bölünür.



Adlı qiymətli kağızlar konkret şəxsin adına olur. Bu qiymətli kağızlar üzrə hüquqların bir tərəfdən başqa tərəfə keçməsi əvvəlcədən müəyyən edilmiş şərtlərlə

məhdudlaşdırılır. Təqdimatlı qiymətli kağız növləri bir şəxsdən digərinə sərbəst şəkildə keçə bilər, bu açıq bazarda alqı-satqı əməliyyatları şəraitində baş verir. Orderli qiymətli kağızlar isə ilk alıcının adına buraxılsa da, onlar üzrə hüquqlar sənədin blankı üzərində ötürmə qeydi, yəni indossomentə əsasən digər şəxslərə keçə bilər.



Tədavül edən qiymətli kağızlar bazarda sərbəst tədavül edir, alınıb-satılır. Tədavül etməyən qiymətli kağızlar bazarda ya məhdudiyətlərlə tədavül edir, ya da heç tədavül etmir.

Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin Qiymətli kağızlar fəsinə (54-cü fəsil) əsasən əsas qiymətli kağızlar kimi səhm və investisiyalar çıxış edir ki, bunlara da bəzən fond qiymətli kağızlar da deyilir. İstiqrazlar emitentin borc öhdəliyi olub müəyyən müddətdən sonra nominal dəyərinin və faizinin geri qaytarılmasını təmin edən qiymətli kağızlardır. Bu qiymətli kağızlar müəyyən müddətə buraxılır və emitentin gəlirlərindən asılı olmayaraq müəyyən edilmiş müddətdə qaydada gəlir gətirmək imkanına malikdir.

Səhm Səhmdar Cəmiyyətin kapitalına pay ilə qoyuluşu özündə əks etdirən mülkiyyət hüquqlu şəhadətnamədir. Sahibinə verdikləri hüquqların növündən asılı olaraq səhm adi və imtiyazlı olur. Adi səhm öz sahibinə SC-in idarə edilməsində iştirak hüququ verməklə cəmiyyət ləğv edilərsə onun mülkiyyətindən pay hüququ verir. İmtiyazlı səhmlər sahibi cəmiyyətin idarəedilməsində səs hüququna malik olmasa da adi səhmlərdən fərqli olaraq hər il müəyyən edilmiş dividend gətirir. Qeydiyyat qaydalarına görə səhmlər adlı və təqdim edənə olurlar. Adlı səhmlər səhm blankının və yaxud sertifikatının üzərində sahibinin adının göstərilməsini nəzərdə tutur. Belə səhmlər buraxılışı səhmdar cəmiyyətlərin yaradıldığı dövrdə buraxılır. Əksər hallarda onlar iri nominallarda buraxılır və bir şəxsdən digərinə verilməsi qaydaları yalnız SC-in idarə heyətinin icazəsi ilə müəyyən olunur. Təqdim edənə səhmlərin üzərində isə ad göstərilir və onların satışı sərbəst şəkildə həyata keçirilir.

Səhmlərin emissiyasının əsas məqsədi SC-in ciddi təsərrüfat məsələlərinin həlli üçün tələb olunan vəsaitin səfərbər edilməsidir.

Müasir SC-lərin iki tipi mövcuddur: Açıq tipli SC-lər və Qapalı tipli SC-lər. İnkişaf etmiş ölkələrin əksəriyyətində Açıq tipli SC-lər üstünlük təşkil edir. Qapalı tipli SC-lərin əsas xüsusiyyəti həmin müəssisələrin emissiya etdikləri səhmlər sərbəst şəkildə alış-satışı qadağandır və onları yalnız təsisçiləri daxilində alınıb-satıla bilər.

Köməkçi qiymətli kağızın əsas növləri kimi orderləri, çekləri və vekselləri ödəniş qiymətli kağızları xüsusilə qeyd olunur. Bu növ qiymətli kağızlardan istifadə sahəsinin genişliyinə görə əsas yeri vekseller təşkil edir. Veksel alıcı təşkilat tərəfindən alınan əmtəənin və ya göstərilən xidmətin haqqının müəyyən müddətdən sonra ödənilməsini təsdiqləyən qiymətli kağız-borc öhdəliyidir. Veksellər sadə və köçürmə olur. Sadə vekselin hərəkəti ancaq alıcı və satıcı münasibətləri daxilində baş verir. Üçüncü tərəfə ötürülmür. Köçürmə vekselinə isə bir neçə tərəfin iştirakı ilə icra oluna bilər.

Çek orderli qiymətli kağız olub, ifadə etdiyi pul məbləğinin çek sahibinə ödənilməsi barədə çek verənin banka verdiyi və heç nə ilə şərtləşdirilməyən yazılı sərəncamından ibarətdir. Çeklərə hesablaşma çeki, bank çeki, pul çeki və yol çeki aiddir. Çek üzrə ödəyici yalnız bankdır. Banklar dövriyyədə yalnız çek blanklarının mətbəə üsulu ilə çap edilmiş və özündə ödəyici bankın adı, ünvanı və telefon nömrəsi, çek verənin (hesab sahibinin) adı və ünvanı, habelə ödəyici bankın hesab nömrəsi olan məlumatları əks etdirən çeklərə icazə verir. Digər qiymətli kağızlar kimi çeklərin də bəzi növləri vardır. Onlar aşağıdakılardır:

- Adlı çek konkret şəxsin adına yazılır və başqa şəxsə ötürülməsi qeyri mümkündür.
- Orderli çek də konkret şəxsin adına yazılır, lakin belə çeklər indossoment vasitəsilə digər şəxslərə ötürülə bilər.
- Adsız çeklərin üzərində isə ad göstərilmir və digər şəxslərə adi təqdim etmə ilə ötürülə bilər.
- Hesablaşma çeki nağdsız hesablaşma sferasında fəaliyyət göstərən çeklərdir.
- Aksept olunmuş çeklər üzrə bank müştəriləri cari hesablarında olan depozit hüdudunda çekləri akseptləşdirə bilərlər. Yəni bu çeklərin üzərində göstərilən məbləğ

bank tərəfindən onun depozitində bu məbləğ olmasa belə, müştəriyə ödənilən çeklərdir.

Tərtib edildiyi ölkədə ödənilməli olan çek bir ay müddətində ödənişə təqdim olunmalıdır. Verildiyi ölkədə deyil, başqa ölkədə ödənilməli olan çek, verilmə yeri ilə ödəniş yeri eyni qitədədirsə, iki ay müddətində, müxtəlif qitələrdədirsə, üç ay müddətində ödənişə təqdim edilməlidir. Həm də Müstəqil Dövlətlər Birliyinin üzvü olan bir dövlətin ərazisində verilən və Müstəqil Dövlətlər Birliyinin üzvü olan digər dövlətin ərazisində ödənilməli olan çeklər eyni qitədə verilən və ödənilməli olan çeklər sayılır. Yuxarıda göstərilən müddətlərin axımı çekdə onun verilmə günü kimi göstərilən gündən başlanır.

Konosament – yükün daşınması üçün onun yüklənməsi, daşınması və alınması hüququnu təsdiq edən beynəlxalq standart sənəd formasıdır. Konosament yük daşıyıcısının daşıma müqaviləsinin şərtləri ilə təsdiqlənmiş, yükün ünvanına çatdırılması haqqında şərtsiz öhdəliyidir. Adlı konosament yükün, üzərində adı göstərilmiş şəxsə məxsus olduğunu bildirdiyi və digər şəxsə ötürülə bilmədiyini halda, orderli konosament yükü göndərən və ya qəbul edən əmri ilə indossoment vasitəsilə, təqdimatlı konosament isə adi yolla təqdim etmək vasitəsilə üçüncü şəxsə ötürülür.

Xətti (sadə), çarter (çarter reysləri edildikdə), sahilyanı (yükün sahilə qəbul olunmasını təsdiqləyən), göyərtə (yük gəminin göyərtəsində qəbul edildikdə) və s. konosament növləri də məlumdur.

Bunlardan başqa Törəmə qiymətli kağız növləri də var. Onlar alqı-satqı müqavilələrini tərənnüm edirlər. Törəmə qiymətli kağızlar sahibinə ilkin fond qiymətli kağızların alqı və ya satqısına olan hüququnu təsdiqləyən qiymətli kağızlardır. Törəmə qiymətli kağızların tədavül məqsədi əsas fond qiymətli kağızların məzənnəsinin dəyişməsindən mənfəət əldə etməkdir. Bu kağızlar 1970-ci illərdən maliyyə mühitində özlərinə yer tapmağa başlamışlar. Bunlara opsiyon əqdləri, fyuçers əqdləri, forvard əqdləri, svoplar, həmçinin varrantlar və depozitari qəbzləri də aid edilir.

Opsiyon - latın sözü olub seçim mənasını verir. Opsiyon müqavilə forması olmaqla qiymətli kağızların alqı-satqı proseslərini yerinə yetirmək hüququnu tərənnüm edir. Lakin bu əməliyyatı yerinə yetirməmək də olar. Bu əməliyyat öhdəlik formasında olur.



Opsion əməliyyatlarının 2 növü mövcuddur: “koll” (alqı) və “put” (satqı) opsion əməliyyatları.

“Koll” opsion müqavilədə göstərilmiş müddət ərzində müəyyən miqdar qiymətli kağızları, bu müqaviləni başa çatdırmaq öhdəliyi olmadan, razılaşdırılmış qiymətə opsionu yazan şəxsdən almaq, “Put” opsion müqaviləsi isə opsionu yazan şəxsə satmaq hüququ verir. Beləliklə, opsion alıcısı qiymətli kağızları almaq və ya satmaq hüququndan istifadə edə də bilər, etməyə də bilər. Lakin opsion satıcısı müqavilənin şərtlərinə əsasən istənilən halda sövdələşməni yerinə yetirməlidir.

Opsionun qiyməti kimi opsion alıcısının satıcıya ödədiyi mükafat çıxış edir.

Opsionun bir sıra üstün cəhətləri vardır. Məsələn, opsion alıcısının qeyri məhdud həcmdə mənfəət almaq imkanı olduğu halda, itkiləri ödənilən mükafatla məhdudlaşır. Həmçinin, opsion əməliyyatları yüksək rentabelliyyətə malikdirlər. Yəni, kiçik məbləğdə mükafat ödəməklə ondan dəfələrlə artıq həcmdə mənfəət əldə etmək imkanı vardır.

Fyüçers müqavilələrində iki iştirakçı öz üzərinə müqavilədə göstərilən müddətdə əmtəənin müqavilənin bağlandığı ana olan qiymətlə müvafiq olaraq alınması və satılması üzrə öhdəlik qəbul edir.

Fyüçers müqaviləsi bağlandığı an heç nə alınmır heç nə satılmır. Sadəcə müqavilə bağlandıqda hər iki tərəf öz üzərinə aktivin alınması və satılmasına dair öhdəlik qəbul edir. “Fyüçers kontraktının alqısı” anlayışı kontraktın icra anı çatdıqda ilkin birja aktivini, kontraktın əks tərəfindən qəbul etmək və onun dəyərini, kontrakt bağlanan andakı məzənnə ilə ödəmək öhdəliyi mənasını verir. “Fyüçers kontraktının satqısı” dedikdə, kontraktın icra anı çatdıqda, ilkin birja aktivini, kontraktın əks tərəfinə çatdırılması və bunun müqabilində kontraktın satış qiymətinə əsasən müvafiq pul vəsaitlərinin alınması başa düşülür.

Hər bir fyüçers kontraktının ömrü məhduddur. Onunla ticarətin son günü və bu günün hansı anınadək ticarətin aparılacağı əvvəlcədən məlumdur.

Fyüçers kontraktlarının icrası və bütün hesablaşmalar fond birjası və ona hesablaşma orqanı kimi xidmət edən hesablaşma (klirinq) palatası tərəfindən zamanətləndirilir. Hər bir fyüçers kontraktı üzrə sığorta fondu yaradılır. Bir qayda olaraq bu kontraktlarla əməliyyat keçirməkdən ötrü investorlar müqavilə əmtəəsinin dəyərinin müəyyən həcmində (8-15%) pul girovu qoyur. Bu vəsaitlər müqavilə

tərəflərinin götürdüyü öhdəliklərin maliyyə zəmanəti kimi çıxış edir. Fyüçers kontraktlarının tarixi sələfi kimi Forvard kontraktları hesab olunur.

Svop – müəyyən edilmiş şərtlərlə gələcəkdə ödəmələrin mübadiləsi haqqında iki tərəf arasında bağlanmış razılaşmadır. Svop üzrə mübadilə obyektini kimi dəyişməz və dəyişən faiz dərəcəli borc öhdəlikləri (faiz svopları), valyuta vəsaitləri və valyuta faizləri (valyuta svopları), həcmi müəyyən əmtənin qiymətindən asılı olan dəyişməz və dəyişən ödəmələr (əmtəə svopu) çıxış edə bilər. 20-ci əsrin 80-ci illərində dinamik fəaliyyət göstərən beynəlxalq svop bazarı formalaşmışdır. Faiz svop əməliyyatları xüsusilə böyük vüsət almış, artıq 90-cı illərin əvvəllərində onun həcmi 3 trilyon dollardan çox olmuşdur ki, bu da valyuta svopları bazarının dövriyyəsinə təxminən 3 dəfə artıqdır. Müasir dövrdə svop dilerlərinin beynəlxalq assosiasiyası da yaradılmışdır.

Varrant – ingilis sözü olub (warrant) vəkalət, ixtiyar, səlahiyyət deməkdir. Varrant anlayışı iki mənə verir. Birincisi, sertifikat olmaqla bu sertifikatı saxlayan müəyyən müddət ərzində və ya müddətsiz razılaşdırılmış qiymətə qiymətli kağızlar almaq hüququnu verən sənəddir. Yəni, warrant əsas qiymətli kağızların buraxılışı ilə birgə yararlanmaqla sahibinə təyin edilmiş qiymətlə müəyyən müddət ərzində qiymətli kağız almaq hüququ verir.

İkincisi isə, anbar şəhadətnaməsi olmaqla müəyyən malın saxlamaq üçün qəbul edilməsini təsdiqləyən sənəddir. Yəni, warrant əmtələri saxlamaqdan ötrü anbara təhvil verildikdə tərtib olunan girov şəhadətnaməsi kimi də çıxış edə bilər.

Qeyd olunanları nəzərə alaraq qeyd etmək olar ki, müasir bazar iqtisadiyyatı şəraitində normal iqtisadi münasibətlərin bərqərar olmasında qiymətli kağız bazarının mühüm yeri vardır və bu bazar iqtisadiyyatının tələblərinə cavab verməklə, sözügedən sistemlə harmoniya təşkil edir.

## **1.2 Qiymətli kağızlar bazarında səhmlərin qiymətlərinin formalaşma xüsusiyyətləri.**

Ümumi iqtisadi nəzəriyyə kursundan məlumdur ki, maliyyə sistemi üç hissədən ibarətdir: bank sistemi, sığorta bazarı və qiymətli kağızlar bazarı. Qiymətli kağızlar bazarında istər həmin alətlərlə aparılan əməliyyatların həcmi, istərsə də iqtisadi

sistemdə tutduğu mövqeyinə görə səhm və istiqrazlar mühüm rol oynayır. Bu qiymətli kağızlar buraxılışlarla yerləşdirilir və onun əldə edilməsi vaxtından asılı olmayaraq bir buraxılış daxilində hüquqların həyata keçirilməsinin həcmi və müddəti eyni olması onların investisiya qiymətli kağızları növünə aid edilməsinə səbəb olur.

İstiqraz, onun sahibinin onu buraxmış şəxsdən istiqrazda nəzərdə tutulan müddətdə istiqrazın nominal dəyərini və ya başqa əmlak ekvivalentini almaq hüququnu təsdiqləyən qiymətli kağızdır. Başqa sözlə istiqraz onu əldə edən şəxs qarşısında borc götürənin öhdəliklərini göstərən borc sertifikatıdır, yəni borcun nə vaxt qaytarılacağını (son ödəmə tarixi) və bu vaxta qədər dövrü olaraq ödənilməli olan faiz dərəcəsini göstərir. Yəni, hər hansı bir iri şirkət istiqraz buraxır. İstiqrazı alan şəxs öz pulunu həmin şirkətə verir və bunun qarşılığında faiz və borc verilən məbləğin (əsas məbləğ) geri qaytarılacağına dair sənəd alır. Alıcı istiqrazı son ödəmə tarixinə qədər özündə saxlaya bilər və ya bu tarixdən əvvəl başqa bir nəfərə sata bilər. İstiqrazlar haqqında III Fəsilə daha ətraflı məlumat veriləcəkdir.

Digər investisiya qiymətli kağızı səhmlər sayılır. Səhm – onun sahibinin səhmdar cəmiyyətin mənfəətinin bir hissəsini dividend şəklində almaq, səhmdar cəmiyyətin idarə edilməsində iştirak etmək və o, ləğv edildikdən sonra qalan əmlakın bir hissəsini əldə etmək hüququnu təsbit edən emissiya qiymətli kağızıdır. Məsələn əgər şirkət bir milyon səhm satarsa, hər bir səhm şirkətin 1/1 000 000 hissəsinin sahibkarlığını təmsil edir. Yəni, səhm sahibi səhmdar cəmiyyətə müəyyən miqdarda vəsait köçürür və bu vəsaitə uyğun nisbətdə cəmiyyətin əldə etdiyi gəlirin bir hissəsini əldə etmək hüququnu əldə etmiş olur. Həmçinin müəssisənin öhdəliklərinə görə də bu nisbətə uyğun həcmdə məsuliyyət daşıyır. Bundan başqa səhmdarın əlavə güzəşt hüququ da vardır. Bu güzəştləri ona səhmdar cəmiyyət özü verir. Bu zaman səhmdara müəssisənin istehsal eydiyi məhsulları alarkən və ya onun göstərdiyi xidmətlərdən istifadə edərkən güzəştlər edilir.

Ümumiyyətlə səhmlərin bir sıra əlamətlərə görə təsnifləşdirilməsi qəbul olunmuşdur. Onların təsnifləşdirilməsi prinsipləri aşağıdakı kimidir:

Emitentə görə:

- ✓ Korporativ
- ✓ qeyri səhmdar tipli müəssisələrin səhmləri

Gəlirin daxil olma üsuluna görə:

- ✓ Adi (gəlir qəti müəyyən olunmur, xalis gəlirin ölçüsündən asılı olaraq müəyyənləşir)
- ✓ imtiyazlı (gəlir qəti müəyyən olunmuş formada olur, xalis gəlirin həcmindən asılı olmur)

Dönərliyinə görə:

- ✓ dönərli səhmlər (konvertə olunan, digər növ qiymətli kağızlara uyğun proporsiyalarda dəyişdirilə bilən)
- ✓ qeyri dönərli səhmlər (konvertə olunmayan, digər növ qiymətli kağızlara mübadilə olunmayan)

Dönərli səhmlər müxtəlif istiqrazlara və əksinə dəyişdirilə bilər. İmtiyazlı səhmlər sadə səhmlərə və əksinə mübadilə edə bilər.

Sahiblik qaydasına görə:

- ✓ Adlı səhmlər (səhmin sertifikatında səhmdarın adı və soyadı göstərilir, bu cür səhmlərin alqı-satqı sövdələşmələri emitentdə rəsmiləşdirilməlidir )
- ✓ Təqdimatlı səhmlər (sertifikatda səhmdarın adı göstərilmir və bu cür səhmlərin alqı-satqı əməliyyatları emitentdə rəsmiləşdirilir )

Səhmlər malik olduqları hüquqlara görə də Adi və İmtiyazlı səhmlərə bölünür. Adi səhmlər yuxarıda göstərilən hüquqlara malikdirlər. İmtiyazlı səhmlərin özləri də təsnifləşdirilir. Belə ki:

- ✓ Toplanmış dividendlərin saxlama xüsusiyyətinə görə:
- ✓ kumulyativ imtiyazlı səhmlər üzrə həcmi səhmdar cəmiyyətin nizamnaməsində göstərilmiş, lakin mürəkkəb maliyyə vəziyyəti, yaxud da digər səbəbdən heç ödənilməmiş dividendlər toplanır və sonradan ödənilir. Beynəlxalq təcrübədə dividendlərin toplanması müddəti əksər hallarda üç ildən artıq olmur. Toplanmış dividendlər arriyalarda cəmlənir və adi səhmlər üzrə dividendlər verilənə qədər ödənilməlidir.
- ✓ qeyri-kumulyativ imtiyazlı səhmlər isə əvvəcdən ödənilməmiş dividendlərin ödənilməsinə təminat verməyən imtiyazlı səhmlərdir. Yəni, cari ilin dividendləri ödənilməyibsə növbəti illərdə də ödənilməsi nəzərdə tutulmayıb. Bu səhmlər investorları az maraqlandırır.

Emitentin özündən asılı olaraq buraxılmış imtiyazlı səhmləri almaq xüsusiyyətinə görə:

- ✓ geri çağrılmayan imtiyazlı səhmlər.
- ✓ geri çağrılan imtiyazlı səhmlər.

Dünya təcrübəsindən məlumdur ki, imtiyazlı səhm buraxılışlarının əksəriyyəti müddətlidir, yəni emitent imtiyazlı səhmləri müəyyən müddət keçdikdən sonra geri çağırmaq hüququnu əvvəlcədən şərtləşdirir. Bu əməliyyat ya açıq bazarda ya da birbaşa səhmdarların özləri ilə həyata keçirilə bilər. Sonuncu halda səhmdarlara geri alınan səhmlərin nominalının müəyyən faizini (adətən səhm dəyərinin 1%-i) həcmində hesablanmış mükafat ödənilir. Geri almanı təmin etmək məqsədi ilə şirkət gerialınma fondu yarada bilər ki, bunun da əsas səbəbi şirkətin imtiyazlı səhmlərinin bazar qiyməti onların yerləşdirmə (ilkin satış) qiyməti səviyyəsinə endikdə hər il geri çağrılan səhmlərin müəyyən hissəsinin ödənişini keçirsin. Bununla da belə səhm sahibləri müdafiə olunur. Səhm məzənnələri yüksəldikdə isə şirkət səhmləri almaya da bilər və ya bazar qiymətləri ilə geri alır. Beləliklə, geri alındıqca səhmlərin sayı azalır, hər bir səhmə düşən aktivin dəyəri artır. Nəticədə səhmlərin bazar qiyməti qalxır.

Dividentin ölçüsünün dəyişmə imkanından asılı olaraq:

- ✓ dividenti, dövlət qiymətli kağızlarının faiz dərəcələri və ya bank kreditinin faiz dərəcələrinin əsasən dəyişən imtiyazlı səhmlər.
- ✓ dividenti, dövlət qiymətli kağızlarının gəlirliyindən və ya faiz dərəcələrinin dəyişməsindən asılı olmayan, dəyişməyən imtiyazlı səhmlər.

Səhmlərin buraxılma və ödənilmə mərhələsindən asılı olaraq :

- ✓ elan edilmiş
- ✓ yerləşdirilmiş
- ✓ tam ödənilmiş səhm növlərini fərqləndirirlər.

Elan edilmiş səhmlər şirkətin artıq yerləşdirilmiş müəyyən tipli səhmlərinə əlavə olaraq buraxa bildiyi səhmlərin son miqdarıdır.

Yerləşdirilmiş səhmlər səhmdarlar tərəfindən alınmış səhmlərdir.

Tam ödənilmiş səhmlər yerləşdirilmiş və dəyəri müvafiq məbləğ səhmdar cəmiyyətin hesabına daxil edilməklə sahibi tərəfindən 100% ödənilmiş səhmlərdir.

Maliyyə vəsaitlərini artırmaq məqsədilə səhmlərin satılması səhm maliyyələşdirilməsi, istiqrazların satılması yolu ilə əldə olunan vəsait isə borc maliyyələşdirilməsi adlandırılır. Şirkətlər yeni investisiyaları üçün həm səhm həm də borc maliyyələşməsindən istifadə etsələr də, səhm və istiqrazlar bir-birindən çox fərqlənir. Şirkətin səhmlərini alan şəxs həmin şirkətin bir hissəsinə sahib olur, istiqrazlarını alan şəxs isə şirkətin debitoruna çevrilir. Əgər şirkət çox mənfəətli olarsa, səhm sahibləri daha çox pul qazanacaq, istiqraz sahibləri isə yalnız müəyyən olunmuş faizlərini alacaqlar. Əgər şirkət maliyyə çətinlikləri ilə üzləşərsə, səhm sahiblərinə hər hansı bir məbləğ ödənilməzdən əvvəl istiqraz sahiblərinin borcları qaytarılır. İstiqrazlarla müqayisədə, səhmlər həm daha çox risk, həm də daha çox gəlir əldə etmək ehtimalı təklif edir.

Şirkət öz səhmlərini satdıqdan sonra, bu səhmlər mütəşəkkil səhm birjalarda sərbəst alınıb satıla bilər. Bu cür alqı-satqı əməliyyatlarından şirkət heç bir gəlir əldə etmir. Dünyanın ən böyük səhm birjaları “Nyu York Fond Birjası”, “Amerika Fond Birjası” və “NASDAQ” (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) sayılır. Dünyanın bir çox ölkələrində də səhm birjaları mövcuddur. Bu səhm birjalarında yerli şirkətlərin səhmləri alınıb satılır (Bakı Fond Birjası və s.).

Səhmlərin iki növ qiyməti olur: səhmin nominal qiyməti və səhmin real bazar qiyməti. Səhmlərin üzərində yazılan nominal qiymət SC-nin nizamnamə kapitalının emissiya olunmuş səhmlərin sayına bölməklə alınır. Bazar qiyməti isə səhmin real alış-satış qiyməti olub səhmin məzənnəsini əks etdirir. Səhmin məzənnəsinin onun nominalından çox olması “laj” və ya “ajio”, məzənnənin isə real bazar qiymətindən aşağı olması isə “dizajio” adlanır.

Səhm birjalarında səhmlərin qiyməti onları buraxan şirkətin səhmlərinə olan tələb və təklif əsasında müəyyən olunur. Səhmlər şirkətin sahibkarlığını təmsil etdiyi üçün, səhmlərə olan tələb (və həmçinin səhmlərin qiyməti) alıcıları şirkətin gələcək mənfəətliliyi haqqında düşüncələrini əks etdirir. Əgər alıcılar şirkətin gələcəyi barəsində nikbin fikirdə olsalar, şirkətin səhmlərinə olan tələb artıracaq və bununla da səhmlərin qiyməti qalxacaq. Bunun əksinə olaraq, alıcılar şirkətin gələcəkdə çox az mənfəət əldə edəcəyini və ya hətta zərərlə işləyəcəyini fikirləşsələr, onda şirkətin səhmlərinin qiyməti aşağı düşəcəkdir.

Səhmlərin qiyməti barədə dəqiq məlumat əldə etmək üçün gündəlik nəşr olunan səhm cədvəllərinə nəzarət yetirmək lazımdır. Bu cədvəllərdə minlərlə şirkətin səhmlərinin ən son alqı-satqı əməliyyatları haqqında məlumat verilir. Bu cədvəllərdə adətən aşağıdakı məlumatlar və rəqəmlər göstərilir:

"52 həftə yuxarı" və "52 həftə aşağı" başlığı altında verilmiş sütunda hər bir xüsusi səhmin son 52 həftə ərzində müvafiq olaraq malik olduğu ən yüksək və ən aşağı qiyməti göstərilir. Bu qiymətlər səhmlərin indiki vəziyyətini son bir il ərzində səhmin qiymətinin dinamikası ilə müqayisə etməyə imkan verir.

Dividentlər əsasən sahibkarlara (səhmdarlara) ödənilməli olan məbləğlərdir. Şirkət dividend ödəyirsə, bu, dividend sütununda mütləq göstərilməlidir. Səhm cədvəllərində səhmin bir payı üzrə təyin edilmiş illik dividendlər əks olunur. Dividentin ödənişi isə adətən rüblük olaraq ödənilir.

Gəlir məqsədli səhmlər dividend - gəlir gətirdiyi üçün ən yüksək gəlirin hansı səhm tərəfindən ödənilə biləcəyini müəyyənləşdirməlidir ki, bu da səhm üzrə dividendlər formasında ödənilən mənfəətin faiz dərəcəsi ilə göstərilən gəlirliliyini tapmaqdır. Səhmin dividenddən qazandığı gəlirliliyi tapmaq digər dividend ödəyən səhmlərdən fərqli olaraq nə qədər çox pul qazanacağını müəyyən etməyin ən qısa yoludur. Dividentdən əldə edilən gəlirlilik aşağıdakı düstur əsasında hesablanır:

$$\text{Dividentin gəlirliliyi} = \text{Divident gəliri} / \text{Səhm investisiyası}$$

“Həcm” (səhmlərin satış həcmi) sütununda hər hansı bir səhmin həmin gün hansı miqdarda satıldığı göstərilir. Gün ərzində 100 səhm satılmışdırsa, demək həcm göstəricisi 100-ə bərabərdir. Adətən səhmin satış həcmiminin yüksək olması bir neçə faktordan asılıdır ki, bunlarda:

- Maliyyə hesabatlarında mənfəət ilə bağlı müsbət xəbərlərin olması. Yəni, şirkət yaxşı (və ya gözləniləndən daha yaxşı) mənfəət əldə etdiyi haqda məlumat vermişdir.
- Yeni biznes sövdələşməsi: Şirkət yeni uğurlu bir biznes sövdələşməsi haqda məlumat verir. Məsələn, birgə müəssisənin yaradılması və ya iri bir şirkətin əməkdaş kimi cəlb edilməsi.
- Yeni məhsul və ya xidmət: Şirkətin tədqiqat və təkmilləşdirmə şöbəsi potensial cəhətdən mənfəəti hesab edilən yeni bir məhsul təklif edir.

- Dolayı mənfəət: Şirkət iqtisadiyyatın yeni inkişafından və ya hökumət tərəfindən yeni qəbul edilən qanun sayəsində mənfəət əldə edə bilər.

Ümumiyyətlə, gəlirlilik dedikdə, investisiya qoyuluşları müqabilində əldə olunan gəlir məbləği nəzərdə tutulur. Fond cədvəllərində "gəlir" dedikdə, hər hansı xüsusi bir dividendin səhm qiyməti ilə faiz nisbəti nəzərdə tutulur. Gəlirlilik gəlir məqsədli investorlar üçün çox vacibdir. Gəlir illik dividendin səhmin cari qiymətinə bölünməsi ilə hesablanır. Səhm üzrə gəlirlilik fond cədvəllərində gündəlik olaraq dəyişir, çünki səhmlərin qiyməti hər gün müxtəlif olur. Gəlir adətən səhmi alındığı günə olan məlumatı əks etdirir.

Qeyd olunmuş gəlir üzrə qiymətli kağızdan əldə olunan gəlir (mədaxil) aşağıdakı kimi hesablanır:

$$V = N / P * 100$$

V – mədaxil; N – nominal faiz; P – emissiya məzənnəsidir

“Qiymət” - Səhm haqqında ən əhəmiyyətli məlumat onun qiymətidir. Qəzetlərdə və səhm cədvəllərində çox vaxt bir neçə qiymət göstərilir. “Son “ və ya “bağlanış” qiymətləri bir əvvəlki iş günündə səhm bazarı bağlanmamışdan əvvəl ən son aparılan əməliyyatdakı qiymətdir. Bir çox qəzetlərdə həm də son alqı-satqı gününün (bəzən isə son ilin) “yüksək” və “alçaq” qiymətləri də göstərilir.

Divident - Müəssisələr öz mənfəətlərinin bir hissəsini öz səhmdarlarına paylayırlar ki, bu məbləğə də dividend deyilir. (Bu şəkildə paylanılmayan mənfəətə yığılmış mənfəət deyilir və əlavə investisiyalar üçün istifadə olunur). Çox vaxt qəzetlərdə əvvəlki il ərzində hər bir səhm üçün ödənilən dividend miqdarı da göstərilir. Bəzi hallarda dividend gəlirliliyi, dividend məbləğinin səhm qiymətinə olan faiz nisbəti də çap olunur.

“Qiymət-mənfəət nisbəti” - Potensial səhm investisiyasının təhlilində qiymət/mənfəət nisbəti böyük əhəmiyyət kəsb edir, belə ki, şirkətin qiymətləndirilməsi zamanı ən çox nəzərə alınan göstərici hesab olunur və çox zaman bu haqda şirkətin səhmlərinin qiymətləri ilə birgə məlumat verilir. Qiymət/mənfəət nisbətinin əsas əhəmiyyəti şirkətin əməliyyatlardan əldə etdiyi xalis gəlirlərlə səhmin qiyməti arasında birbaşa əlaqə yaratmasındadır.



Bir müəssisənin qazancı və ya mənfəəti, onun istehsal etdiyi əmtəələrin satışından əldə etdiyi gəlirlə mühasiblər tərəfindən ölçülən istehsal xərclərinin fərqinə bərabərdir. Səhm üzrə gəlir müəssisənin məcmu mənfəəti ilə buraxılmış səhmlərin miqdarının nisbətində bərabərdir. Müəssisələr mənfəətlərinin bir hissəsini səhmdarlara dividend ödəmək üçün sərf edirlər, qalan hissə isə yeni investisiyalara yönəldilmək üçün istifadə edir. Qiymət-mənfəət nisbəti (çox vaxt P/E və ya Q/M kimi işarə olunur), müəssisənin səhminin qiyməti ilə əvvəlki ildə müəssisənin əldə etdiyi bir səhm üzrə mənfəətin nisbəti kimi hesablanır. Tarixən, orta bir qiymət-mənfəət nisbəti təqribən 15-ə bərabər olmuşdur. Yüksək P/E nisbəti müəssisənin səhmlərinin, onun ən son əldə etdiyi mənfəətlə müqayisədə bahalı olduğu mənasına gəlir. Bu isə iki səbəbdən ola bilər, ya insanlar gələcəkdə müəssisənin mənfəətinin artacağını gözləyir, və ya səhmlər həqiqi dəyərlərindən daha bahalıdır. Bunun əksinə olaraq, aşağı P/E nisbəti müəssisənin səhmlərinin; onun ən son əldə etdiyi mənfəətlə müqayisədə ucuz olduğu mənasına gəlir. Bu isə yenə də iki səbəbdən ola bilər, ya insanlar gələcəkdə müəssisənin mənfəətinin azalacağını gözləyir, ya da səhmlər həqiqi dəyərindən daha ucuzdur.

Qiymət/mənfəət nisbətində qiymət səhmin cari qiymətinə, mənfəət isə bir səhm üzrə əldə edilən qazanca aid edilir (səciyyəvi olaraq, son 12 ayda əldə edilən qazanc).

Qiymət/mənfəət nisbəti səhmin qiymətinin bir səhm üzrə düşən qazanca bölünməsi ilə hesablanır. Bir səhmin qiyməti 10 manat və qazanc 1 manat təşkil edərsə, qiymət/mənfəət nisbəti 10-a bərabərdir. Səhmin qiyməti 35 manat məbləğinə yüksəlsə və qazanc dəyişməzsə, bu zaman qiymət/mənfəət nisbəti 35-dir. Bir qayda olaraq, qiymət/mənfəət nisbəti nə qədər yüksək olarsa, bu həmin səhm üzrə gözləntilərin müsbət olmayacağı anlamına gəlir.

İnvestorlar aşağı qiymət/mənfəət nisbətində malik şirkətin səhmləri əvəzinə daha yüksək qiymət/mənfəət nisbətlə şirkətə investisiya qoyulmasını daha məqsədə uyğun hesab edirlər. Çünki, investorlar gözlənilən nəticələrə (proqnozlara) əsaslanaraq səhm alırlar. Onlar müəyyən səhm üzrə yüksək qiymət təklif edə bilərlər (nəticə etibarlı ilə, qiymət/mənfəət nisbəti də yüksəlir), çünki yaxın gələcəkdə şirkətin qazancının artacağını hiss edirlər. Güman ki, onlar şirkətin onu daha mənfəətli edəcək bir potensiala malik olduğuna inanırlar (gözlənilən yeni ixtira və ya gəlirli biznes

sövdələşməsi). Yüksək mənfəətlilik öz növbəsində şirkətin səhm qiymətinə müsbət təsir göstərir. Yüksək qiymət/mənfəət nisbəti ilə bağlı potensial təhlükə şirkətin gözlənilən nəticələrə nail ola bilməməsi və bununla da səhmin qiymətinin aşağı düşməsi ilə əlaqədardır.

Şirkətin səhmləri qiymətləndirilərkən əsas 2 növ Q/M (qiymət/mənfəət) nisbətinin nəzərə alınması gərəkdir:

- Cari Q/M: Bu nisbət mövcud verilənlər əsasında hesablandığından daha tez-tez istifadə olunur. Bu zaman an son 12 ayın mənfəəti nəzərə alınır.
- Gələcək Q/M: Bu Q/M nisbəti isə qarşıdan gələn 12 aylıq müddətdə mənfəətin proqnozlaşdırılmasına əsaslanır. Yaxın gələcəyə istinad etdiyindən bu nisbətə çox zaman üstünlük verilməsinə baxmayaraq, proqnozlara əsaslandığı üçün qeyri-dəqiq qiymətləndirmə hesab olunur.

Q/M nisbətinin istifadəsi investora səhmin olduğundan çox qiymətləndirilməsi sualını asanlıqla cavablandırmalarına imkan verir. Bir qayda olaraq, Q/M nisbəti nə qədər aşağı olarsa, səhm bir o qədər təhlükəsiz və etibarlı (və ya daha mühafizəkar) hesab edilir. Əks halda isə daha xüsusi diqqət tələb edir: Q/M nisbəti nə qədər yüksəkdirsə, risk bir o qədər böyükdür.

Aşağıda göstərilənlər Q/M nisbətinin qiymətləndirilməsində yardımçı vasitələr hesab olunur:

- Hər hansı bir şirkətin Q/M nisbəti həmin sahənin profilinə müvafiq olaraq həmin sahə üzrə qəbul edilmiş orta normalar ilə müqayisə olunur. Məsələn, elektroenergetika sahəsinə məxsus səhmlərdə bir qayda olaraq Q/M nisbəti 9-14 arasında dəyişir. Bu səbəbdən, bu istehsal sahəsinə məxsus şirkətdə Q/M 45 olması nəyinsə düzgün olmadığına işarə edir.
- Şirkətin Q/M nisbətini ümumi bazarla müqayisə edilməsi. Bu dünyanın aparıcı indekslərinin Q/M nisbəti ilə müqayisəsinə əsaslanır. Belə ki, səhmin Q/M nisbətini Dow Jones Industrial (DJIA), Standard and Poor's (S&P 500) və Nasdaq indekslərinin Q/M nisbəti ilə müqayisə edilməsi daha münasib sayılır.
- Şirkətin cari Q/M nisbətini əvvəlki dövrlərlə müqayisəsi (məsələn, cari və əvvəlki il daha məqsədyönlü sayılır). Cari ilin Q/M nisbəti 20, ötən ilinki 30 olarsa,

demək, ya səhmlərin qiyməti dəyişilmişdir. Bu çox zaman səhmin qiymətinin azalması ilə əlaqəlidir hesab olunur.

Digər istifadə olunan nisbət isə Qiymət satış nisbətidir (QSN). Qiymətin satışa olan nisbəti şirkətin səhmlərinin qiymətinin onun satış həcminə bölünməsidir. Satış həcmi nadir hallarda bir səhm üzrə göstərildiyindən, bu nisbətin hesablanması üçün şirkətin ümumi bazar dəyərinin (*bazar kapitalizasiyası = səhmin qiyməti \* dövriyyəyə buraxılmış səhmlərin sayı*) son 12 ay ərzində baş vermiş ümumi satış həcminə bölünməsi daha rahat metod hesab olunur.

Bir qayda olaraq 1-ə və ya daha aşağı qiymət/satış nisbətinə malik səhm alqı-satqısı mənfəətlilik baxımından daha məqsədə uyğun hesab edilir. Məsələn, deyək ki, şirkətdə satış həcmi bir milyon manat və səhmin ümumi bazar qiyməti 950 milyon manat təşkil edir. Bu halda, QSN 0.95-dir. Başqa sözlə, şirkətin satış həcminin 1 manatını yalnız 0.95 qəpiyə əldə etmək mümkündür.

Şirkətin nisbi dəyəri haqda daha aydın məlumat əldə etmək üçün həmin şirkətin qiymət/satış nisbətini eyni istehsal sahəsində çalışan digər şirkətlərlə edilməlidir.

Yuxarıda sadalanan məlumatları əks etdirən səhm cədvəlləri adətən bu formada olur.

### Cədvəl 1.1. Səhm cədvəli<sup>2</sup>

Ötən il üzrə ən yüksək və ən aşağı qiymət 52 həftə		Şirkətin adı	Səhmlərin simvolu	Dividentin həcmi	Divident gəliri	Qiymət mənfəət nisbəti	Ötən gün üzrə ticarətin həcmi	Ötən il üzrə ən yüksək və aşağı qiymət		Səhmin alınıb satıldığı ən son qiymət	Bağlanmış qiymətində əvvəlki günə nisbətən dəyişiklik
yüksək	aşağı							yüksək	aşağı		
26 <sub>3/16</sub>	23 <sub>7/16</sub>	A	Ixic	2.09	8.6	17	171	26 <sub>3/16</sub>	24 <sub>4/6</sub>	26 <sub>3/16</sub>	+ 1/16
12 <sub>7/4</sub>	3 <sub>3/8</sub>	B	Icm	2.42	5.9	15	560	12 <sub>3/6</sub>	12 <sub>9/13</sub>	12 <sub>7/8</sub>	+1/8
25 <sub>5/11</sub>	5 <sub>6/5</sub>	C	Inc	3.01	11.6	22	951	25 <sub>5/5</sub>	25 <sub>12/1</sub>	25 <sub>5/11</sub>	+1/10

Qəzetlərin bu qədər məlumatı hər gün nəşr etdirilməsinin əsas məqsədi öz əmanətlərini səhmlərə investisiya edən şəxslər hansı səhmləri almaq və ya satmaq haqqında qərar vermək istiqamətləndirməkdir. Bəzi səhm sahibləri isə al və saxla strategiyası ilə hərəkət edirlər: onlar yaxşı idarə olunan müəssisələrin səhmlərini alır və bu səhmləri uzun müddət saxlayırlar və buna görə də qəzetlərdə nəşr olunan gündəlik məlumatlara bir o qədər də diqqət yetirmirlər.

Səhmlərin ümumi qiymət səviyyəsinə nəzarət etmək üçün müxtəlif səhm indeksləri mövcuddur. Səhm indeksi seçilmiş bir qrup səhmlərin qiymətlərini riyazi

<sup>2</sup> N. Qreqori Mənkü, *Ekonomiksin Əsasları*, Bakı 2007 səhifə - 565

ortalaması olmaqla, səhm qiymətlərinin ehtimal olunan gələcək mənfəətliliyi əks etdirdiyi üçün, səhm indeksləri gələcək iqtisadi şərtlərin göstəricisi kimi daim izlənilir. Ən məşhur səhm indeksləri “Dow Jones Sənaye İndeksidir” (Dow Jones Industrial Average), “Standard & Poor's” şirkətinin 500 indeksidir və başqalarıdır. Bu indeks barəsində növbəti suallarda daha geniş məlumat veriləcəkdir.

### **1.3 Azərbaycanca qiymətli kağızlar bazarı, iqtisadiyyatın davamlı inkişafında onun rolu.**

Azərbaycan fond bazarı formalaşan, inkişaf edən bazardır və tarixi prizmadan baxdıqda öz inkişafının müxtəlif mərhələlərində fərqli məqsədlərin realizasiyasına hədəflənmişdir. Bütövlükdə, Azərbaycanda fond bazarının yaranması əksər post sosialist ölkələrində olduğu kimi özəlləşdirmə proseslərinin başlanması ilə üst-üstə düşür.

80-ci illərin sonu, 90-cı illərin əvvəllərində Şərqi Avropa və keçmiş Sovet məkanında baş verən siyasi transformasiyalar planlı iqtisadiyyatdan bazar iqtisadiyyatına keçidi şərtləndirdi. Bu keçid özəl mülkiyyət və azad sahibkarlıq prinsiplərinə əsaslanan yeni hüquqi münasibətlər sisteminin yaradılmasını da tələb edirdi ki, bu hüquqların təminatı vasitələrindən biri də məhz qiymətli kağızlar idi. Təsadüfi deyil ki, oxşar siyasi-iqtisadi tarixə malik digər ölkələrdə olduğu kimi Azərbaycanda da yeni iqtisadi modelin hüquqi əsasını formalaşdıran ilk qanunvericilik aktlarının sırasında hələ 1992-ci ildə qəbul edilmiş “Qiymətli kağızlar və fond birjalari haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunu da var idi.

Lakin 90-cı illərin əvvəllərində ölkədə mövcud olan hərbi, siyasi və sosial-iqtisadi şərait fundamental iqtisadi islahatların həyata keçirilməsi, o cümlədən maliyyə və fond bazarlarının fəaliyyəti üçün zəruri mühiti təmin etmirdi. Yalnız 1994-cü ildə ulu öndər Heydər Əliyevin xalqın iradəsi ilə hakimiyyətə qayıdışından sonra qısa bir müddətdə hərbi, siyasi sabitlik təmin edildi və bu əsasda da radikal iqtisadi islahatlara başlanıldı. 1995-ci ildə özəlləşdirmənin birinci mərhələsinə start verilməsi ilə səhmlərin buraxılışı və tədavülünə dair ilkin hüquqi münasibətlər, habelə Aukcion Mərkəzi, “Mülk” Milli Depozit Mərkəzi kimi özəlləşdirmə prosesləri üçün zəruri infrastrukturunu təmin edən və müəyyən mənada fond bazarı təsisatları funksiyalarını

daşıyan institutlar formalaşdı. Həmin dövrdə 1000-dən çox səhmdar cəmiyyəti, təxminən 70 min səhmdardan ibarət investor təbəqəsi formalaşdı. Fundamental iqtisadi islahatlar prosesində yaranmış bu təsisatlar, təbii ki, klassik fond bazarı institutları funksiyasını daşıyırdılar. Bununla belə, mülkiyyət münasibətlərinin dinamikliyi bu sahədə dövlət tənzimlənməsinə tələbatı formalaşdırırdı.

Digər tərəfdən uğurlu iqtisadi islahatlar nəticəsində formalaşmaqda olan özəl sektorun maliyyə xidmətlərinə çıxışının genişləndirilməsi və uzunmüddətli sərmayə imkanlarının təmin edilməsi bu dövrdə həyata keçirilən iqtisadi siyasətin əsas hədəflərindən birini təşkil edirdi. Məhz bununla əlaqədar olaraq, effektiv tənzimlənən fond bazarlarının yaradılması və bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarında vahid dövlət siyasətinin formalaşdırılması və həyata keçirilməsi məqsədi ilə 1998-cu il 30 dekabr tarixində ölkə Prezidenti tərəfindən “Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin yaradılması haqqında” Fərman imzalandı. Həmin Fərmanın imzalanması ilə Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının inkişafının növbəti mərhələsi başlandı.

İlk növbədə, Fərmana müvafiq olaraq Azərbaycan Respublikası Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi yaradıldı. Komitənin təsis edilməsi ölkədə mütəşəkkil fond bazarlarının inkişafı və tənzimlənməsi sahəsində kompleks əlaqələndirilmiş vahid strategiyanın həyata keçirilməsini təmin etdi.

Qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti və tənzimlənməsinə dair hüquqi normativ baza təkmilləşdirildi. Mülki Məcəlləyə müvafiq əlavə və dəyişiklər edilməklə yeni nəsil baza qanunvericiliyi qəbul edildi. Mülki Məcəllə ilə müəyyən edilmiş hüquqi çərçivənin tətbiqi məqsədilə bir sıra qanunaltı normativ sənədlər qəbul edildi.

Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin təşkilati dəstəyi ilə Qabaqcıl maliyyə institutlarının təsisçiliyi və 100% özəl sərmayə əsasında ölkə ərazisində mütəşəkkil fond bazarının formalaşdırılmasını təmin etmək məqsədi ilə 2000-ci ilin fevral ayının 15-də Bakı Fond Birjası (BFB) yaradılmışdır. Birjanın təsisçiləri bir neçə iri bank və maliyyə strukturlarıdır. Bunların sırasında İstanbul Fond Birjası da var. BFB-nin əsas funksiyaları Azərbaycan Respublikasının qanunvericiliyində nəzərdə tutulmuş bütün növ qiymətli kağızlar üzrə alqı-satqının təşkil olunmasından ibarətdir. Bundan əlavə, BFB öz üzvlərinə depozitar xidmətləri, həmçinin dövlət qiymətli

kağızları daxil olmaqla qiymətli kağızların bütün saxlayıcıları üçün reyestrin aparılması xidmətlərini göstərmək imkanındadır. Alqı-satqı iştirakçılarının qiymətli kağızlarının və pul vəsaitlərinin hərəkəti “ödənişə qarşı təchizat” (ÖQT) prinsipi üzrə həyata keçirilir.

“Azərbaycan Respublikasında 1995-1998-ci illərdə dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsinin Dövlət Proqramı”na əsasən depozit sisteminin əsas məqsədi qiymətli kağızların müəyyən olunmuş qaydada saxlanılmasını, nağd və nağdsız dövriyyəsinin təmin edilməsini, səhmdarların reyestrinin aparılmasını, qiymətli kağız mülkiyyətçilərinin və alqı-satqı müqavilələrinin qeydiyyatını, eləcə də digər depozitar xidmətlərini həyata keçirilməsi məqsədi ilə Milli Depozit Mərkəzi yenidən təşkil edildi, müasir fond bazarı vasitəçiləri - broker və diler institutları formalaşmağa başladı.

Bazara bir sıra müxtəlif maliyyə alətləri çıxarıldı və həm özəl, həm də dövlət sektorunun kapital bazarlarından maliyyələşməsi üçün müvafiq şərait yaradıldı.

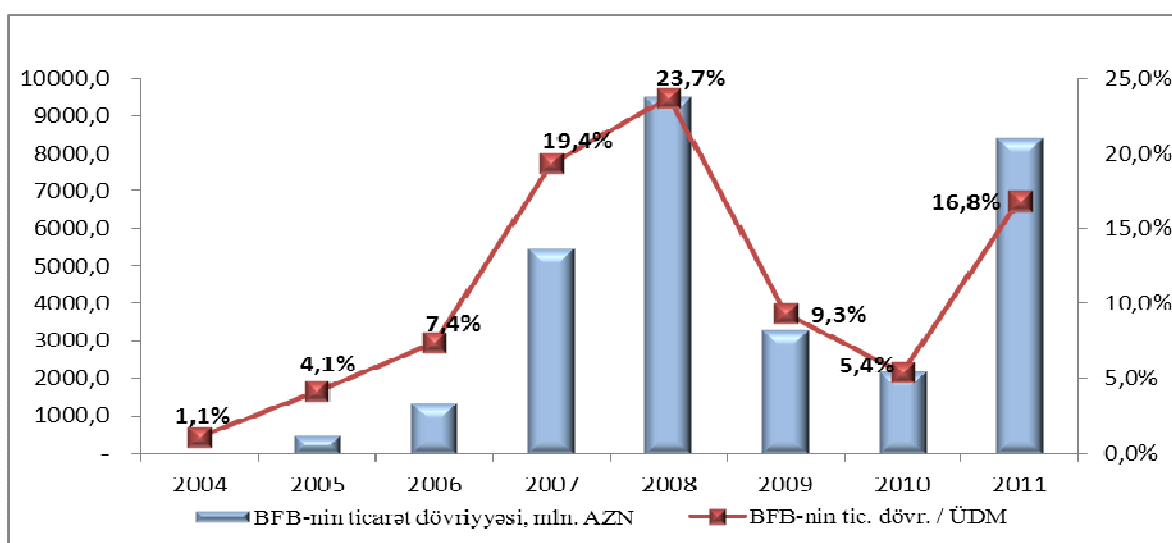
Bu gün ölkə iqtisadiyyatının şaxələndirilməsi, regional inkişaf, özəl sektorun dəstəklənməsi və əhalinin məşğulluq səviyyəsinin yüksəldilməsi sahəsində cənab Prezident İlham Əliyevin bilavasitə rəhbərliyi altında həyata keçirilən həyata keçirilən uğurlu iqtisadi islahatlar nəticəsində ölkə iqtisadiyyatı 2005-ci ildən yeni inkişaf mərhələsinə qədəm qoydu. 2005-2011-ci illər ərzində ÜDM 4 dəfə, o cümlədən qeyri-neft ÜDM 3.9 dəfə, əsas kapitalla investisiyalar 2.2 dəfə, əhalinin nominal pul gəlirləri 4.6 dəfə artmış, strateji valyuta ehtiyatları 41 milyard keçmişdir. Bütün bunlar ölkənin rəqabət qabiliyyətinin və investisiya cəlbediciliyinin yüksəlməsinə zəmin yaratdı.

Bu dövrdə iqtisadiyyatın bütün sahələrində olduğu kimi qiymətli kağızlar bazarında da dinamik artım müşahidə edildi. Bazara gəlirlilik və müddətinə görə müxtəlif alətlər çıxarıldı, mövcud alətlərin ticarətinin həcmi əhəmiyyətli dərəcədə artdı. İnvestorların bazardakı aktivliyi yüksəldi və xarici investorlar Azərbaycan maliyyə alətlərinə sərmayə qoymağa başladılar. Maliyyə sektoru ilə yanaşı, ilk dəfə olaraq qeyri maliyyə sektorunu təmsil edən müəssisələr yerli fond bazarı vasitəsilə maliyyələşməyə başladılar. 2005-2011-ci illər ərzində bütövlükdə Bakı Fond Birjasının ticarət dövriyyəsi 6.4 dəfə, o cümlədən dövlət istiqrazları ilə ticarətin həcmi

9.7 dəfə, korporativ istiqrazlar ilə əməliyyatların həcmi 23.3 dəfə artdı. Nəticədə, Bakı Fond Birjasının ticarət dövriyyəsi ÜDM-in 4.1%-dən 9.6%-dək yüksəldi.

Son illər də isə qiymətli kağızlar bazarı fəaliyyətini qeyri-neft sektorunun yüksək templi artımı və antiinflasiya xarakterli pul siyasəti fonunda davam etdirmişdir. Bu amillər qiymətli kağızların ilkin və təkrar bazar əməliyyatlarının sayına və həcminə, habelə qiymətli kağızların gəlirliyinə təsir göstərmişdir. Nəticədə, son yeddi il ərzində (2004-2011-ci illər) qiymətli kağızlar bazarında ticarətin həcmi əhəmiyyətli dərəcədə artmışdır. Qeyd edək ki, illər ötdükcə qiymətli kağızlar bazarının əvvəlki il ilə müqayisəsi, yəni ötən ilki nəticənin hesabat dövründə əldə olunması üçün daha az vaxt lazım olmağa başlamışdır. Təkcə onu qeyd etmək istərdik ki, 2011-ci il ərzində bazarın bütün segmentləri üzrə canlanma müşahidə olunması nəticəsində, repo əməliyyatları istisna olmaqla 2010-cu ilki ticarət dövriyyəsinə artıq 2011-ci ilin 7 ayı ərzində nail olunmuşdur. Qiymətli kağızlar bazarının ticarət dövriyyəsinin ÜDM-ə nisbəti yüksək templə artaraq 2011-ci ildə 15.3 faizə çatmışdır.

**Qrafik 1.3. Bakı Fond Birjasının ticarət dövriyyəsi<sup>3</sup>**



Son illər qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyəti maliyyə sektorunun şaxələndirilməsi və korporativ sektorun maliyyələşmə imkanlarının genişləndirilməsi hədəflərinin dəstəklənməsi istiqamətində davam etmişdir. Bu əsasda, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Sərəncamı ilə orta müddətli perspektivə inkişaf hədəflərini müəyyən edən “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar

<sup>3</sup> [www.bfb.az](http://www.bfb.az); [www.azstat.org](http://www.azstat.org).

bazarının inkişafı” Dövlət Proqramı təsdiq edilmiş və aidiyyəti dövlət orqanlarında icrasına başlanılmışdır.

Son illər qiymətli kağızların buraxılışı və ticarəti Azərbaycan Respublikasının orta müddətli inkişaf prioritetlərinə uyğun olaraq davam etmiş, yeni alət çeşidləri bazara daxil olmuşdur. Pul bazarı alətləri və dövlət qiymətli kağızları bazarında aktivlik müşahidə edilmiş, özəl sektorun investisiya layihələrinin qiymətli kağızlar vasitəsilə maliyyələşdirilməsi təşəbbüsləri artmış, xüsusilə korporativ borc bazarı alətlərinin istifadəsi genişlənmişdir. İlk dəfə olaraq, bazara xarici valyutada nominasiya olunmuş konvertasiya hüququna malik istiqrazlar buraxılmışdır. Təkcə onu qeyd etmək istərdik ki, bütövlükdə, 2011-ci il ərzində qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatların sayı ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 23 faiz, əməliyyatların həcmi isə 3,8 dəfə artaraq 8862 milyon manat təşkil etmişdir.

Bu artım özünü həm dövlət qiymətli kağızlar bazarında, həm də korporativ qiymətli kağızlar bazarında əks etdirmişdir. 2011-ci il ərzində dövlət qiymətli kağızlar bazarının həcmi əhəmiyyətli dərəcədə artmışdır. Belə ki, 2011-ci il ərzində dövlət qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatların sayı ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 1,6 dəfə, əməliyyatların həcmi isə 4,4 dəfə artaraq 6717 milyon manat təşkil etmişdir.

### **Cədvəl 1.2. Dövlət qiymətli kağızlar bazarı<sup>4</sup>**

QIYMƏTLİ KAĞIZLARIN NÖVLƏRİ	2014-ci il Yanvar-Dekabr		2010-cu il Yanvar-Dekabr		Fərq (%) Məbləğ üzrə
	Əqdlərin sayı	Məbləğ (manat)	Əqdlərin sayı	Məbləğ (manat)	
<b>DÖVLƏT QIYMƏTLİ KAĞIZLARI</b>	<b>1768</b>	<b>6 717 691 785</b>	<b>1084</b>	<b>1 522 978 239</b>	<b>4,4 dəfə</b>
Dövlət istiqrazları	174	280 646 946	214	456 154 897	-38,5%
Dövlət istiqrazları (ilkin bazarda yerləşdirilmiş)	133	239 076 694	160	359 507 799	-33,5%
Dövlət istiqrazları (təkrar bazar)	41	41 570 252	54	96 647 098	-57%
Mərkəzi Bankın notları	285	655 073 082	165	229 154 213	2,9 dəfə
Mərkəzi Bankın notları (ilkin bazarda yerləşdirilmiş)	279	642 520 868	163	223 589 276	2,9 dəfə
Mərkəzi Bankın notları (təkrar bazar)	6	12 552 214	2	5 564 937	2,3 dəfə
<b>Repo/əks-repo</b>	<b>1309</b>	<b>5 781 971 757</b>	<b>705</b>	<b>837 669 129</b>	<b>6,9 dəfə</b>
Dövlət istiqrazları (repo/əks-repo)	33	29 296 914	16	17 493 379	67,5%
Mərkəzi Bankın notları (repo/əks-repo)	1276	5 752 674 843	689	820 175 750	7 dəfə

<sup>4</sup> [www.csc.gov.az](http://www.csc.gov.az) Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin 2014-ci ildə Fəaliyyəti haqqında hesabatı Bakı 2014



Dövlət qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatların 4 faizini Maliyyə Nazirliyi tərəfindən emissiya olunan dövlət istiqrazları, 10 faizini Mərkəzi Bankın notları, 86 faizini isə qiymətli kağızlarla repo əməliyyatları təşkil etmişdir.

2014-ci ildə Maliyyə Nazirliyi tərəfindən müddəti, gəlirliyi və ödəniş şərtlərinə görə müxtəlif alətlərin bazara çıxarılması davam etmişdir. Bu zaman bank sektorundakı izafi likvidlik nəzərə alınmış, real sektorun maliyyələşməsini stimullaşdıran düşünülmüş emissiya siyasəti həyata keçirilmişdir. Nəticədə, 2014-ci il ərzində dövlət istiqrazlarının ilkin və təkrar bazarının həcmi 38,5 faiz azalmış, lakin müxtəlif müddətli istiqrazların gəlirlikləri üzrə artım müşahidə olunmuşdur. Belə ki, 1 aylıq dövlət istiqrazlarının gəlirliyi ilin əvvəlindən sonunadək 1,36 faizdən 1,46 faizə, 3 aylıq dövlət istiqrazlarının gəlirliyi 1,61 faizdən 2,5 faizə, 6 aylıq dövlət istiqrazlarının gəlirliyi 2,01 faizdən 2,95 faizə artmış, 1 illik dövlət istiqrazlarının gəlirliyi 3,5 faiz, 1 illik geriçağrılabilən dövlət istiqrazlarının gəlirliyi 3,99 faiz, 2 illik dövlət istiqrazlarının gəlirliyi 4,49 faiz, 3 illik dövlət istiqrazlarının gəlirliyi isə 4,95 faiz təşkil etmişdir.

Son illər dövlət qiymətli kağızları ilə əməliyyatların əsas hissəsini təşkil edən repo əməliyyatları da artmışdır. Belə ki, 2014-ci il ərzində repo əməliyyatlarının sayı ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 86 faiz, əməliyyatların həcmi isə 6,9 dəfə artaraq 5781 milyon manat təşkil etmişdir. Repo əməliyyatlarının 99 faizi Mərkəzi Bankın notları, 1 faizi isə dövlət istiqrazları vasitəsilə həyata keçirilmişdir. Dövlət istiqrazları ilə aparılan repo əməliyyatlarının həcmi ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 67,5 faiz artaraq 29,3 milyon manat təşkil etdiyi halda, Mərkəzi Bankın notları ilə aparılan repo əməliyyatlarının həcmi 7 dəfə artaraq 5752 milyon manat təşkil etmişdir.

Son illər korporativ qiymətli kağızlar bazarının dinamikasında da yüksək artım templəri müşahidə edilmiş, özəl sektorun qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə maliyyələşmə təşəbbüsləri genişlənmişdir. Belə ki, 2014-ci il ərzində korporativ qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatların sayı ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 13 faiz, əməliyyatların həcmi isə 2,7 dəfə artaraq 2144 milyon manat təşkil etmişdir. Korporativ qiymətli kağızlarla əməliyyatların 48 faizini səhmlər, 52 faizini isə korporativ istiqrazlar təşkil etmişdir. Bununla yanaşı, 2014-ci il ərzində korporativ qiymətli kağızlar sektorunun ilkin bazarında əməliyyatların həcmi 3 dəfə artaraq 1567 milyon manat təşkil etmişdir.

### Cədvəl 1.3. Korporativ qiymətli kağızlar<sup>5</sup>

QIYMƏTLİ KAĞIZLARIN NÖVLƏRİ	2014-ci il Yanvar-Dekabr		2010-cu il Yanvar-Dekabr		Fərq (%)
	Əqdlərin sayı	Məbləğ (manat)	Əqdlərin sayı	Məbləğ (manat)	Məbləğ üzrə
<b>KORPORATİV QIYMƏTLİ KAĞIZLAR</b>	<b>4943</b>	<b>2 144 350 785</b>	<b>4370</b>	<b>805 746 968</b>	<b>2,7 dəfə</b>
Səhmlər	4722	1 029 274 746	4143	502 193 440	105%
Səhm (ilkin bazar – BFB-də yerləşdirmə)	137	974 388 229	1835	425 794 983	128,8%
Səhm (ilkin bazar – qapalı yerləşdirmə)	5	8 484 039	18	31 866 406	-73,4%
Səhm (təkrar bazar - BFB)	3425	8 353 614	2065	15 554 689	-46,3%
Səhm (təkrar bazar - birjadankənar)	1155	38 048 864	225	28 977 362	31,3%
Korporativ İstiqrazlar	221	1 115 076 038	227	303 553 528	3,7 dəfə
Korporativ istiqrazlar - manat (ilkin bazar – BFB-də yerləşdirilmə)	92	179 054 240	103	100 287 642	78,5%
Korporativ istiqrazlar - manat (qapalı yerləşdirilmiş)	6	4 370 000	6	30 072 400	-85,5%
Korporativ istiqrazlar - ABŞ dolları (ilkin bazar – BFB-də yerləşdirilmə)	2	19 817 500	0	0	-
Korporativ istiqrazlar - ABŞ dolları (qapalı yerləşdirilmiş)	1	381 501 000	0	0	-
Korporativ istiqrazlar - Avro (ilkin bazar – BFB-də yerləşdirilmə)	0	0	1	1 091 499	-
Korporativ istiqrazlar - manat (təkrar bazar - BFB)	117	529 202 339	105	164 132 563	3,2 dəfə
Korporativ istiqrazlar - manat (təkrar bazar - birjadankənar)	1	6000	5	7 505 000	-99,9%
Korporativ istiqrazlar - ABŞ dolları(təkrar bazar-BFB)	0	0	7	464 423	-
Korporativ istiqrazlar - Avro(təkrar bazar - BFB)	2	1 124 959	0	0	-

Korporativ qiymətli kağızlar seqmentinin artım templəri əsasən korporativ borc bazarı alətlərinin dinamikası hesabına baş vermişdir. Belə ki, dövr ərzində korporativ istiqrazların ilkin və təkrar bazarı ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 3,7 dəfə artaraq 1115 milyon manat təşkil etmişdir. 2014-ci il ərzində borc alətləri vasitəsilə maliyyələşmə imkanlarına marağın artması da müşahidə olunmuşdur. Belə ki, 2014-ci il ərzində korporativ borc bazarının ilkin bazarında əməliyyatların həcmi 4 dəfə artaraq 584,7 milyon manat təşkil etmişdir. Özəl sektor təmsilçiləri tərəfindən mütəşəkkil bazarda buraxılan istiqrazlar ötən ilin müvafiq dövrü ilə 6,5 dəfə artaraq 121,5 milyon manat, təkrar bazarı isə 26 dəfə artaraq 66,9 milyon manat təşkil etmişdir.

2014-ci il ərzində Azərbaycan İpoteka Fondunun istiqrazlarının buraxılışı davam etmişdir. Dövr ərzində Azərbaycan İpoteka Fondunun 80 milyon manatlıq istiqrazları emissiya olunmuş, 77,4 milyon manatlıq istiqraz yerləşdirilmişdir. Bütövlükdə isə Azərbaycan İpoteka Fondunun istiqrazları ilə əməliyyatların həcmi ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 2,2 dəfə artaraq 540,8 milyon manat təşkil etmişdir. 2014-ci il

<sup>5</sup> [www.csc.gov.az](http://www.csc.gov.az) Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin 2011-ci ildə Fəaliyyəti haqqında hesabatı Bakı 2014

ərzində Azərbaycan İpoteka Fondunun istiqrazları üçün artıq likvid təkrar bazarın formalaşması müşahidə olunmuşdur. Belə ki, ipoteka istiqrazlarının təkrar bazarında əməliyyatların həcmi ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 2,9 dəfə artaraq 463,4 milyon manat təşkil etmişdir.

2014-ci ildə bazara yüksək həcmdə xarici valyutada nominasiya olunmuş istiqrazlar təklif olunmuşdur. Belə ki, dövr ərzində bazarda xarici valyutada nominasiya olunmuş istiqrazlarla ümumi əməliyyatların həcmi 402,4 milyon manat təşkil etmişdir ki, bu da korporativ borc bazarının 36 faizini təşkil edir. 2014-ci ildə, həmçinin yerli bazar üçün yeni alət olan xarici valyutada nominasiya olunmuş konvertasiya hüququna malik istiqrazlar ilk dəfə dövriyyəyə buraxılmışdır.

Qeyd etmək lazımdır ki, ənənəvi olaraq qiymətli kağızlar bazarının ilkin inkişaf mərhələlərində olduğu kimi korporativ sektorun əsas artım mərkəzi borc bazarı alətləri olmuşdur. Buna baxmayaraq, 2014-ci il ərzində səhm bazarının dərinliyi artmaqda davam etmişdir. Belə ki, 2014-ci il ərzində səhm bazarında əməliyyatların sayı ötən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 14 faiz, əməliyyatların həcmi isə 2 dəfə artaraq 1029 milyon manat təşkil etmişdir. 2014-ci il ərzində səhmlərin ilkin bazar əməliyyatlarının həcmi 2,1 dəfə, təkrar bazar əməliyyatlarının həcmi isə 4 faiz artmışdır.

Yuxarıda qeyd olunanların əsasında belə bir nəticəyə gəlmək olar ki, Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün qiymətli kağızlar bazarı yeni olsada, bu sahə daim inkişafa meyllidir və ilbəl qiymətli kağızlar bazarı inkişaf edərək ölkə iqtisadiyyatının mühüm hissəsinə çevriləcəkdir.

## **Fəsil 2. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının qiymətləndirilməsi və onun müasir vəziyyətinin təhlili**

### **2.1 Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dəyişilmə təmayülü və ona təsir edən amillər.**

İqtisadi sistemə xas olan əsas xarakterik xüsusiyyətlər qiymətli kağızlar bazarı üçün də xarakterikdir. Belə ki, dəyişən sosial-siyasi şəraitə adekvat təsirlər sözügedən bazarda da qiymətlərin dinamikasına təsir göstərir. Məhz bu səbəbdən qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dinamikasına təsir göstərən əsas faktorlar aşağıdakı kimi qruplaşdırılır.

Maliyyə təsirləri: bu təsir daha çox səhmin aid olduğu şirkətin maliyyə-idarəetmə sistemi ilə əlaqədardır. Belə ki, əgər şirkət zərərlə üzləşərsə və ya müflisləşmək təhlükəsi ilə qarşılaşarsa, o zaman həmin şirkətə yatırılmış investisiyalarında iflasa uğramaq ehtimalı olur. Belə ki, 2007-2008-ci illər maliyyə böhranı nəticəsində şirkətlərin mövcud balansının pozulması nəticəsində bir sıra şirkətlər maliyyə riskləri ilə qarşı-qarşıya qalmışdılar ki, bu da qısa müddət ərzində həmin şirkətlərin səhmlərinin qiymətlərinin ucuzlaşması ilə nəticələnmişdir. Misal olaraq, Bear Stearns şirkətinin səhmlərinin qiyməti 2007-ci ilin əvvəllərində 170 ABŞ dolları olduğu halda qısa müddət ərzində həmin şirkətin səhmləri 2 ABŞ dolları səviyyəsinə enir. Bunun səbəbini araşdıran maliyyəçilər şirkətin səhmlərinin qısa müddət ərzində belə sürətlə düşməsinin əsas səbəbi kimi, həmin şirkətin mühasibat sistemində mövcud olan boşluqlarla əlaqələndirdilər. Qeyd edək ki, realda Bear Stearns şirkətinin səhmlərinin qiymətinin süni şəkildə yüksəldilməsi şirkətin investisiya cəlbəediciliyi artırmaq üçün irəli sürülmüş bir siyasət idi. Lakin bunun arxasında heç bir iqtisadi faktor dayanmırdı. Məhz bu səbəbdən da maliyyə sistemində baş vermiş böhran bu siyasətin qısa müddət ərzində iflasa uğramasına səbəb oldu.

Faiz dərəcəlinin dəyişməsi: Faiz dərəcəlinin dəyişməsi səhmlərin qiymətlərinə və gəlirlərinə təsir göstərən səbəblərdəndir. Belə ki, faiz dərəcələrinin artması qiymətli kağızlar ikinci bazarına mənfi təsir göstərməklə istehlakçılara, biznes fəaliyyətinə və investorların gəlirlərinin azalması ilə nəticələnir. Misal üçün, fərz edək

ki, investor uzunmüddətli, yüksək keyfiyyətli və etibarlı korporativ istiqrazın sahibidir və illik sabit 6 faiz gəlir götürür. Ölkədə faiz dərəcələrinin yüksəlməsi nəticəsində həmin qiymətli kağızın illik faiz dərəcəsi də müvafiq olaraq artaraq 8 faizə çatır. Əgər investor 1000 AZN müqabilində 6 faizlik illik faizlə 60 AZN əldə edirdisə, faiz dərəcələri yüksəldikdə bu gəliri 750 AZN illik 8 faizlə əldə etmək olar. Bununla da investor faiz dərəcələrinin dəyişməsi nəticəsində 250 AZN itirmiş hesab olur. Digər tərəfdən də investor bu qiymətli kağızı təkrar bazarda sata bilmir, çünki bazarın mövcud vəziyyəti, yəni illik 8 faizli qiymətli kağızlara tələb daha yüksəkdir. Tarix boyu, artan faiz dərəcələri səhmlərin qiymətinə mənfi təsir göstərmişdir. Məsələn, ABŞ-da borc səviyyəsi çox yüksək olduğundan artan faiz dərəcələri həm səhmlərə, həm də sabit gəlirli qiymətli kağızlara (məsələn, istiqrazlar) təhlükə yaradan əsas risklərdən biri hesab olunur.

Digər tərəfdən, artan faiz dərəcələri böyük məbləğdə borcu olan və ya borc götürməyə ehtiyacı olan şirkətlərə də mənfi təsir göstərir, belə ki, faiz dərəcələri artdıqda, borc götürülən pulun dəyəri də artır. Nəticə etibarlı ilə, şirkətin rentabelliği və artım qabiliyyəti məhdudlaşdırılır. Şirkətin əldə etdiyi mənfəət nisbəti (və ya qazancları) azaldıqda, səhmlərinin də dəyəri azalır və səhm qiymətləri enir.

İnvestorları bazarın ümumi vəziyyəti və bazarda məzənnələrin dinamikası daha çox maraqlandırdığı üçün onu vahid iqtisadi subyektə bənzədirlər. Əslində bu bazar səhmlərin alqı-satqısı haqda gündəlik qərarlar qəbul edən milyonlarla fərdlər toplusudur. Cəmiyyətimizin və iqtisadi sistemin nə dərəcədə müasir olduğuna baxmayaraq, tələb və təklif qanunlarından kənara çıxma bilməz. Minlərlə insan eyni səhmi almağa can atdıqda, bu tələbə çevrilir və həmin səhmin qiyməti yüksəlir. Təklif məhduddursa, qiymət daha da yüksəlir. Əksinə, səhmlərin alqı-satqısı ilə heç kəs maraqlanmırsa, qiymət aşağı düşür. Tələb və təklif bazarda qiymətlərin dinamikasını təyin edən mühüm amillərdəndir. Bazar tələbinin dəyişkənliyindən asılı olaraq, aldığınız səhmin qiyməti qalxa və yaxud da enə bilər.

Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin səviyyəsi psixoloji faktorlara da qarşı çox həssasdır. Səhmlərin qiymətinin aramsız aşağı düşməsi və bəzən də qalxması investorlara bu il keçən il qazandıqlarının hansı hissəsini qazana biləcəklərini hesablamaqda çətinlik yaradır. Ən önəmli məsələ yuxarıya doğru inkişaf və ya iflasa

uğramaq deyil. Əksinə, bazarda stabilliyin və ya fond indekslərindəki tərəddüdlərin hansısa bir qanunauyğunluğa tabe olmasıdır.

Qiymətli kağızların bazarında qiymətlərin səviyyəsinə təsir göstərən əsas faktorlar siyasi və hüquqi çərçivədə qəbul olunan qərar və qanunlardır. Bunlar adətən aşağıdakı kimi qruplaşdırılır:

**Cədvəl 2.1. Mümkün qanunvericiliyin qiymətli kağızlar bazarına təsiri<sup>6</sup>**

Mümkün qanunvericilik	Təsirlər
Vergilər	Ümumiyyətlə, yüksək vergilər son nəticədə səhm investisiyasına mənfi təsir göstərir. Gəlir vergisi və kapital qazancı üzrə vergilər və digər vergi növləri səhm və istiqrazlar üzrə gəlirlərin azalması və onların qiymətlərinin aşağı düşməsinə səbəb olur
Qanunlar	Qiymətlərə nəzarət dedikdə məhsul, xidmət və ya istehlak mallarının qiymətini müəyyən edən qanunlar nəzərdə tutulur. Qiymətlər üzərində nəzarət tarix boyu davamlı olaraq tətbiq edilir.
Tənzimləmələr	Qəbul edilmiş praktikaya əsasən daha çox və daha sərt tənzimləmələr səhmlərə mənfi təsir göstərir.
Dövlət xərcləri və dövlət borcu	Dövlət təşkilatlarının xərcləri artarsa və ya ehtiyatlardan səmərəsiz istifadə edilərsə, cəmiyyət böyük məsrəflərə məruz qala bilər ki, bu da öz növbəsində iqtisadiyyatın və qiymətli kağızlar bazarının zəifləməsinə gətirib çıxara bilər.
Dövriyyədə olan pul vəsaitinin məbləği	Dövriyyədə olan pul vəsaitinin məbləğinin artması və ya azalması inflyasiya və ya deflyasiya mühitinin yaranması ilə nəticələnir ki, bu da öz növbəsində iqtisadiyyata, xüsusi bir sənaye sahəsinə və ya səhm investisiyasına mənfi və ya müsbət təsir edə bilər.
Faiz dərəcələri	Əsas tənzimləyici qurumların yürütdükləri siyasət burada həlledici rol oynayır. Belə ki, faiz dərəcələrinin artması və ya azalması ümumi iqtisadiyyata və qiymətli kağızlar bazarına dinamik təsir göstərir. Faiz dərəcələri yüksəldikdə, şirkətlər üçün kredit daha baha başa gəlir. Əksinə, faiz dərəcələri azaldıqda, şirkətlər krediti daha ucuz əldə edə bilər və bu da öz növbəsində mənfəət üçün faydalı hesab olunur.
Dövlət tərəfindən göstərilən yardımlar	Bu, dövlətin vergilərdən və ya borclanma nəticəsində əldə edilən pullardan istifadə etməklə çətin vəziyyətdə olan müəssisələrə yardım göstərməsidir (dövlətin bazara birbaşa müdaxiləsi). Bu zaman vəsaitlər sağlam özəl sektordan çətin vəziyyətdə olan müəssisələrə yönləndirildiyindən, bu proses mənfi təsire malikdir.

Şirkətlərin qiymətli kağızlarına bir başa təsir göstərən əsas faktorlardan biri investisiya reytingi üzrə statusun saxlanmasıdır. Qeyd edək ki, Dünya üzrə investisiya reytinginin təyin olunması 3 əsas şirkət “Standart and Poors”, “Fitch” və “Moody’s” tərəfindən həyata keçirilir. Sözügedən beynəlxalq kredit agentlikləri ölkələrin və eləcə də ayrı-ayrı şirkətlərin iqtisadi gücünü təhlil edir, səhm və istiqrazlarını borc ödəmə qabiliyyətlərinə görə dərəcələrə ayıraraq kredit reytingləri üzrə sıralayır. Bu kredit reytingləri neqativ, neytral və pozitiv proqnozlu 3 səviyyəli

<sup>6</sup> Paul Mladjenoviç, “Fond Birjasında investisiyalar”, Bakı 2014

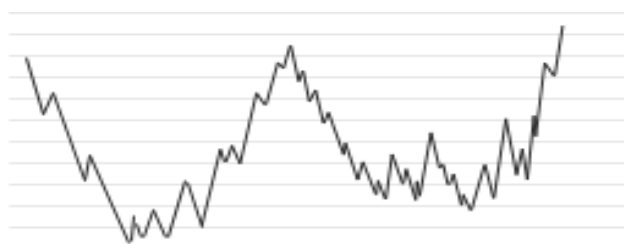
olur (A, AA, AAA). İstiqrazlarının dəyər şkalasının yuxarı olması şirkətlərin öz öhdəliklərini yerinə yetirmək ehtimalının yüksək olmasına işarə edir. Məhz bu da investorları yüksək reytingli qiymətli kağızların alınmasını həvəsləndirir. Bu da öz növbəsində həmin şirkətin qiymətli kağızlarının qiymətinin yüksəlməsi və gəlirlik faizlərin isə aşağı olmasına səbəb olur. Misal üçün qeyd edək ki, 03 avqust 2011-ci il tarixində S&P reyting agentliyi 1941-ci ildən bəri ilk dəfə olaraq ABŞ-ın “AAA” səviyyəsində olan suveren kredit reytingini aşağı endirməyə qərar vermişdir. Ölkənin kredit reytingi “AAA” səviyyəsində bir pillə aşağı salınaraq “neqativ” proqnozlu “AA+” səviyyəsinə endirilmişdir. Bu qərar bütün ABŞ şirkətlərinin istiqazlarının gəlirlik dərəcəsinin azalması və eyni zamanda həmin şirkətlərin səhmlərinin qiymətlərinin azalmasına səbəb olmuşdur.

Digər bir misal, 2011-ci ilin sonu 2012-ci ilin əvvəllərində dünya borc böhranı nəticəsində Yunanıstanın dövlət borcu elə bir səviyyəyə yüksəlmişdir ki, bu da beynəlxalq investisiya şirkətləri tərəfindən araşdırılaraq onun kredit reytingini defolt səviyyəsində müəyyənləşdirmişdir. Kredit reytinginin dəyişməsi Yunanıstanın dövlət istiqazlarının gəlirliklərinin çox aşağı düşməsi ilə nəticənmişdir ki, bu da digər tərəfdən Yunanıstana investisiya yatan şirkətlərin səhmlərinin dəyərinin aşağı düşməsinə səbəb olmuşdur.

Yuxarıda qeyd olunan faktorların qiymətli kağızların qiymətinə təsirini müəyyənləşdirmək üçün müxtəlif analiz metodlarından istifadə olunur. Ən sadə analiz üsulu qrafik analiz metodudur. Qiymət qrafiklərinin 3 əsas növü vardır. Bunlar xətti qrafiklər, parça modeli və yapon şamları qrafikidir. Lakin, bütün qiymət qrafikləri üçün ümumi xüsusiyyət şaquli istiqamətdə qiymət dəyişikliklərinin, üfüqi istiqamətdə isə zamanın əks olunmasıdır.

Xətti qrafiklər yalnız müəyyən zaman dilimindəki bağlı qiymətləri ardıcılığını göstərir. Xətti qrafiklərdən daha çox qısa zaman periodlarında qiymət dəyişikliklərinin analiz edilməsi üçün istifadə olunur.

### **Qrafik 2.1. Xətti qrafik**



Parça modeli – bu modelin digər adı parça barlar hesab olunur. Bu model seçilən zaman periodu üzrə maksimal qiymət (parçanın təpə nöqtəsi), minimal qiymət (parçanın dib nöqtəsi), açılış qiymət (parçanın sol çıxıntı səviyyəsi) və bağlanış qiyməti (parçanın sağ çıxıntı səviyyəsi) əks olunduğu parça qrafiklərindən daha çox uzun zaman periodları üzrə qiymət dəyişkənliklərinin analizindən istifadə olunur.

### Qrafik 2.2. Parça modeli



Yapon şamları bu qrafiklər də parça qrafiklərinə oxşar şəkildədir. Sadəcə olaraq fərqi barların üzərində xüsusi qeydlərin əks olunmasıdır.

### Qrafik 2.3 Yapon şamları qrafiki



Səhm investorlarını maraqlandıran əsas məsələ sahibləri olduqları səhmlərin qiymətlərinin dəyişkənliklərinin təyin olunmasıdır. Xarici iqtisadi ədəbiyyatlarda bu proses yəni qiymət dinamikasının müəyyən olunması səhm betası adlanır. Beta verilən səhmin (həmçinin, birgə fondların və portfellərin) qiymətinin ümumi bazara, adətən S&P 500 indeksinə nisbətən dəyişkənliyinin kəmiyyət ölçüsüdür. S&P 1 faiz dəyişdikdə, səhmin dinamikasının necə dəyişdiyi beta ilə ölçülür. Beta 1-dən yüksək olarsa, deməli bu səhmin qiyməti ümumi bazara nisbətən daha dəyişkəndir. Beta 1-dən aşağı olduqda isə az dəyişkən hesab edilir.

Beta səhmin qiymətinin nə dərəcədə dəyişkən və ya qeyri-sabit olduğunu ölçdüyündən, "risklə" eyni istiqamətdə hərəkət edir - yəni, qiymətin daha dəyişkən olması səhmin daha riskli olduğuna işarə edir. Eynilə, daha az dəyişkənlik daha az risk deməkdir.



İtkilərin dayandırılması əmrinin müəyyən edilməsi zamanı səhmin betasının müəyyənləşdirilməsi çox faydalı hesab olunur. Çünki beta səhmin qiymətinin dəyişmə həddi haqda ümumi anlayış yaradır. Əgər cari qiyməti 50 ABŞ dolları olan səhm adətən 48-52 ABŞ dolları həddində birjaya çıxarılsa, o zaman bu səhm üzrə "treylinq stop" əmrini 49 ABŞ dolları səviyyəsində yerləşdirmək iqtisadi cəhətdən neqativ hal kimi qiymətləndirilir. Əgər səhmin qiyməti 10 faiz aşağı-yuxarı dəyişkəndirsə, itkilərin dayandırılması əmrini həmin günün qiymətindən 15 faiz aşağı səviyyədə yerləşdirilməsi məqsədəuyğun hesab olunur.

İnkişaf etmiş sənaye sahəsində iri kapitallaşma şirkətinin səhminin betası adətən aşağı olur (1-ə yaxın) - ümumi bazara yaxın. Yeni meydana çıxan sənaye sahələrində kiçik və orta kapitallaşma şirkətləri gündəlik qiymət dəyişkənliyində daha həssas görünür; bu səbəbdən, onların betası daha yüksək olur.

Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dəyişilmə meyllərini müəyyən etmək və izləmək üçün müxtəlif birja indekslərindən istifadə olunur. Birja indeksi birja ticarət meydançalarında ticarət olunan aktivlər qrupunun (bir qayda olaraq əsasən səhmlərin) orta ölçülmüş bazar qiymətidir. Bu alətlərin qiyməti ticarət iştirakçılarının tələb və təklifi əsasında formalaşır və bu səbəbdən bazar qiyməti adlanır. Daha dərin və likvid fond bazarına malik olan ölkələrdə bazarın ümumi tendensiyasını ölkənin birja indeksini müşahidə etməklə müəyyənləşdirmək mümkündür. Başqa sözlə, indekslər iqtisadiyyatın barometri kimi çıxış edir. Bu indeksləri adətən "səhm indeksləri" adlandırırlar. Bu indekslərin belə adlandırılmasının əsas məqsədi onların müxtəlif şirkət və eləcə də şirkətlər korporasiyasının səhmlərinin orta qiymətini əks etdirməsidir. Bu indekslərdən istifadə olunmasının əsas müsbət cəhəti onların qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dinamikasını əyani şəkildə əks etdirməsidir. Onların əsasında qiymətli kağızlar bazarı və eləcə də bu bazarın ayrı-ayrı komponentlərinin ümumi vəziyyəti barədə dəqiq və dolğun məlumatlar əldə etmək mümkündür.

Qiymətli kağızlar bazarında aşağıdakı növ indekslərdən istifadə olunur ki, bunlar arasındakı əsas fərq onların hesablanma formasıdır. Belə ki,

**Qiymət üzrə ölçülən indeks:** Bu indeks növü bir səhm üzrə fərdi səhm qiymətinin dəyişməsinə əsaslanan dəyişiklikləri izləyir. Məsələn, fərz edək ki, iki növ səhm mövcuddur. Hər birinin dəyəri 20 AZN olan A səhmləri və hər birinin dəyəri 40

AZN olan B səhmləri. Qiymət üzrə ölçülən indeksdə 20 AZN dəyərində olan səhmlərə nisbətən 40 AZN dəyərində olan səhmlərə daha böyük faiz nisbəti təyin olunur. İndeks yalnız göstərilən bu iki növ səhmlərdən ibarət olarsa, 40 AZN-lik səhmlər indeksin 67 faizini təşkil etdiyi halda (səhmlərin ümumi sayının üçdə ikisi), 20 AZN dəyərində olan səhmlər 33 faiz (səhmlərin ümumi dəyərinin üçdə biri) təşkil edəcəkdir. Dow Jones qiymət üzrə ölçülən indeksin ən bariz nümunəsidir.

**Bazar dəyəri üzrə ölçülən indeks:** Eyni zamanda, kapitallaşma indeksi adı ilə məlum olan bu indeks bazar kapitallaşmasına (və ya bazar dəyərində) əsaslanan səhmin nisbətini izləyir.

Deyək ki, sizin səhm portfelinizdə 20 AZN dəyərində olan 10 milyon səhm (A Səhmi) və 40 AZN dəyərində olan 1 milyon səhm (B Səhmi) vardır. A Səhminin bazar kapitallaşması 200 milyon AZN olduğu halda, B Səhmimin bazar kapitallaşması 40 milyon AZN təşkil edir. Buna görə də, bazar dəyəri üzrə ölçülən indeksə əsasən, A Səhminin daha böyük bazar kapitallaşmasına malik olması səbəbi ilə o, indeksin dəyərinin 83 faizini təşkil edir. Bazar dəyəri üzrə ölçülən indeksə misal olaraq Nasdaq Composite Index - NASDAQ toplu indeksini (kapitallaşma əsasında Qiymətli Kağızlar üzrə Dilerlərin Milli Assosiasiyasının qiymətləndirilmiş indeksi) göstərmək olar.

**Geniş təyinatlı indekslər:** Yuxarıda qeyd olunan səhm portfeli nümunələri yalnız iki növ səhmləri göstərir - bu indekslər bazarın mənzərəsini müvafiq şəkildə əks etdirmir. Bir çox investisiya peşəkarları (xüsusilə investisiya menecerləri və birgə fondlar) müvəffəqiyyətlərinin müqayisə edilməsində bir etalon olaraq geniş təyinatlı indekslərdən istifadə edirlər. Geniş təyinatlı indeks ümumi bazar haqqında müəyyən məlumatı təmin edir. S&P 500 (Nyu-York fond birjasında (NYSE'də) qeydiyyatda alınmış 500 korporasiyanın səhmlərinin bazar dəyərinin indeksi (400 sənaye, 20 nəqliyyat, 40 maliyyə və 40 kommunal müəssisə) və Wilshire 5000 (ABŞ-da emitent şirkətlərin kapitallaşma üzrə qiymətləndirilmiş təqribən 7,5 min səhmini göstərən milyard dollarla ifadə olunan ən böyük fond indeksi) geniş təyinatlı indekslərə misal ola bilər (eyni zamanda, onları bazar qiyməti üzrə ölçülən indeks də adlandırmaq olar).

**Toplu indekslər:** Nəzərdə tutulan indeks müxtəlif orta qiymətlərin və ya indekslərin birləşməsidir. Bu indeksə misal olaraq NYSE'dəki bütün səhmləri izləyən

Nyu-York Fond Birjası (New York Stock Exchange - NYSE) toplu indeksini göstərmək olar. Digər bir nümunə isə Nasdaq'da 3000 şirkətin bazar kapitallaşması toplu indeksi olan Nasdaq Toplu İndeksidir (NASDAQ Composite Index).

**Nəticələrə əsaslanan indekslər:** Bu indeksə indekslə ifadə olunan səhmlərin qiymətləndirilməsi deyil, həm də səhm sahiblərinə verilən dividendlər (və digər nağd ödənişlər) daxildir. DAX - (30 əsas Alman şirkətindən ibarət ən çox izlənən Alman birja indeksi) nəticələrə əsaslanan indeksə misal ola bilər.

Qiymətli kağızlar bazarında Nasdaq və Standard and Poor's 500 indeksləri əsas maliyyə aparıcı indekslər hesab olunur. Lakin bununla yanaşı eyni dərəcəli əhəmiyyətə malik digər indekslərə də rast gəlmək mümkündür, belə ki, onlar kiçik və orta kapitallaşma səhmləri və ya xüsusi sektorlar və sənaye sahələri misalında bazarın digər əhəmiyyətli aspektlərini əhatə edir.

Mahiyyətə, birja indeksləri müəyyən bir sahənin və ya bütövlükdə bazarın gəlirliyinin münasib baza göstəricisi kimi çıxış edir. İndekslərdən, bir qayda olaraq, investisiya portfelləri gəlirlərinin adekvatlığının qiymətləndirilməsi məqsədilə istifadə olunur. Ümumiyyətlə, indeks bazarın tendensiyalarını və diversifikasiyalanma dərəcəsini əks etdirməklə investorlar üçün bələdçi qismində çıxış edir. İndeksin tərkibinə adətən "blue chips" şirkətlərin (bazarda ən likvid səhmləri olan şirkətlər) səhmləri daxil edilir. İndeksin qiyməti isə onun komponentlərinin ortaölçülmüş qiymətinə bərabər olur.

Səhm bazarının ən məşhur indeksi Dow Jones Industrial Average - Sənaye Şirkətlərinin Səhmlərinin Dow Jones indeksidir (DJIA). 1896-cı ildə Charles Dow (Dow Jones şərafinə) tərəfindən yaradılmış Dow Jones indeksi yaradılan zaman yalnız 12 səhm növünü əhatə edirdi. Lakin 1928-də ildə onların sayı 30-a çatdı və bu gündə də dəyişilməz olaraq qalmaqdadır.

Çünki Dow kompüter dövründən çox-çox əvvəl işə başlamışdı. O, səhm bazarının indeks nümunələrinin hesablamalarını saxlamış və onları sadəcə əl ilə riyazi qaydada hesablamışdı. Dow 12 şirkətin səhmlərinin qiymətini toplayaraq onların cəmini 12-yə bölmüşdü. Bir qayda olaraq, səhmlərin göstərilən sayı orta qiymətdir və əslində orta indeks hesab edilir (bu səbəbdən, indeksin adında "orta qiymət" (ing. "average") sözü vardır).

Artıq bir əsrdən çoxdur ki, səhm bazarının fəaliyyətinin ümumi göstəricisi olaraq qorunub saxlanılmış Dow Jones indeksi səhm bazarı haqda ilk statistik məlumatları təmin etməsi onun ən çox izlənən və istinad edilən barometr olaraq möhkəmlənməsinə səbəb olmuşdur. Bazarın dinamikası haqqında vacib göstərici olmasına baxmayaraq, Dow Jones bir əsas mənfi cəhətə malikdir: o yalnız 30 şirkətin səhmlərini izləyir. Bazarda sahib olduqları statusdan asılı olmayaraq, Dow Jonesda şirkətlər məhdud saydadır və bu səbəbdən, onlar bazarın nəbzini düzgün tuta bilmir. Məsələn, 1999 və 2000-ci illərdə Dow 10,000 və 11,000 səviyyəsindəki rekordu aşdıqda, (indeksdə nəzərdə tutulmayan) şirkətlərin bir çoxunda aşağı və ya enməyə meyilli səhm qiymətləri özünü büruzə verdi.

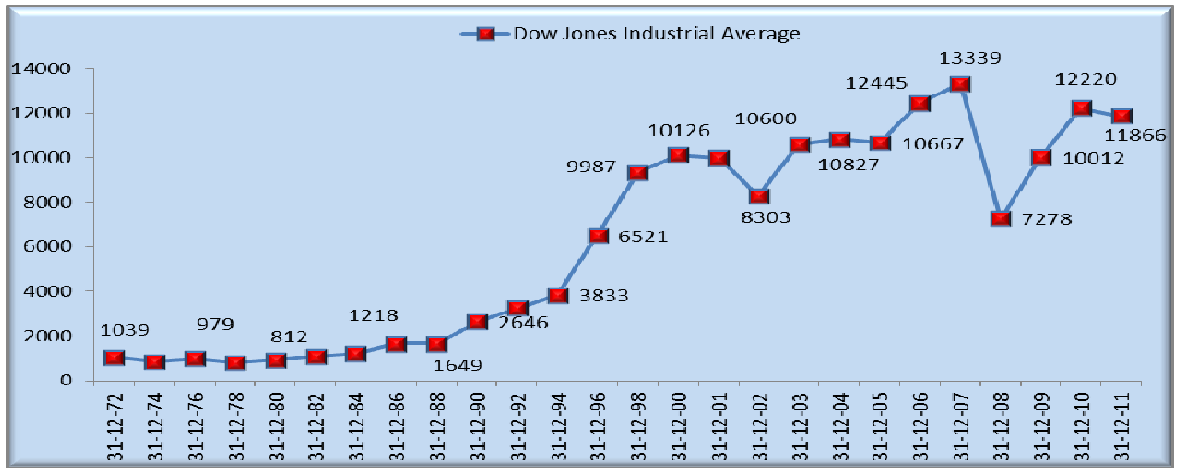
Qeyd edək ki, Dow Jones indeksinin əhatə etdiyi şirkətlərin siyahısı mövcud olduğu 100 illik bir dövr ərzində dəfələrlə dəyişmişdir. 1896-cı ildən bəri qalan yeganə şirkət General Electric'dir. Dow Jones şirkətlərin birləşməsi və ya iflasa uğraması nəticəsində dəyişikliklər etməyə məcbur qalmışdır. Halbuki, Dow Jones sadəcə dəyişiklik vaxtlarını göstərmək məqsədilə də bir sıra dəyişikliklər aparmışdır. 2008-ci ilin sentyabr ayında Wall Street jurnalında ümumdünya maliyyə böhranı nəticəsində AIG Corp.-un səhmlərinin dəyəri sürətlə endi və tezliklə o, Dow Jones siyahısından çıxarılaraq Kraft Foods ilə əvəz edildi. Həmin vaxtda, AIG səhminin dəyəri gün ərzində \$25-dan \$3-a endi. Əgər AIG Dow Jones siyahısında qalmış olsaydı, bu zaman Dow göstəriciləri daha aşağı enərdi, amma o, sürətli əvəz etmə sayəsində yüksək göstəriciləri qoruyub saxlamağa nail oldu. Həmin addımlardan xəbəri olmayan investorları bazarın inkişaf etməsi baxımından aldatmaq mümkündür, hansı ki, bu Dow Jones indeksinin digər bir mənfi cəhəti olaraq qəbul edilir.

Dow Jones digər mənfi cəhəti isə onun istehsal fəaliyyətinin xalis qiymətləndirilməsi tam əhatə edə bilməməsidir. Belə ki, buraya J.P.Morgan Chase və Citigroups (banklar), Home Depot (pərakəndə ticarət) və Microsoft (proqram təminatı) kimi qeyri-istehsal sahələrində fəaliyyət göstərən şirkətlər daxildir ki, bu şirkətlərdə istehsal deyil xidmət sektorunun təmsilidir.

#### **Qrafik 2.4. Dow Jones Sənaye indeksi<sup>7</sup>**

---

<sup>7</sup> [www.finance.google.com](http://www.finance.google.com)



Digər geniş yayılmış və qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dinamikasını əks etdirən indeks Standard and Poor's (S&P) hesab olunur. S&P həm fərdi həm də institusional investorlar üçün geniş həcmdə məlumat xidmətləri və məhsulları təqdim edir. Bunlardan diqqət yetirməli olduğunuz ən əsas üçlük aşağı göstərilmişdir:

**S&P Səhm Hesabatları.** Bu dövrü olaraq buraxılır. Nyu-York Fond Birjası, Amerika Fond Birjası və Nasdaqda yer alan iri şirkətlərin səhmləri haqda hesabatlan təmin edir. Hər bir səhm haqda məlumat yığcam, 2 səhifəlik məqalədə əhatə olunaraq, şirkətin cari maliyyə vəziyyəti, o cümlədən şirkətin fəaliyyətinin qısa tarixi və səhmlərini təhlil edir. Eyni zamanda, bu təlimatda şirkətlər sahib olduqları maliyyə gücünə müvafiq olaraq sıralanır.

**S&P İstehsal Sahəsinin Təhlili.** S&P başlıca istehsal sahələri haqda 4-7 səhifəlik məlumatdan ibarət təfərrüatlı hesabatları təqdim edir. Adı çəkilən illik nəşr son 12 ayda hər bir istehsal sahəsində hansı hadisələrin baş verməsi, bugünkü vəziyyəti və növbəti ildə gözlənilən perspektivləri nəzərə çatdırır. Eyni zamanda, hər bir istehsal sahəsi üzrə başlıca 50-100 şirkətin əsas göstəricilərini (mənfəət, satış həcmi və sənaye üzrə reytingi) təmin edir.

Ümumbazar xüsusiyyətlərinə malik olan indekslərdən biri də Wilshire Ümumi Bazar İndeksidir. Wilshire-5000 Kapital İndeksi dünyada ən böyük səhm indeksidir. Wilshire Birliyi 1980-d ildə 5000 səhmlə işə başlamışdır. Həmin vaxtdan bu günədək Wilshire-5000 yüksələrək, 7,500 səhmi əhatə edir. Wilshire-5000 indeksinin üstünlüyü demək olar ki, ümumi bazarı əhatə etməsi və hərtərəfli olmasındadır (Wilshire-5000 birjaya çıxarılan ən böyük səhmləri izləyir). Bura əsas fond birjalarının (NYSE, AMEX və NASDAQ) bütün səhmləri və nəticə etibarlı ilə S&P 500 indeksində əhatə

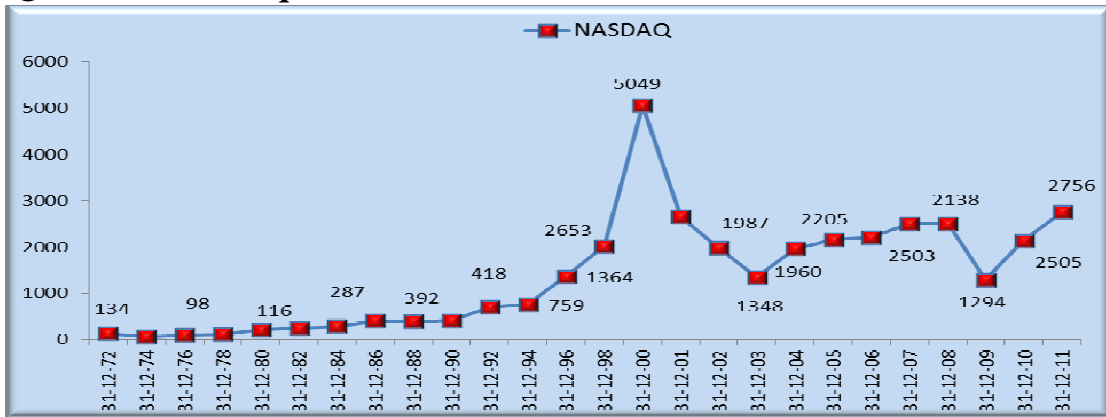
olunan səhmlər daxildir. İnvestorlar və analitiklər ümumi bazarın xüsusiyyəti haqda daha ətraflı məlumat almaq istədikdə Wilshire-5000 indeksinə istinad edirlər.

Qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyət göstərən digər məşhur indeks NASDAQ-dır. 1971-ci ildə NASDAQ rəsmi səhm bazarına çevrilən bu indeks "Milli Birja Dilerləri Assosiasiyasının Avtomatik Qiymət Təyinetmə" sistemi, indi isə sadəcə "Nasdaq" adlanır. Nasdaq indeksləri struktur baxımından digər indekslərə bənzəyir. Yeganə fərq onun səhmləri Nasdaqda birjaya çıxarılan şirkətləri əhatə etməsidir Nasdaq indeksi özündə iki indeksi əks etdirir:

Nasdaq toplu indeksi: bu indeks Nasdaqda səhmləri satışı çıxarılan 3,000 şirkəti əhatə edir. Adı çəkilən şirkətlər müxtəlif sənaye sahələrində fəaliyyət göstərir, lakin indekslər əsasən texnologiya, telekommunikasiya və əlaqədar sahələr üzrə cəmləşmişdir.

Nasdaq 100 indeksi: Nasdaq 100 indeksi Nasdaqda yer alan bazar kapitallaşması şərtlərində ölçüyə əsaslanan ən böyük yüz şirkəti əhatə edir. Bu indeks texnologiya sahəsində xüsusi əhəmiyyət daşıyan böyük şirkətlərlə maraqlanan investorlar üçün əlverişli hesab olunur. Nəzərdə tutulan indeks Microsoft, Adobe və Symantec kimi texnologiya sahəsində fəaliyyət göstərən şirkətlər haqqında məlumatı təmin edir.

**Qrafik 2.5.Nasdaq indeksi<sup>8</sup>**



Qiymətli kağızlar bazarında mövcud olan digər məşhur indeks Russell 3000 indeksi (Frenk Rasselin (Takoma, Vaşinqton) şirkəti tərəfindən nəşr edilən bazar kapitallaşmasının qiymətləndirilmiş indeksləridir; eyni zamanda səhmlərin müxtəlif variantlı 3000, 2000, 2500, 1000, 200 və s. indeksləri mövcuddur) ABŞ şirkətlərinin daxil edilməsinə çalışan indeksə misal ola bilər. Russell 3000 ən böyük açıq tipli səhmdar (ASC) şirkətlərin (demək olar ki, alqı-satqıya çıxarılan səhmlərin 98 faizi)

<sup>8</sup> [www.finance.google.com](http://www.finance.google.com)

daxil edildiyi indeksdir. Russell 3000 indeksinə bir sıra orta və kiçik kapitallaşma səhmləri də daxil edildiyindən böyük əhəmiyyət kəsb edir. Russell 3000 indeksində əhatə olunan şirkətlərin çox hissəsi milyard dollar və ya daha az orta bazar dəyərinə malikdir.

Russell 3000 indeksi, eləcə də, Russell 1000 və Russell 2000 indeksləri Russell Investment Group tərəfindən yaradılmış və xidmət göstərməkdədir. Russell 1000 on böyük 1000 şirkətdən ibarət olduğu halda, Russell 2000 Russell 3000 indeksinin ən kiçik 2000 şirkətindən təşkil olunmuşdur. Russell indeksləri mikro kapitallaşma səhmlərini əhatə etmir (250 milyon dollar dəyərindən aşağı bazar kapitallaşması olan şirkətlər).

Ümumilikdə beynəlxalq bazarlar haqqında müəyyən məlumatın əldə edilməsinin ən asan yolu indekslərdir. Aşağıda ən çox izlənən beynəlxalq indekslərin bir neçəsi göstərilmişdir:

**BSE SENSEX (Hindistan):** (BSE - Bombay Fond Birjası) Hindistan birjalarının ən çox izlənən indeksi, eyni zamanda "BSE 30 indeksi" adlandırılır və Bombay Fond Birjası tərəfindən dəstəklənən qiymət üzrə ölçülmüş bazar indeksidir.

**CAC 40 (Cotation Assistee en Continu)** Euronext Paris birjasının aparıcı göstəricisi hesab edilir. Bu indeksin tərkibinə daxil edilmiş qırx şirkətin səhmləri Euronext Paris birjasında qeydiyyatda olan ən likvid və iri müəssisənin arasından seçilir. CAC 40 özündə L'oreal, Peugeot, Total, Renault, Danone, Societe Generale, BNP Paribas, Michelin kimi brendləri cəmləşdirir.

**DAX (Almaniya):** DAX - Deutche Borse Group adlı Alman birjası tərəfindən dəstəklənən bu indeks 1988-ci ildə yaradılmışdır və Frankfurt Fond Birjasında ən çox kotirovka olunan otuz "blue chips" şirkətin səhmlərindən ibarətdir. Tam adı Deutscher Aktienindex olan DAX indeksində Adidas, BASF, BMW, Deutsche Telekom, Deutsche Bank, Lufthansa, Man AG, Merck Kgaa, Siemens kimi tanınmış şirkətlər təmsil olunur. Bu indeks 30 ən yaxşı şirkətin səhmlərini izlədiyindən DJIA indeksinə bənzəyir və Frankrurt Birjasında ən böyük və ən fəal indeks hesab olunur.

**FTSE 100** indeksinin əsası 1984-cü il 3 yanvar tarixində qoyulmuşdur. Tam adı Financial Times Stock Exchange Index olan FTSE 100 London Fond Birjasında kotirovka olunan yüz ən nəhəng şirkətin səhmlərini özündə birləşdirir. İndexin

adından da görüldüyü kimi, onun hesablanması ilə Financial Times media korporasiyası məşğul olur. Çox zaman "futsi" adlandırılan, bazar qiyməti üzrə ölçülən bu indeksə Birləşmiş Krallıqda on yüksək 100 açıq tipli səhmdar cəmiyyət daxildir.

Halter USX Çin İndeksi (Çin): Bu, gəlirlərinin çox hissəsini Çindən əldə edən 50 ABŞ şirkətinin səhm səbətini izləyən, bazar qiyməti üzrə ölçülən indeksdir.

Qısaltılmış adı HSI olan bu indeksin hesablanması 1969-cu il 24 noyabr tarixində başlamışdır. Bəzən bu indeks Honkonq "blue chips" indeksi də (Hong Kong Blue Chip Index) adlandırılır. Onun tərkibinə Honkonq birjasında qeydiyyatda olan ən iri və fəal şirkətlərin səhmləri daxil edilmişdir. Hal-hazırda indeks sıralarında HSBC Holding, Bank of China, PetroChina, Esprit kimi tanınmış şirkətlər olmaqla, qırx iki şirkətin səhmlərindən ibarətdir.

Nikkei (Yaponiya): Bu indeks Dow Jones indeksinin yapon versiyası hesab edilir. Bu indeks öz başlanğıcını 1950-ci il sentyabrın 7-dən götürür. İlk olaraq Tokio Fond Birjası tərəfindən hesablanan indeks TSE Adjusted Stock Price Average adlandırılmışdır. 1970-ci il 1 iyul tarixindən etibarən sonradan Nikkei 225 kimi məşhurlaşan indeksin hesablanması ilə Nikkei Inc. şirkəti məşğul olmağa başlamışdır. Bu indeksin tərkibinə Fujifilm, Sumitomo, Mitsubishi, Nissan, Honda, Sony, Sharp və digər tanınmış şirkətlərin səhmləri daxildir.

İSE 30 indeksi. Bu indeks investorların ixtiyarına 1996-cı il 26 dekabr tarixində verilmişdir. İndeksin tərkibinə İstanbul Fond Birjasında qeydiyyatda olan otuz ən likvid və tanınmış şirkətin səhmləri daxildir. Bu şirkətlər "blue chips" şirkətlərin ən yaxşısı və demək olar ki, Türkiyənin milli sərvəti hesab edilir. İndeksə daxil olan belə şirkətlərdən Türkcell, Türk Hava Yolları, Koç Holding, Arçelik, Petkim, Tofaş, YapıKredi Bank və digərlərini misal göstərmək olar.

MBVB indeksi. MBVB indeksi 2002-ci il 28 noyabr tarixində təsis edilmişdir. İndeks Moskva Banklararası Valyuta Birjasında (MICEX) ticarət olunan otuz ən likvid səhmin əsasında hesablanır. İndeksdə iqtisadiyyatın neft-qaz, bank və maliyyə telekommunikasiya, metallurgiya və kommunal xidmətlər sferalarının müəssisələri təmsil olunmuşdur. Bunların arasında xüsusilə Qazprom, LUKoyl, Sberbank, Norilsk Nikel və Rosneft kimi tanınmış şirkətləri qeyd etmək olar.



Fond indeksləri 2011-cu ilə 2009-cu illə müqayisədə nisbətən zəif artım templəri ilə başladı. Portuqaliya, Yunanıstan və İspaniyanın borc böhranının qabarması və fiskal stimullaşdırma tədbirlərinin azalması nəticəsində iqtisadi artım templərinin səngiməsi bunun başlıca səbəblərindən idi. Bununla yanaşı, 2010-cu il ərzində indekslər konservativ artım nümayiş etdirərək aprel ayında 2009-cu ilin noyabr ayından bəri ən yüksək həddlərinə çatdı. Aprel ayı ərzində reyting agentliklərinin bir sıra suveren borc problemi olan ölkələrin reytingini azaltması və Beynəlxalq Valyuta Fondu ilə Avropa Birliyinin Yunanıstana yardım paketi ayırması Avropa borc böhranının bir daha qabarmasına və indekslərin 2010-cu il ərzindəki ən yüksək həddindən enməsinə səbəb oldu. Buna baxmayaraq, texniki analiz indekslərin artıma doğru getməkdə davam etməsinə işarə edir.

Ümumilikdə dünyanın aparıcı fond indeksləri 2007-ci ilin oktyabr ayında tarix boyu ən yüksək həddlərindən 2009-cu ilin mart ayı ərzində son 10 illiyin ən aşağı həddlərinə kəskin enməsinə baxmayaraq, onların korreksiya prosesi də sürətli baş vermişdir. Belə ki, inkişaf etməkdə olan ölkələrin indeksləri 2009-cu ilin mart ayındakı həddlərindən bugünədək 100 faizdən yüksək artım nümayiş etdirmişdir. Həmçinin, indekslər hələ də 2007-ci ilin ən yüksək həddlərinə çata bilməsələr də (İSE 100 indeksi istisna olmaqla) onlarda müşahidə olunmuş kəskin itkinin böyük hissəsi artıq geri qayıtmışdır.

**Cədvəl 2.2. İndekslərin 2007-2011-ci illər ərzində dəyişilməsi**

İndeks	2007-ci ilin ən yüksək həddindən 2009-cu ilin ən aşağı həddinə enmə	2009-cu ilin ən aşağı həddindən bugünədək artım	2007-2011-ci illər ərzindəki itkinin geri qaytarılması
DJIA	-53%	67%	60%
S&P	-56%	72%	56%
FTSE 100	-46%	58%	68%
DAX	-52%	64%	59%
Nikkei 225	-61%	32%	21%
RTS	-347%	177%	51%
KASE	-76%	175%	43%
İSE 100	-58%	175%	127%

Qeyd: İndekslərin dinamikası Əlavə 1-də qrafik formasında göstərilib.

Son 5 il üzrə qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dəyişilmə tendensiyası Əlavə 1-də qrafik şəklində verilmişdir.

Yekunda isə qeyd etmək istərdim ki, birja indeksinin yaradılması üçün yüksək tələb və təklifin olduğu dərin və likvid bazanın mövcudluğu zəruri şərtidir. Bu cür

bazarda isə şirkətlər özləri haqqında daha çox məlumatın açıqlanmasına, investorlar isə məlumatları almağa can atırlar.

Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi bazarın idarə olunmasının əsas tərkib elementidir. Bazarın tənzimlənməsi daxili və xarici olmaqla iki istiqamətdə yerinə yetirilir. Daxili tənzimlənmə qiymətli kağızlar bazarının hər hansı bir sahəsinin öz fəaliyyətində şəxsi normativ sənədlərinə, nizamnamələrinə, bütövlükdə sahənin və onun ayrı-ayrı bölmələrinin, işçi heyətinin fəaliyyətini təyin edən digər daxili normativ sənədlərinə tabeçiliyini təcəssüm etdirir. Xarici tənzimlənmə bazarın öz fəaliyyətində dövlətin, beynəlxalq razılaşmaların normativ sənədlərinə tabeçiliyini əks etdirir.[5/s.27]

Dünya praktikasında bu bazarın tənzim olunmasında iki modeldən istifadə edilir:

1. Qiymətli kağızlar bazarının dövlət tərəfindən tənzimlənməsi.
2. Bazarın peşəkar iştirakçılar tərəfindən tənzimlənməsi.

Dünya təcrübəsində qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi müxtəlif modellərdən asılı olaraq müxtəlif orqanlar tərəfindən həyata keçirilir. Məsələn, İngilis modelində bazarın dövlət tənzimlənməsi Mərkəzi Bank (Bank of England) vasitəsilə yalnız dövlət qiymətli kağızlar bazarının tənzimindən ibarətdir. Alman modelində isə fond bazarının dövlət tənzimlənməsində mühüm rol Mərkəzi Banka (Bundesbank), Qiymətli Kağızlar üzrə Federal Komissiyaya və ayrı-ayrı torpaqların xüsusi orqanlarına məxsusdur. ABŞ-da dövlət tənzimlənməsi Qiymətli Kağızlar üzrə Komissiya (Securities Exchange Commission) tərəfindən həyata keçirilir.

Respublikamızda qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi üzrə əsas orqanlar QKDK, Mərkəzi Bank və Maliyyə Nazirliyi hesab olunur. Mərkəzi Bank kommərsiya banklarına qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyət hüququ verir və bu fəaliyyətə nəzarət edir, həmçinin dövlət qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi üzrə baş agent kimi çıxış edir. Lakin onların buraxılışına və vaxtında geri alınmasına görə məsuliyyət Maliyyə Nazirliyinin üzərinə düşür.

Azərbaycan Respublikasının Prezidentinin 26 iyul 1999-cu il 161 nömrəli Fərmanına əsasən Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlarla fəaliyyət, o cümlədən qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişafı sahəsində dövlət siyasətini və idarəetməsini təmin olunmasını və Azərbaycan Respublikasının Qiymətli

Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi (QKDK) həyata keçirir. QKDK qiymətli kağızlar bazarında vahid dövlət siyasətinin formalaşmasında iştirak edir və bu siyasətin həyata keçirilməsini, habelə qiymətli kağızlar bazarının və onun infrastrukturunun inkişafını təmin edir.

Dövlət tənzimlənməsi ilk növbədə normativ-hüquqi aktlara əsaslanır. Hüquqi təminat qanunvericilik aktları fərmanlar, qərarlar, sərəncamlar və idarəetmə orqanlarının digər hüquqi sənədlərini əhatə edir. Normativ təminata təlimatlar, normativlər, normalar, metodik göstərişlər və izahatlar və s. aiddir. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi üzrə başlıca sənədlərə “Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin yaradılması haqqında” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Sərəncamı, “Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin fəaliyyətinin təmin edilməsi haqqında” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərmanı, Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsi (4 və 54-ci fəsillər), İnzibati Xətalər Məcəlləsi (206-220, 221-1 və 326-cı Maddələri), “Qiymətli kağızlar bazarında investorların hüquqlarının müdafiəsi haqqında”, İnvestisiya fondları haqqında”, “Lotereyalar haqqında” Azərbaycan Respublikası Qanunu, “Bəzi fəaliyyət növlərinə xüsusi razılıq (lisenziya) verilməsi qaydalarının təkmilləşdirilməsi haqqında” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərmanı, “Fəaliyyət növlərinin xüsusiyyətindən asılı olaraq xüsusi razılıq (lisenziya) verilməsi ucun tələb olunan əlavə şərtlər barədə” və “Azərbaycan Respublikası Mülki Məcəlləsinin qəbul edilməsindən irəli gələn bəzi məsələlərin həll edilməsi haqqında” Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin Qərarı, Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin 2010-cu il 30 avqust tarixli 158 nömrəli qərarı ilə təsdiq edilmiş "Emitentin istiqraz buraxılışının maksimal həcminə dair tələblər haqqında Qaydalar"ı, “Çeklər haqqında Vahid Qanun barədə” və "Köçürmə və adi Veksel haqqında Vahid Qanun barədə" Konvensiyaya qoşulmaq haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu, Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin normativ aktları və digər qanun çərçivəsində həyata keçirir.

Mülki Məcəlləyə görə qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsi aşağıdakılardan (Maddə 1078-40) ibarətdir:

- qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi üzrə normativ hüquqi aktların qəbul edilməsi və onlara riayət olunmasına nəzarətin həyata keçirilməsi, bazarının iştirakçılarına tələblərin və onların fəaliyyəti qaydalarının müəyyən edilməsi, qiymətli kağızlar buraxılışlarının dövlət qeydiyyatının aparılması, qiymətli kağızlar bazarında peşəkar fəaliyyətin həyata keçirilməsi üçün xüsusi razılığın (lisenziyanın) verilməsindən;
- qiymətli kağızlar bazarında investorların və qiymətli kağızlar sahiblərinin hüquqlarının müdafiəsi, qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının fəaliyyətinə dövlət nəzarətinin həyata keçirilməsi, bazarda qanunvericiliyi pozan şəxslərin məsuliyyətə cəlb edilməsi üzrə müvafiq tədbirlərin görülməsindən;
- qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarının peşə səviyyəsinin artırılması üzrə müvafiq tədbirlərin görülməsi, bazarın inkişafı istiqamətlərinin müəyyən edilməsi, qiymətli kağızlar bazarında sağlam rəqabət mühitinin yaradılmasından;
- qiymətli kağızlarla əqdlərin bağlanmasına dair tələblərin müəyyən edilməsi, hüquqi və fiziki şəxslərin borc öhdəliklərinin qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilməsi və ödənilməsi qaydalarının müəyyənləşdirilməsi, qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilmiş borc öhdəlikləri bazarının tənzimlənməsinin həyata keçirilməsindən;
- Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının dünya maliyyə bazarına inteqrasiyası üzrə tədbirlərin hazırlanmasında və müvafiq icra hakimiyyəti orqanına təsdiq edilmək üçün təqdim edilməsi, müvafiq tədbirlərin həyata keçirilməsi, aktivlərin öhdəliklərlə yüklənməsi və onlarla 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.) aparılması, bazarda sığortalanmalı olan risklərin sığorta standartlarının müəyyən edilməsi, 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 tənzimlənməsi, bazarın iştirakçılarına qanunvericiliklə müəyyən edilmiş qaydada icrası məcburi olan göstərişlərin verilməsi,

bazarın inkişafı məqsədi ilə istifadə edilən fondların qanunvericiliklə müəyyən edilmiş qaydada yaradılması və tənzimlənməsindən;

➤ bazarda qiymətlərlə manipulyalara yol verilməməsi üzrə tədbirlərin görülməsindən.

## **2.2. Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsinin müasir vəziyyətinin təhlili**

Qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılar tərəfindən tənzimlənməsi bazarın özünü-tənzimləmə sistemini təşkil edir. Respublikamızın Mülki Məcəlləsinə əsasən (maddə 992-1.16) qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının özünü tənzimləyən təşkilatı qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının könüllülük, qeyri-kommersiya prinsipləri əsasında fəaliyyət göstərən qeyri-hökumət təşkilatı olan ictimai birlikdir. Bu tənzimlənməni müxtəlif təşkilatlar həyata keçirir. Dünya təcrübəsində bu təşkilatlar assosiasiyalar, ittifaqlar və bazarın peşəkar iştirakçılarının müqavilə münasibətləri ilə bağlı olan birliklər şəklində yaradılır (məs. ABŞ-da İnvestisiya Dilerləri Assosiasiyası). Bazarın özünü tənzimləməklə fəaliyyət göstərməsi onun iştirakçıları üçün peşə və etik normalarının, ticarət əməliyyatı qaydalarının təyin edilməsini və onlara riayət olunmasına nəzarət edilməsini nəzərdə tutur. Birliklər həm fond bazarı iştirakçılarının maraqlarını müdafiə edir, həm də sərt bazar davranış qaydalarını müəyyən edir, onlara riayət olunmasına səmərəli nəzarəti təmin edir. Belə özünü-tənzimləmənin müsbət cəhətlərindən biri bazarın tənzimlənməsi ilə bağlı dövlət xərclərinə qənaət edilməsi, bazarın idarəedilməsi aparatının məhdudlaşdırılmasıdır. Digər tərəfdən bazarın iştirakçıları hökumət məmurları ilə müqayisədə bazarın normal tənzimlənməsində daha maraqlı olurlar. Belə nəzarət çox vaxt məmur nəzarətindən daha ciddi və tələbkar olur.[5/s.75]

Özünü-tənzimləmə orqanlarının əsas funksiyaları aşağıdakılardır:

- bazarda iştirakçıların fəaliyyətinin özünü-tənzimlənməsi;
- yüksək peşəkar standartların təmin olunması və işçi heyətinin hazırlanması;
- bazarın infrastrukturunun inkişaf etdirilməsi;
- birgə elmi araşdırmaların aparılması, özünün maraqlarının kollektiv təmsil olunması və investorların maraqlarının müdafiəsi.

Bu gün bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarının tənzimləməsinin əsas hədəfi orta müddətli perspektivdə müasir, optimal tənzimlənən və effektiv fəaliyyət göstərən fond bazarlarının formalaşdırılmasıdır. Bu məqsədlə, hüquqi-normativ bazanın təkmilləşdirilməsi və beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılması; inteqrasiya edilmiş və tam avtomatlaşdırılmış fond bazarı infrastrukturunun formalaşdırılması; tələb və təklifin stimullaşdırılması vasitəsilə kapital bazarı alətlərinin və xidmətlərin çeşidinin genişləndirilməsi; ictimaiyyətin, yerli və xarici investorların Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarı haqqında məlumatlandırılması və maarifləndirilməsi; və nəhayət müasir, qabaqlayıcı və effektiv tənzimləyici rejimin tətbiq edilməsi istiqamətlərində fəaliyyət nəzərdə tutulur. Hazırda, strategiyanın əlaqələndirilmiş və kompleks tədbirlər planının tamamlanması və onun icrası üçün geniş beynəlxalq texniki yardımın cəlb edilməsi prosesləri davam etməkdədir.[6/s.201]

Son illər bu istiqamətdə çoxşaxəli tədbirlər davam etdirilir, nəzarət mexanizmləri təkmilləşdirilmişdir. Belə ki, 2012-ci il ərzində lisenziya sahiblərinin müraciətləri əsasında 2 şirkətin broker, diler və qiymətli kağızların idarə olunması fəaliyyətləri üzrə lisenziyaları dayandırılmışdır. Bu dövrdə, broker fəaliyyəti üzrə lisenziya müddətinin bitməsi ilə əlaqədar 1 lisenziya yenilənmiş, broker fəaliyyəti üzrə 1 yeni lisenziya və peşəkar fəaliyyət ilə məşğul olan şəxslərə 24 ixtisas şəhadətnaməsi verilmişdir. Hazırda peşəkar fəaliyyətlə məşğul olmaq üçün 33 lisenziya qüvvədədir. 2012-ci il ərzində aparılmış yoxlamalar nəticəsində 2 iştirakçıya fəaliyyətində aşkar olunmuş çatışmazlıqların aradan qaldırılması ilə əlaqədar göstərişlər verilmiş, 1 iştirakçıya qarşı isə fəaliyyətində aşkar edilmiş qanun pozuntularına görə inzibati məsuliyyətə cəlb etmə proseduruna başlanılmışdır. Həmçinin, qiymətli kağızlar bazarında peşəkar fəaliyyətin yoxlanılmasına dair yeni metodoloji baza hazırlanmış və 2011-ci ilin sentyabr ayından etibarən tətbiqinə başlanılmışdır.

Son illər səhmdarların hüquqlarının müdafiəsi, habelə səhmdarlar arasında münasibətlərin tənzimlənməsi təmin edilmişdir. Belə ki, təkcə 2012-ci il ərzində 454 səhmdar cəmiyyəti ilə bağlı səhmdarların hüquqlarının pozulması barədə 286 şikayət ərizəsi və 45 müraciət qəbul edilərək təhlil edilmişdir. Araşdırmalar nəticəsində fəaliyyətində qanun pozuntuları aşkar edilmiş səhmdar cəmiyyətlərinin 184-nə qarşı

inzibati cərimələr tətbiq edilmiş, 154-nə isə pozuntularının aradan qaldırılması haqqında məcburi göstərişlər göndərilmişdir.

Bundan əlavə, səhmdar cəmiyyətləri tərəfindən 2012-cu ilin nəticələrinə görə qanunvericiliyə uyğun olaraq Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinə 564 illik hesabat təqdim edilmişdir. İllik hesabatın təqdim edilməməsi və ya düzgün tərtib edilməməsi səbəbindən 346 səhmdar cəmiyyətinə qarşı inzibati cərimə tətbiq edilmişdir.

Eyni zamanda ölkə ərazisində lotereya və idman-mərc oyunlarının tənzimlənməsi də təkmilləşdirilmişdir. Azərbaycan Respublikası ərazisində lotereya təşkilatçılarının və idman mərc oyunlarının operatorunun hesabatlarının qəbulunun və təhlilinin reqlamentləşdirilməsi məqsədilə “Lotereya təşkilatçılarının hesabatlarının qəbulu və təhlili Metodologiyası” və “İdman mərc oyunlarının operatorunun hesabatının qəbulu və təhlili Metodologiyası” hazırlanaraq təsdiq edilmişdir.

Bununla yanaşı təkcə 2011-ci il ərzində “Azərlotereya” ASC tərəfindən 12 uduşlu oyun, digər şirkətlər tərəfindən isə 48 stimullaşdırıcı oyun keçirilməklə cəmi 60 lotereya oyunu təşkil olunmuş və stimullaşdırıcı lotereya fəaliyyəti ilə əlaqədar lotereya haqqında qanunvericiliyi pozduqlarına görə 8 təşkilatçıya inzibati cərimə tətbiq edilmişdir.

Son illər qiymətli kağızlar bazarında institusional quruculuq və inkişaf tədbirləri də davam etdirilmişdir.

Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının qabaqcıl beynəlxalq təcrübəyə uyğunlaşdırılması məqsədilə Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 16 may 2011-ci il tarixli Sərəncamı ilə “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” Dövlət Proqramı təsdiq olunmuşdur. Həmin Dövlət Proqramında bazar arxitekturasının təkmilləşdirilməsi, qiymətli kağızlarla ticarət, klirinq-hesablaşma proseslərinin sadələşdirilməsi və optimallaşdırılması, birbaşa emal prinsipi əsasında inteqrasiya olunmuş elektron ticarət platformasının yaradılması və bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişafı məsələləri üzrə 6 istiqamətdə tədbirlərin həyata keçirilməsini nəzərdə tutur:

### ***1. Qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişafı***

- 2. Maliyyə vasitəçiliyi və kollektiv investisiya sxemlərinin fəaliyyətinin təşkili və təşviqi*
- 3. Qiymətli kağızlar bazarında tələb və təklifin dəstəklənməsi*
- 4. Maliyyə şəffaflığı prinsiplərinin və korporativ idarəetmənin tətbiqinin genişləndirilməsi*
- 5. Qiymətli kağızlar bazarına dair normativ hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsi*
- 6. Qiymətli kağızlar bazarına dair məlumatlılığın və peşəkar hazırlığın yüksəldilməsi*

Qeyd olunan Dövlət Proqramının icrası 10 dövlət qurumuna həvalə olunmuş və əlaqələndirilməsi Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinə tapşırılmışdır. Dövlət Proqramının səmərəli icrasını təmin etmək və aidiyyəti dövlət orqanlarının bu istiqamətdə fəaliyyətini əlaqələndirmək məqsədilə Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi, Mərkəzi Bank, Maliyyə, İqtisadi İnkişaf, Vergilər, Ədliyyə, Rabitə və İnformasiya Texnologiyaları, Təhsil nazirlikləri, Əmlak Məsələləri Dövlət Komitəsi, Auditorlar Palatası nümayəndələrindən ibarət Əlaqələndirmə Qrupu yaradılmış və mütəmadi olaraq koordinasiya görüşləri keçirilmişdir. Həmçinin, Dövlət Proqramının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsində icrasının təmin olunması məqsədilə 2011-2012-ci illəri əhatə edən Tədbirlər Planı hazırlanmış və icrasına başlanılmışdır.

Dövlət Proqramında nəzərdə tutulmuş tədbirlərin ilk 5 il müddətində icrası zamanı qabaqcıl beynəlxalq təcrübədən istifadə etmək, zəruri texniki, təşkilati, məlumat dəstəyini təmin etmək məqsədilə Dünya Bankı ilə birgə Kapital Bazarlarının Müasirləşdirilməsi Layihəsi razılaşdırılmış və layihənin maliyyələşdirilməsinin təmin edilməsi məqsədilə 2011-ci ilin 22 sentyabr tarixində Bakı şəhərində Azərbaycan Respublikası ilə Beynəlxalq Yenidənqurma və İnkişaf Bankı arasında Kredit Sazişi imzalanmışdır. Həmin Saziş Azərbaycan Respublikasının Nazirlər Kabinetinin 307s nömrəli, 11 oktyabr 2011-ci il tarixli Sərəncamı ilə təsdiq olunmuşdur. Layihənin icrasının səmərəliliyini təmin etmək məqsədilə Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsində zəruri layihə idarəetmə və nəzarət mexanizmləri formalaşdırılmışdır.

Paralel olaraq, Avropa Birliyinin Avropa Qonşuluq və Tərəfdaşlıq Aləti olan Tvinning layihəsinin cəlb olunması üzrə işlər həyata keçirilmişdir. Belə ki, “Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarı üzrə qanunvericiliyinin Avropa Birliyinin qanunvericiliyinə uyğunlaşdırılması və institusional inkişaf” Tvinning



layihəsinin 2012-ci ilin ortalarından etibarən başlanması və 2014-cü ildə tamamlanması planlaşdırılmışdır. Sözügedən layihənin məqsədi Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarı üzrə qanunvericiliyinin nəzarət və tənzimləmə çərçivəsinin AB-nin qabaqcıl standartlarına uyğunlaşdırılması və qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının məlumatlılığının artırılmasına dəstək göstərilməsindən ibarətdir.

2012-ci il ərzində qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun təkmilləşdirilməsi və xidmətlərin effektivliyinin artırılması üzrə də bir sıra təşəbbüs həyata keçirilmişdir. Belə ki, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin “Dövlət orqanlarının elektron xidmətlərin göstərməsinin təşkili sahəsində bəzi tədbirlər haqqında” 23 may 2011-ci il tarixli 429 nömrəli Fərmanın icrasını təmin etmək məqsədilə Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin internet sahifəsində elektron xidmətlər bölməsi istifadəyə verilmişdir. Bu xidmət vasitəsilə qiymətli kağızlar bazarının iştirakçıları məsafədən öz platformalarına daxil ola bilər və istənilən əməliyyatı həyata keçirə bilərlər.

Bakı Fond Birjası ilə Milli Depozit Mərkəzi arasında fasiləsiz ticarəti təmin edən elektron əlaqə sistemi istismara verilmişdir. Nəticə etibarilə, birja əqdlərinin operativliyi yeni səviyyəyə qaldırılmış, Milli Depozit Mərkəzində saxlanmaya cəlb edilən aktivlər əhəmiyyətli dərəcədə artmış və xidmət sahələri üçün artım potensialı yaranmışdır. Mütəşəkkil bazarda ədalətli qiymətlərin və şəffaf bazarın formalaşdırılması məqsədilə Bakı Fond Birjasında ticarət-əməliyyat sistemi təkmilləşdirilmiş, qiymətli kağızlarla əqdlərin ədalətli bazar dəyərinin formalaşdırılması üçün zəruri mexanizmlərin tətbiqinə başlanılmışdır. Bakı Fond Birjası və Milli Depozit Mərkəzində idarəetmə proseslərinin təkmilləşdirilməsi ilə əlaqədar hər iki qurumun idarəetmə orqanları qabaqcıl korporativ idarəetmə standartlarına uyğun olaraq funksionallıq bölgüsü prinsipi ilə yenidən təşkil edilmişdir.

Son illər Qiymətli kağızlar bazarına dair normativ-hüquqi bazanın qabaqcıl beynəlxalq təcrübəyə uyğunlaşdırılması təşəbbüsləri davam etdirilmişdir. Azərbaycan Respublikasının Avropaya İntegrasiyası üzrə Dövlət Komissiyasının 2009-cu il 20 oktyabr tarixli qərarı ilə təsdiq edilmiş “2010-2012-ci illər ərzində Azərbaycan qanunvericiliyinin Avropa İttifaqı qanunvericiliyinə uyğunlaşdırılması üzrə Tədbirlər

Planı” ilə əlaqəli tədbirlər icra olunmuşdur. Belə ki, səhmdar cəmiyyətlərində mühüm iştirak payının əldə edilməsi, yenidən təşkil edilməsi zamanı səhmdarların hüquqlarının müdafiəsi, təsis edilməsi və kapitallarının dəyişilməsi, emissiya prospektinin dərc edilməsi, həmçinin emitentlərin insayder siyahılarının tərtib və təqdim edilməsi ilə əlaqədar tənzimləyicinin səlahiyyətlərinin tətbiqi üzrə Avropa Parlamentinin və Şurasının Direktivlərinin müddəalarını özündə əks etdirən Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə əlavə və dəyişikliklərin edilməsi barədə Qanun layihəsi hazırlanmışdır.

Maliyyə şəffaflığı prinsiplərinin və korporativ idarəetmənin tətbiqinin qabaqcıl beynəlxalq korporativ idarəetmə prinsiplərinə uyğunlaşdırılması məqsədilə Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin 4-cü Fəslinin səhmdar cəmiyyətlərinin tənzimlənməsinə dair maddələrinə əlavə və dəyişikliklərin edilməsi haqqında Qanun layihəsi hazırlanmışdır. Həmçinin, korporativ idarəetmənin tətbiqi ilə əlaqədar səhmdar cəmiyyətlərinin məsuliyyətinin artırılması və təsir tədbirlərinin gücləndirilməsi məqsədilə İnzibati Xətalər Məcəlləsinə də əlavə və dəyişikliklərin edilməsi haqqında Qanun layihəsi hazırlanmışdır.

Kollektiv investisiya sxemlərinin fəaliyyətinin təşkili ilə əlaqədar “İnvestisiya fondları haqqında” Azərbaycan Respublikası Qanununun tətbiqini təmin etmək məqsədilə Mülki Məcəlləyə, İnzibati Xətalər Məcəlləsinə və “Cinayət yolu ilə əldə edilmiş pul vəsaitlərinin və ya digər əmlakın leqallaşdırılmasına və terrorçuluğun maliyyələşdirilməsinə qarşı mübarizə haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanununa əlavə və dəyişikliklərin edilməsi haqqında Qanun layihələri hazırlanmış və 15 noyabr 2011-ci il tarixdə qəbul edilmişdir. Həmçinin, “Səhmdar investisiya fondunun və idarəçinin icra orqanının üzvlərinin attestasiyası”, “İnvestisiya fondlarının kənar auditorlarına dair tələblər haqqında”, “İnvestisiya fondlarının və idarəçinin hesabatlarına dair tələblər, habelə onların təqdim edilməsi və açıqlanması” və “İnvestisiya fondunun kapitalının formalaşdırılmasına, fondun aktivlərinin tərkibi, strukturu və idarə olunmasına tələblər haqqında” Qaydalar təsdiq edilmiş və Azərbaycan Respublikasının hüquqi aktlarının dövlət Reyestrinə daxil edilmişdir. Qeyd olunan sənədlər hazırlanarkən Avropa İttifaqının müvafiq sahəni tənzimləyən Direktivlərinin müddəaları nəzərə alınmışdır. Həmçinin, Azərbaycan Respublikası

Prezidentinin 2011-ci il 26 oktyabr tarixli 513 nömrəli Fərmanı ilə “Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi haqqında Əsasnamə”də müvafiq dəyişiklik edilmiş, bununla da investisiya fondları ilə əlaqədar tənzimləyici orqanın nəzarət səlahiyyətləri müəyyən olunmuşdur.

2011-ci il ərzində habelə, “Azərbaycan Respublikası ərazisində Fond Birjasının təşkili, fəaliyyəti və fond birjasının daxili qaydalarına dair” Standartlar və “İnvestisiya qiymətli kağızları ilə Repo əməliyyatlarının aparılması” Qaydaları dövlət qeydiyyatına alınmışdır. Yeni “Depozitar fəaliyyətinin həyata keçirilməsi Standartları”, “Adlı investisiya qiymətli kağızlarla alqı-satqı əqdlərinin bağlanması Qaydaları” və “Mənzil sertifikatlarının buraxılışı, tədavülü və ödənilməsi haqqında” Qaydalar Azərbaycan Respublikasının hüquqi aktlarının dövlət Reyestrinə daxil edilmişdir. “Azərbaycan Respublikasının emitentlərinin qiymətli kağızlarının Azərbaycan Respublikasının ərazisindən kənar yerdə yerləşdirilməsi haqqında” Qaydaların layihəsi hazırlanaraq dövlətdaxili prosedurlara ötürülmüşdür.

Qiymətli kağızlar bazarında qeyri-qanuni yolla əldə olunmuş pul vəsaitlərinin leqallaşdırılması və terrorizmin maliyyələşdirilməsinə qarşı preventiv tədbirlərin tətbiq olunması məqsədilə monitoring iştirakçılarının risk kateqoriyalarını əks edən matris layihəsi hazırlanmış və “Monitoring iştirakçısının risk profilinin müəyyənəşdirilməsi üçün Sorğu Vərəqəsi” hazırlanaraq monitoring iştirakçılara göndərilmişdir.

İnvestisiya qiymətli kağızlarının buraxılışlarına beynəlxalq eyniləşdirmə kodlarının (ISIN code) verilməsini təmin etmək məqsədilə “Qiymətli kağızların beynəlxalq nömrələnmə sisteminin tətbiqi üçün Tədbirlər Planı” təsdiq edilmişdir.

Həmçinin xarici dövlətlərin qiymətli kağızlar bazarı tənzimləyiciləri ilə əlaqələr genişləndirilmişdir. Bu çərçivədə, Türkiyə Kapital Bazarları Şurası, Polşa Maliyyə Nəzarəti və Yunanıstan Kapital Bazarları Komissiyaları ilə sıx əməkdaşlıq edilmiş, qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi səlahiyyətlərinin yerinə yetirilməsinə qarşılıqlı dəstəyin göstərilməsi məqsədilə 2011-ci ilin 11 mart tarixində Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi ilə Gürcüstan Milli Bankı arasında qiymətli kağızlar bazarları sahəsində əməkdaşlıq və informasiya mübadiləsi haqqında Anlaşma Memorandumu imzalanmışdır. Bununla da, Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi xarici ölkələrin qiymətli kağızlar bazarı tənzimləyiciləri ilə müqavilə-hüquq bazası

genişlənərək sayı 5-ə (Qazaxıstan, Ukrayna, Belarus və Türkiyə Respublikası) çatmışdır.

Son illər qiymətli kağızlar bazarına dair məlumatlılığın artırılması məqsədilə müxtəlif hədəf qrupları üçün məlumatlandırma və maarifləndirmə tədbirləri davam etdirilmişdir. Bu məqsədlə Qiymətli kağızlar bazarına dair rüblük hesabatlar, həmçinin lisenziyası olan peşəkar iştirakçıların sayı, dövlət qeydiyyatından keçmiş korporativ və dövlət qiymətli kağızlarının buraxılışları haqqında ümumilikdə 264 məlumat mütəmadi olaraq internet səhifələrin və KİV-lərdə yerləşdirilməklə ictimaiyyətə açıqlanmışdır.

Bütövlükdə, son on illik ərzində qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişafının təmin edilməsi, qiymətli kağızlar bazarının ticarət və əməliyyat infrastrukturunun təkmilləşdirilməsi, tənzimlənmə mexanizmlərinin qabaqcıl beynəlxalq təcrübəyə uyğunlaşdırılması və bazar alətlərinin spektrinin genişləndirilməsi sahələrində mühüm nəticələr əldə edilmişdir. Bu isə bütövlükdə növbəti on il ərzində “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” Dövlət Proqramında əks etdirilmiş hədəflərin realizasiyası üçün əlverişli zəmin formalaşdırmaqdadır.

### **2.3. Qiymətli kağızların qiymətləndirilməsi**

Qiymətli kağızlar müəssisənin aktivlərinin mühüm növlərindən biridir. Onların mövcudluğu və hərəkəti haqqında uçot və hesabatda əks etdirilən informasiyanın etibarlı olması bilavasitə həmin aktivlərin qiymətləndirilməsi metodologiyası və metodlarından asılıdır. Qiymətli kağızların uçot və hesabatlarda qiymətləndirilməsi metodologiyası, metod və qaydaları müvafiq normativ sənədlərdə və standartlarda öz əksini tapır.

Qiymətli kağızların alqı-satqısı, girov qoyulması, nizamnamə kapitalına daxil edilməsi və s. əməliyyatlar ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişafını stimullaşdırır. Qiymətli kağızlar bazarının yaranması və inkişafı öz növbəsində qiymətli kağızların qiymətləndirməsi zərurətini yaradır.

Qiymətli kağızlar əmlak bazarında digər əmlak növlərindən bir sıra xüsusiyyətlərinə görə fərqləndiyindən, onların qiymətləndirilməsinə də fərqli yanaşılmalıdır və burada əsas məqsəd qiymətli kağızların bazar dəyərini aşkara çıxarmaqdan ibarət olmalıdır.

Qiymətli kağızların bazar dəyərini müəyyən olunmasına aşağıdakı əməliyyatlar zamanı ehtiyac yaranır:

- alqı-satqı əməliyyatları zamanı;
- qiymətli kağızların nizamnamə kapitalına daxil edilməsi zamanı;
- kredit götürmək üçün qiymətli kağızların girov kimi rəsmiləşdirilməsi zamanı;
- müəssisə və onun aktivlərinin bazar dəyərini qiymətləndirilməsi zamanı;
- müəssisə iflasa uğradıqda, ləğv edildikdə və ya satıldıqda onun aktivlərinin qiymətləndirilməsi zamanı.

Qiymətləndirmə zamanı qiymətləndirici qiymətli kağızların nominal və bazar dəyərini, səhm kimi əlamətlərini, istiqraz və rəqəsinin ləğvetmə, girov, balans və uçot dəyərlərini nəzərə almalıdır.

Qiymətləndirici pay (ekspert adi və imtiyazlı), borc (istiqraz və veksəl) və törəmə (opşion, fyuçers) qiymətli kağızlarının bazar dəyərini aşkar etmək üçün bu qiymətli kağızların xüsusiyyətlərini nəzərə almalıdır.

Maliyyə bazarında ən çox yayılmış qiymətli kağız kimi səhmlər və veksəllərin qiymətləndirilməsi daha aktualdır. Bu qiymətli kağızların qiymətləndirilməsinin aparılması zamanı zəruri sənədlərin toplanması, qiymətləndirmə ekspertizasının vaxtının və dəyərini göstərilməsi, emitentinin kimliyi və onun hansı növünün qiymətləndirilməsi böyük əhəmiyyət daşıyır.

Əgər qiymətli kağızın qiyməti maliyyə bazarında təyin olunursa, onun dəyərini müəyyən olunması və hesabatların rəsmiləşdirilməsi 2-3 gün vaxt tələb edə bilər. Bu zaman qiymətləndirmə prosesi nisbətən asan başa gəlirdiyi üçün qiymətləndiricinin mükafatı da aşağı olacaqdır. Əgər qiymətli kağızın qiyməti birjada təyin olunmursa və yaxud onun alqı-satqı qiymətləri haqqında açıq maliyyə bazarında informasiya yoxdursa, bu halda qiymətli kağızın bazar dəyərini müəyyənləşdirilməsi maliyyə bazarının cari konyunkturasının təhlilinə əsaslanmaqla aparılır. Bundan əlavə, qiymətləndirilən qiymətli kağızın gəlirliliyi, emitentin maliyyə vəziyyətinin

dayanıqlığı və onun etibarlılığı təhlil edilir. Bu zaman qiymətləndirici emitentin mövcud maliyyə-mühasibat hesabatları əsasında maliyyə vəziyyəti haqqında tədqiqat aparır, əlavə diskont dərəcəsinə və mövcud qiymətli kağıza pul vəsaitlərinin qoyulmasının risk dərəcəsinə də müəyyən edir. Bu proses qiymətləndirici üçün kifayət qədər vaxt və səriştə tələb etdiyi üçün onun mükafatı da çox olur.

Digər daşınar və daşınmaz əmlak növlərinə münasibətdə qiymətli kağızların girov qoyulması bir sıra üstünlüklərə malikdir. Qiymətli kağızlarla girovun digər girov obyektlərinə nisbətən üstünlükləri aşağıdakılardır:

- 1) Qiymətli kağızların dəyəri ilə borcun məbləğini tənzimləmək mümkündür. Belə ki, girovun predmeti kimi eyni nominallı çoxsaylı səhmlər çıxış edir və lazım olduqda borcun məbləğinə uyğun gələn səhmlərin sayı qədər girov qoyulur. Digər girovlarda isə borcla girovun məbləği arasında fərqi aradan götürmək çətinidir.
- 2) Qiymətli kağızları girov qoymaqla daha böyük məbləgdə kredit götürmək mümkündür. Qiymətli kağızları girov qoymaq səhmdar cəmiyyətin bütünlüklə dəyərini girov qoymaq deməkdir ki, bu da daşınmaz əmlaka, xüsusilə mənzilə nisbətən daha böyük məbləğlərin cəlb edilməsinə imkan verir.
- 3) Daşınmaz əmlakın qiyməti tez-tez dəyişir və onun reallaşdırılmasında çətinliklər olur. Qiymətli kağızlar isə daha likviddir və onu reallaşdırmaq daha asandır.
- 4) Qiymətli kağızların konkret sahibi mövcuddur və onların girov qoyulması və satılması zamanı ailə üzvlərinin razılığı tələb olunmur. Girov qoyulmuş mənzillərin ödənişə yönəldilməsi zamanı ailənin evdən çıxarılması ciddi problemlərlə nəticələnir.
- 5) Qiymətli kağızlar girov qoyularkən, girov dövlət qeydiyyatından keçirildikdən sonra müvafiq depozitlərdə dondurulur ki, bu da girov predmetinin xarab olması, cırılması, yanması, itirilməsi və digər mümkün təhlükələrdən qorunmasına və girovun etibarlı saxlanılmasına imkan verir.
- 6) Girov qoyulmuş səhm sahibləri girovun vaxtında azad edilməsində maraqlı olduqları üçün, alınmış kreditin təyinatı üzrə istifadəsinə və səhmdar cəmiyyətinin səmərəli işləməsinə səy göstərir ki, bu da son nəticədə istehsalın artımına kömək edir.
- 7) Girov hüququ qiymətli kağızları və onlarla əlaqədar artımı, yəni qiymətli kağıza görə ödənilən gəliri (dividendi, faizi, diskontu və s.) də əhatə etdiyinə görə həmin gəlir

alınmış kreditlər üzrə faizlərin qaytarılmasına yönəldilə bilər. Bəzi girov obyektlərində isə belə imkanlar yoxdur.

Azərbaycanda mövcud qanunvericiliyə görə bütün qiymətli kağızlar, o cümlədən, dövlət qiymətli kağızları, veksellər, korporativ qiymətli kağızlar hesab edilən səhmlər, istiqrazlar və s. girov predmeti ola bilər.

Girov qoyulmuş qiymətli kağızların və qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilən borc öhdəliklərinin girovunun qiymətləndirilməsi mühüm əhəmiyyət kəsb edir. «Girov haqqında» qanuna əsasən girov qoyulmuş əmlakın dəyəri tərəflərin razılığı ilə, tərəflərdən biri etiraz etdikdə isə dəvət olunan əlavə ekspert (qiymətləndirici) tərəfindən müəyyən edilir.

Qiymətli kağızların qiymətləndirilməsinin özünəməxsus xüsusiyyətləri vardır. Belə ki, hər bir qiymətli kağızın üzərində nominal dəyəri vardır və bu qiymət fond bazarındakı qiymətli kağızların kotirovkasından asılı olaraq dəyişir. Qiymətli kağızların bazar qiymətlərinin müəyyən edilməsinin ən səmərəli üsulu fond birjalarında formalaşan məzənnəni əsas götürməkdir. Girovqoyma zamanı tərəflərin razılaşması ilə müəyyən edilən qiymətin çox vaxt reallığa uyğun gəlmədiyini nəzərə alsaq, bu zaman sərbəst qiymətləndiricilərin xidmətlərindən istifadə edilməsi daha məqsədəuyğundur. Respublikamızda qiymətli kağızların emissiyası, tədavülü, tədavüldən çıxarılması məsələləri, habelə qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının fəaliyyəti Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsi ilə tənzimlənir. Onların uçot və hesabatlarda əks etdirilməsi qaydaları isə «Mühasibat uçotu haqqında» qanun və Mühasibat uçotunun Hesablar planının tətbiqinə dair təlimatla tənzimlənir.

Qiymətli kağızların uçot və hesabatlarda düzgün qiymətləndirilməsi üçün vacib şərtlərdən biri də onların dəqiq təsnifatının aparılmasından ibarətdir. Burada söhbət istənilən qiymətli kağızlardan deyil, uçot və hesabatlarda qiymətləndirilməsi tələb olunan və qiymətləndirmənin qəbul edilmiş metodologiyası, qaydalarından asılı olaraq mövcudluğu və hərəkəti, müəssisənin əmlak və maliyyə vəziyyətinə, habelə maliyyə nəticələrinə təsir edə biləcək emissiya qiymətli kağızlarına aid edilmiş səhmlərdən və istiqraz vərəqələrindən gedir. Məhz bu qiymətli kağızlar emissiya qiymətli kağızlarına aid edilmişdir. Buraxılan səhmlər və istiqraz vərəqələri üzərində mülkiyyət hüquqlarının emitentdən sahiblərə (alıcılara) keçməsi sertifikatlarla (əgər sertifikatlar

sahiblərdə saxlanırsa), yaxud sertifikatlarda və depozitlərdə “depo” hesabları üzrə yazılarla (əgər sertifikatlar saxlanılmaq üçün depozitarlərə verilibdirsə) təsdiq edilir. Qiymətli kağızlara mülkiyyət hüquqları dəyişərkən əksər hallarda onların nominal dəyəri əsas götürülür.

### **Fəsil III. Qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modelinin tətbiqi**

#### **3.1. Qiymətli kağızlar bazarı xətti modeli və B-əmsalı konsepsiyası**



Qiymətli kağızlar bazarının xətti ayrı-ayrı səhmlər üçün risk - gəlirlilik asılılığını əks etdirir.

Tərəfimizdən baxılan modeldə qiymətli kağızların riskliliyi  $\beta$  əmsalı ilə ölçülür.  $\beta$  əmsalı bazar gəlirinin dinamikası ilə müqayisədə ayrı-ayrı səhmlərin gəlirliliyindəki dəyişiklikləri qiymətləndirir. Vahiddən yüksək əmsala malik olan qiymətli kağızlar bütövlükdə bazara nisbətən riskliliyi ilə səciyyələnir.  $\beta$  əmsalı müsbət, yaxud mənfi ola bilər. Əgər o müsbətdirsə onda müvafiq qiymətli kağızların gəlirliliyi bazar gəlirliliyinin dinamikasına uyğun olacaqdır.  $\beta$  əmsalı mənfi olarkən bazarın effektivliyi artdıqca verilən qiymətli kağızın effektivliyi azalacaqdır.

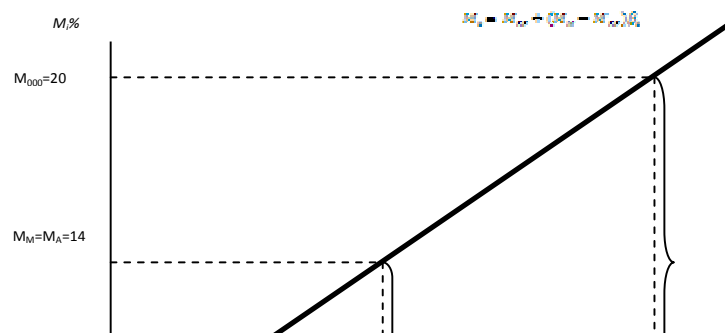
Beləliklə,  $\beta$  əmsalı 1,0-ə bərabər olan səhm «orta», gəlirliliyindəki dəyişiklik bazarda orta səviyyədən yüksək olan səhmin  $\beta$  əmsalı 1,0-dən yüksək, bazar gəlirliliyindəki dəyişikliklə müqafisədə gəlirlilikdə aşağı dəyişikliklə səciyyələnən səhm üçün  $\beta$  əmsalı, 1,0-dən aşağıdır.

Maliyyə aktivinin  $\beta$  əmsalı ilə ölçülən riski ilə bu aktivin tələb olunan gəlirliliyi arasındakı əlaqəni müəyyən edən tənlik qiymətli kağızlar bazarının xəttinin tənliyi adlanır.

$$M_i = M_{RF} + (M_M - M_{RF}) \cdot \beta_i \quad (6.2.)$$

Burada,  $M_i$ —tələb olunan gəlirlilik (əvvəldə biz  $M_i$ -ni gözlənilən gəlirlilik kimi müəyyən etdik, bazar tarazlığı şəraitində onlar bərabərdir);  $M_{RF}$  – risksiz gəlirlilik (adətən, daha etibarlı maliyyə aktivinin gəlirliliyi kimi qəbul edilir);  $M_M$  – fond bazarının, yaxud bazar portfelinin bütün aktivlərindən ibarət portfelin gəlirliliyi;  $\beta_i$  – i səhminin  $\beta$  əmsalıdır.

$(M_M - M_{RF}) \cdot \beta_i$  ifadəsi riskə görə bazar mükafatını, yaxud orta səhm üçün riskin dərəcəsini müəyyən edir.



### **Qrafik 3.1. Qiymətli kağızlar bazarının xətti**

Qiymətli kağızlar bazarı xəttinin əyrisi mövcud iqtisadiyyatda riskə meyilliliyi xarakterizə edir: orta investorun riskə meyilliyi nə qədər aşağıdırsa, birincisi, xətti əyrisi qabarıqdır, ikincisi, tələb olunan gəlirlilik yüksəkdir.

İstənilən maddi aktivin riski onun səhmin riskinə təsiri nöqtəyi-nəzərindən qiymətləndirilə bilər. Məsələn, şirkət şirlərin təmiri üzrə yeni texnologiyaya iri investisiyalar yönəlməyi nəzərdə tutur. Bu əmtəyə tələb və onun reallaşdırılmasından əldə olunacaq gəlir əvvəlcədən məlumdur. Ona görə də, yeni istehsalın çox riskli olması görünə bilər. Lakin fərz edək ki, yeni istehsaldan əldə olunan gəlir şirkətin yeni şirlərin istehsalı üzrə əsas fəaliyyətindən əldə olunan gəlirlə mənfi korelyasiya edir. İqtisadi yüksəliş dövründə istehlakçılar yeni şirləri almağa üstünlük verir, iqtisadiyyatın tənəzzül dövründə isə təmir olunmuş şirlərə tələb artır. Birinci halda əsas fəaliyyətdən gələn gəlirlər təmirdən əldə olunan gəlirlərdən yüksək olacaqdır, ikinci halda isə əksinə. Beləliklə, təcrid olunmuş şəkildə nəzərdən keçirilərkən riskli görünən kapital qoyuluşu əgər bütün mümkün vəziyyətlərin uçotu ilə təhlil olunarsa, əslində bir o qədər riskli deyil.

*$\beta$  - əmsalı konsepsiyası*

«Orta səhm»lərin xarakteristikaları bazarda vəziyyətin dəyişməsinə uyğun olaraq dəyişməlidir. Belə səhmin  $\beta$  əmsalı 1,0-ə bərabərdir. Bu, o deməkdir ki, bazarda vəziyyətin 10% yuxarıya, yaxud aşağıya doğru dəyişməsi zamanı orta səhmin xarakteristikaları da həmin istiqamətdə 10% dəyişir.  $\beta=1,0$  olan səhmlərdən ibarət portfelin gəlirliliyi bazar məzənnəsinin dəyişməsi ilə eyni vaxtda yüksələcəkdir və azalacaqdır, portfelin riski isə bazardakı orta risk səviyyəsi ilə eyni olacaqdır.

Əgər səhmin  $\beta$  əmsalı 0,5-ə bərabədirsə onun xarakteristikaları bazardakı orta səviyyəyə nisbətən iki dəfə yavaş dəyişir. Belə səhmlərdən ibarət olan portfel  $\beta=1,0$  olan səhmlərdən ibarət portfelin riskinin yarısına bərabər riskə malik olacaqdır. Digər tərəfdən, əgər  $\beta=2,0$  olarsa, onda səhmlərin xarakteristikalarının dəyişikliyini «orta səhm»lə müqayisədə iki dəfə yüksəkdir. Ona görə də, belə aktivlərdən ibarət portfel də orta portfeldən iki dəfə risklidir.

Qərb şirkətlərinin səhmlərinin  $\beta$  əmsalları müxtəlif informasiya aqentlikləri tərəfindən hesablanır və nəşr olunur. Şirkətlərin əksəriyyətinin  $\beta$  əmsalları 0,75 – 1,5 arasında variasiya edir.

Maliyyə aktivlərinin istənilən portfelinin  $\beta$  əmsalı ( $\beta_p$ ) aşağıdakı düsturla hesablanır:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \cdot \beta_i \quad (6.3.)$$

Burada,  $X_i$  –  $i$  qiymətli kağızının portfeldə payıdır.

Portfelə  $\beta$  əmsalı 1,0-dən böyük olan səhmin əlavə edilməsi portfelin riskliliyini artırır və əksinə.

Əgər investor hər birinin  $\beta$  əmsalı 0,7-yə bərabər olan 10 növ səhmdən ibarət portfelə malikdirsə bu halda portfel üzrə  $\beta_p=0,7$  olur. O, orta bazar portfelinə nisbətən az riskli olacaqdır. Təcrübədə bu portfelə daxil olan səhmlərin gəlirliliyindəki cüzi dəyişikliklərlə ifadə olunur. Əgər portfelin səhmlərindən biri satılaraq  $\beta=2,5$  olan səhmlə əvəz olunarsa, portfelin riskliliyi 0,7-dən 0,88-ə qədər yüksələcəkdir.

(6.3.) düsturuna əsasən

$$\beta_p = 0,9 \cdot 0,7 + 0,1 \times 2,5 = 0,88$$

Əgər konkret aktivin gəlirliliyinin ( $M_I$ ) və bazarın «orta səhm»lərinin gəlirliliyinin ( $M_M$ ) cari kəmiyyətləri məlumdursa, onda  $\beta_i$  aşağıdakı ifadənin köməyi ilə hesablanı bilər.

$$\beta_i = \frac{COV(M_I, M_M)}{\sigma_M^2} \quad (6.4.)$$

### 3.2 Qiymətli kağızların reytinginin təyini və qiymətləndirilməsi

Bazar göstəricilərinin obyektivliyi, əsas borc və faiz məbləğlərinin ödənilməsi ehtimalı, fond qiymətlərinin keyfiyyəti və bu kimi məlumatların ekspertlər tərəfindən qiymətləndirilməsi nəticəsində qiymətli kamızların reytingi təyin olunur. Investorlar qiymətli kağızlarla əməliyyatlar həyata keçirərkən qiymətli kağızların reytingindən bir meyar kimi istifadə edirlər. Qiymətli kağızların reytingi emitentlər üçün də mühüm əhəmiyyət kəsb edir və qiymətli kağızların likvidliyini artırmağa imkan verir.

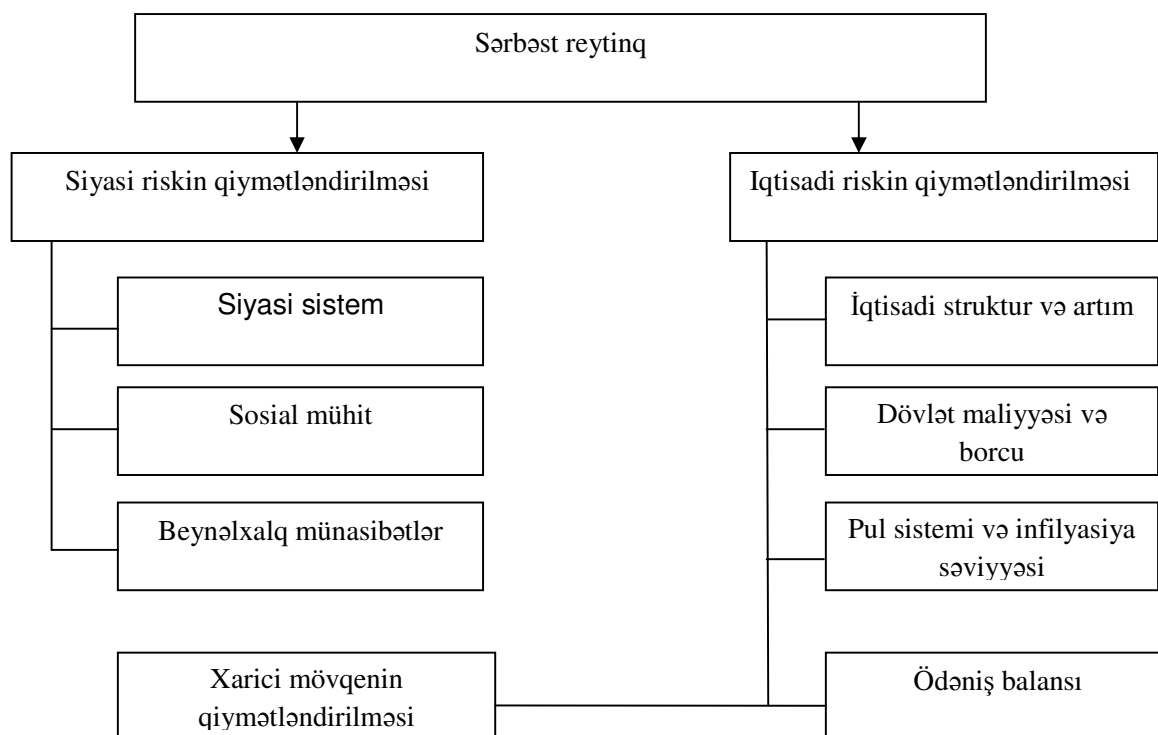
Inkişaf etmiş ölkələrin fond bazarlarında bütün borc öhdəlikləri üzrə reyting qiymətləndirilməsi aparılır və hər hansı istiqrazın və ya digər qiymətli kağızın reytingi yoxdursa, onu praktiki olaraq satmaq çox çətin olur.

Fond bazarında vasitəçilər də qiymətli kağızların reytingindən istifadə edirlər. Reyting göstəriciləri kağızların satışı zamanı nəzərə alınır və borc öhdəçiliklərinin yerləşdirilməsinə zəmanət verir. Reyting qiymətləndirilməsi prosesi kamızların məzənnələrinin proqnozlaşdırılması məsələlərinin həllini də əhatə edir, bu isə öz növbəsində bazarın dayanıqlığı üçün təminat yaradır.

Reyting qiymətləndirilməsi prosesi əsas etibarilə üç istiqamət üzrə aparılır: sərbəst reyting; maliyyə institutlarının reytingi; emitent şirkətlərinin reytingi. Sərbəst reyting milli və xarici valyutalarda borcların qaytarılması üzrə ölkənin imkanlarını qiymətləndirir.

**Şəkil 3.1**

**Sərbəst reytingin qiymətləndirilməsi**



Qeyd etmək lazımdır ki, reyting hər hansı riyazi düsturla hesablanmır və miqdar göstəriciləinin keyfiyyət interpretasiyasını əks etdirir, müxtəlif amilər əsasında təhlil prosesi yerinə yetirilir. İlk növbədə siyasi sistem – hökumət forması, siyasi məsələlərin həlli zamanı konsensus dərəcəsi, borcların ödənilməsi imkanı və s. qiymətləndirilir. Sonra sosial mühit –həyat tərzı, demoqrafik vəziyyət və s. öyrənilir. Son mərhələdə isə beynəlxalq əlaqələr sferası – siyasi risk üzrə tədqiqat işləri aparılır.

Sərbəst reytingi təyin edərkən mühüm məsələlərdən biri iqtisadi riskin qiymətləndirilməsi prosesidir. Bu zaman birinci növbədə ölkənin iqtisadi potensialı, onun resursları, kapital qoyuluşları, istehsal, xidmət sferası, yaradılan məhsulun tplanılması və istifadə olunma üçün paylanması və s. qiymətləndirilir. Sonra dövlət maliyyəsi – vergi sistemi, büdcə, məsrəflər, dövlətin borcu nəzərdən keçirilir. Üçüncü mərhələdə ölkədə pul sisteminin vəziyyəti və inflyasiya səviyyəsi, bank sisteminin müstəqilliyi təhlil olunur. İqtisadi risk bilavasitə ölkənin ödəniş balansını ilə əlaqədardır və bu səbəbdən növbəti mərhələdə ödəniş balansının təhlili prosesi həyata keçirilir. Son mərhələdə xarici valyutaların mövqeyi, valyuta məzənnələri, xarici valyutada olan borclar və s. nəzərdən keçirilir.

Maliyyə institutlarının reytingi zsasən bankların reytingi ilə təyin olunur və bu zaman biznes və maliyyə risklərinin qiymətləndirilməsi prosesi həyata keçirilir.

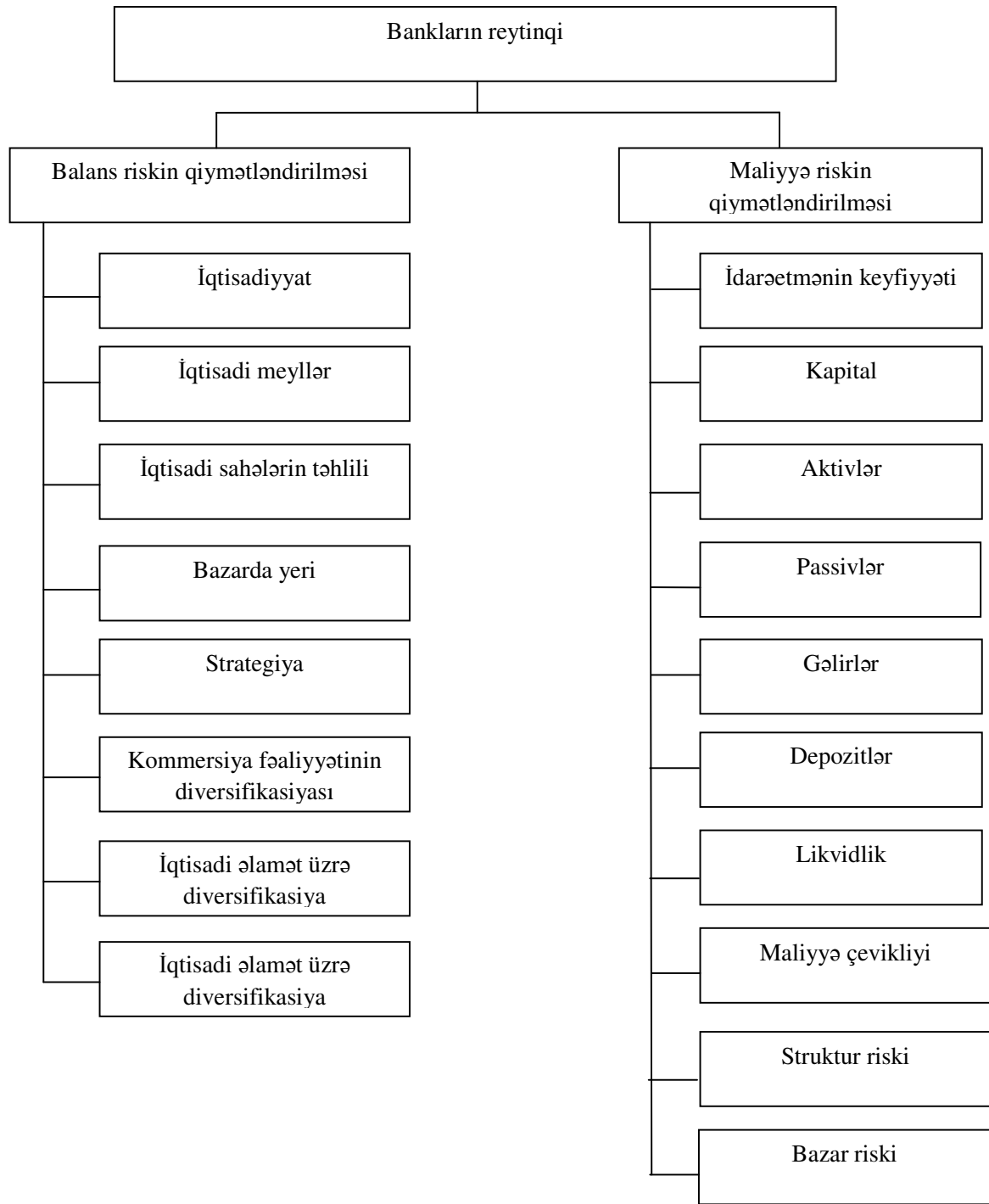
Emitent şirkətlərin reytingi onların iqtisadi və maliyyə vəziyyətinin təhlili zsasında təyin olunur. Bu reyting əsas etibarilə istiqrazların, vksellərin və digər kommersiya öhdəçiliklərinin, orta müddətli notların, bank kreditləri ödənişlərinin qiymətləndirilməsi zamanı istifadə olunur. Bu reytingə eləcə də lizing və zəmanət əməliyyatlarının aparılması zamanı kredit reytinginin təyin olunması üçün müraciət olunur.

Emitent şirkətlərin reytingi təyin olunarkən, onların fəaliyyət perspektivləri, idarəetmə keyfiyyətləri, rəqabət qabiliyyətləri və c. Üzrə tədqiqat işləri aparılır. İlk növbədə şirkətin keyfiyyət göstəriciləri təhlil olunur, sonra isə onların maliyyə siyasəti, müəyyən müddət ərzində gəlirlilik göstəriciləri, nağd pul axınları, kapital strukturları, maliyyə çevikliyi və s. kimi miqdar qiymətləndirmələri həyata keçirilir.

Emitent şirkətlərin investisiyaya cəlb olunma qabiliyyətlərinin təyin edərkən, onların aşağıdakı göstəriciləri nəzərə alınır: kapital qoyuluşunun səmərəliyi və gəlirliyi; şirkətin maliyyə vəziyyəti; şirkətin istehsal potensialı; qiymətli kağızlara qoyulan vəsaitlərin etibarlılığı və təhlükəsizliyi; aksiya qiymətlərinin artma perspektivi.

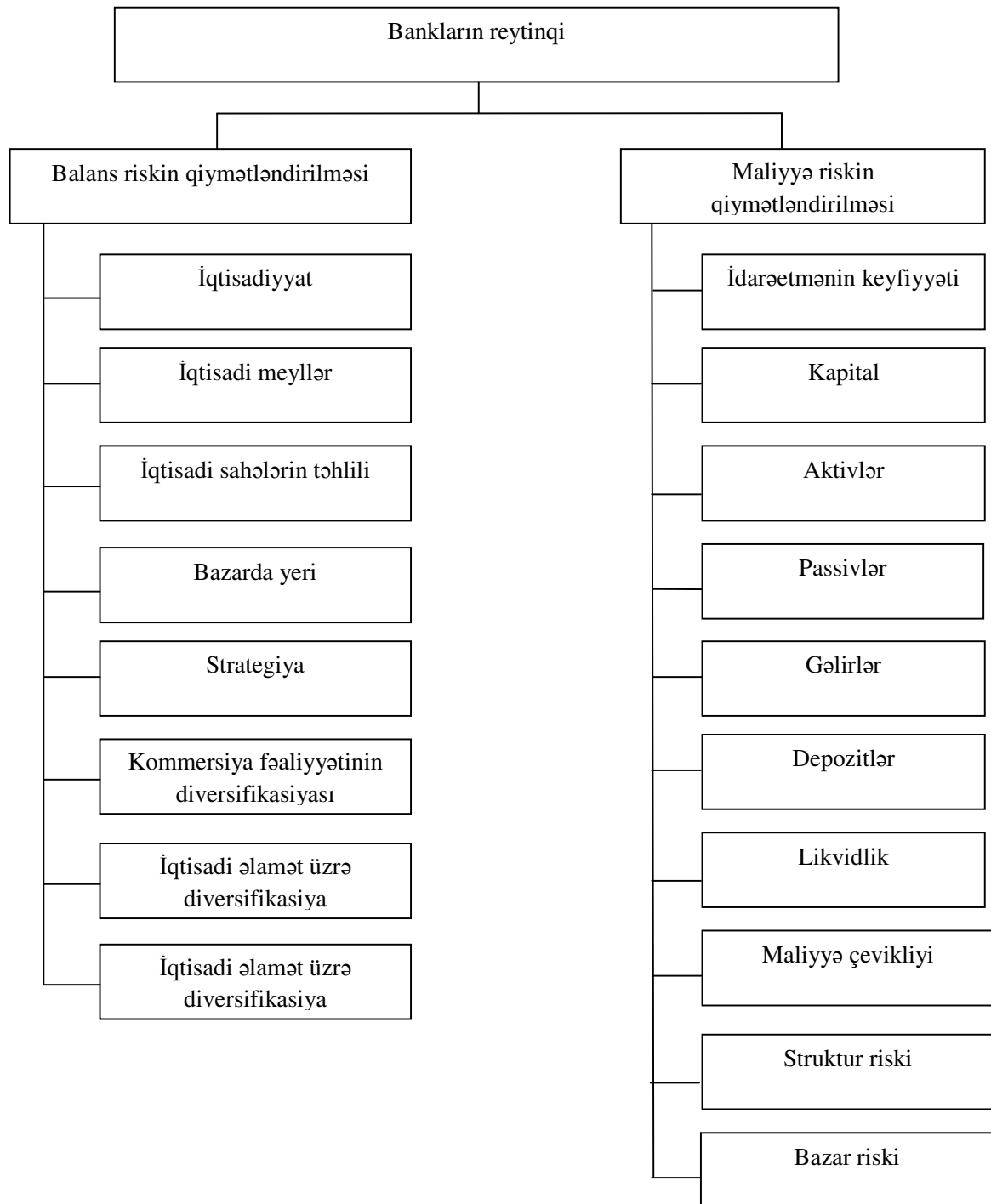
**Şəkil 3.2**

**Bankların reytinginin qiymətləndirilməsi**



**Şəkil 3.3.**

**Emitent şirkətlərin reytinginin qiymətləndirilməsi**



Birinci qrupa aid olunan göstəricilər şirkətin mənfəətliyini və aktivlər üzrə idarə olunma keyfiyyətini xarakterizə edir. İkinci qrup göstəricilər şirkətin maliyyə vəziyyətini təyin edir. Üçüncü qrupa şirkətlərin istehsal potensiallarını xarakterizə



edən göstəricilər daxil edilmişdir. Dördüncü qrup şirkətin qiymətli kağızlarına qoyulan vəsaitlərin etibarlılıq və təhlükəsizlik göstəricilərini əks etdirir. Sonuncu qrup göstəricilərəksiya qiymətlərinin artması perspektivliyini səciyyələndirir.

### **3.3. Qiymətli kağızlar bazarında səhmlərin qiymətlərinin proqnozlaşdırılması**

Qiymətli kağızlar bazarında səhmlərin qiymətlərinin proqnozlaşdırılması istər emitentlər, istər qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları, istərsə də investorlar üçün mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Çünki, gələcək dövr üçün qiymətlərin dinamik hərəkət perspektivinin qiymətləndirilməsi bazara çıxış imkanlarını müəyyən edən həlledici şərtlərdən biridir. Qiymətlərin proqnozlaşdırılmasının əsas vəzifəsi proqnozlaşdırılan dövr üçün səhmlərin qiymətlərinə təsir edən dövrlük və qeyridövrlükli xarakterli müxtəlif amillərin təsirini və eləcə də bir sıra digər göstəricilərin nəzərdə tutulan dəyişikliyi əsasında qiymətlərin hərəkətinin qiymətləndirilməsi.

Səhmlərin qiymətlərinin прогнозунun щазырланмасы чох мцряккяб вя чятин бир процесдир. Müasir dövrün inkişaf xarakterinə uyğun olaraq qiymətlərə təsir göstərən faktorların çoxluğu qiymət dinamikasının tez-tez volatillik ilə qarşılaşmasına səbəb olur. Digər tərəfdən isə proqnozun hazırlanması çətinliyi həm də kifayət qədər tam və etibarlı məlumatların alınmasının mürəkkəbliyi ilə şərtlənir.

Hızırda qiymətli kağızlar bazarında proqnozlaşdırmanın bir sıra növlərindən istifadə olunur ki, onları da aşağıdakı kimi qruplaşdırılır: ekstrapolyasiya, ekspert qiymətləndirmə, iqtisadi-riyazi metodlar və eləcə də bu qruplara daxil olan metodların müxtəlif şəkildə uzlaşdırılaraq əlaqələndirilməsi.

**Ekstrapolyasiya metodları.** Ekstrapolyasiya praktiki olaraq keçmiş dövr ərzində səhmlərin qiymətlərinin statistik sıralarının işlənməsi yolu ilə həyata keçirilir. Keçmişdə qiymətli kağızlar bazarında səhmlərin qiymətlərinin təsir edən bazarın inkişaf meylləri və sürətini müəyyən edən səbəblər təhlil edilir. Həmin təhlilin əsasında proqnozlaşdırılan dövrə dair statistiki sıralar tərtib olunur və həmin statistik sıralar proqnozlaşdırılan dövrə köçürülür.

Keçmişdə baş verən meyllərin proqnozlaşdırılmış dövrə köçürülməsinin dövrlərin sadə mexaniki uzadılmasını nəzərdə tutur. lakin faktiki proqnozlaşdırılan dövrün şərtlərini tamamilə təkrar etmədiyindən iqtisadi proqnozlaşdırma zamanı belə bir ekstrapolyasiyanın tətbiqi mümkünlüyü məhdudlaşdırır. Buna görə də keçmişin qiymət səviyyəsini və dinamikasını müəyyən edən açmillərin əmələ gəlməsi mümkünlüyünü uçota almaqla keçmiş dövrlərdə düzəliş aparılmasını nəzərdə tutan ekstrapolyasiya geniş yayılmışdır.

**Ekspert qiymətləndirmə metodları keçmişdə** qiymətli kağızlar bazarının konyukturasının inkişaf meylini öyrənməklə verilmiş anda səhmlərin qiymətlərinin həqiqi vəziyyətini təhlil edən mütəxəssislərin biliklərinin, təcrübələrinin, intuisiyalarının istifadə edilməsinə əsaslanır. Optimal ekspert qiymətləndirmə, həm bir neçə mütəxəssis arasında fikir mübadiləsi və bu əsasda vahid qiymətin alınmasına həm də bir-birinə münasibətdə olmayan bir neçə mütəxəssisin ekspert qiymətlərinin emalına əsaslanır.

Bununla əlaqədar “beyin hücumu” metodunu qeyd etmək olar. Bu zaman proqnoz kollektiv mütəxəssis qrupu tərəfindən hazırlanır. Qrupla ekspert qiymətlənmənin digər müxtəlif növlü metodlarına “Delfi” metodu aiddir. Bu, 60-cı illərin əvvəllərində “Rend” amerika korporasiya tərəfindən hazırlanmışdılar. Bu zaman bir sıra ekspertlərin yazılı yolu ilə hər bir mütəxəssisin proqnoz qiymətləndirilməsi aşkar edilir. Ekspertlər arasında müzakirələrin və fikir mübadiləsinin aparılması istisna edilir. Sorğuların nəticəsində isə bəzi qiymətləndirilməsini nəzərə alaraq hər bir ekspertin etibarlılığı müəyyən olunur.

**İqtisadi-riyazi metodlar.** Qiymətli kağızlar bazarına aid keçmiş illərin məlumatları əsasında qiymət (funksiyanın göstəricisi) və səhm bazarının digər konyuktur göstəriciləri (arqument göstəriciləri) arasında mürəkkəb və ya sadə funksional asılılıqları əks etdirən riyazi modellər qurulur.

Yuxarıda qeyd edildiyi kimi, səhm bazarının konyukturasının inkişafına çoxlu sayda müxtəlif amillər təsir göstərir. Eyni zamanda heç bir model konyuktur əmələ gətirən amillərin hamısını özünə tam əks etdirmək iqtidarında deyil. Buna görə də iqtisadi-riyazi proqnozlaşdırmanın müvəfəqiyyətinin ən mühüm şərtlərindən biri təkə

keçmiş deyil, həm də əvvəllərə aid olan vaxib amillərin qiymət dinamikasına təsirini əks etdirən göstəricilərin seçilməsidir.

Belə məsələnin həll edilməsi üçün, hər şeydən əvvəl, çoxlu sayda göstəricilərdən elələrini seçmək zəruridir ki, onlar səhmlərin qiymətləri ilə daha sıx korelyasiya əlaqələrinə malik olsun və bunun vasitəsilə bazarın konyukturasının bir sıra xarakterik göstəriciləri arasında korelyasiya əmsalının hesablanması həyata keçirilir.

Korrelyasiya əmsalının hesablanması, sonra isə korelyasiya-reqressiv tənliklərinin qurulması və həll edilməsi seçilmiş göstəricilər arasında qarşılıqlı əlaqələri kəmiyyətcə qiymətləndirməyə nəticə etibarilə digər konyuktura göstəricilərinin müvafiq dəyişmələrinin nəticəsi kimi qiymət dəyişməsinə öroqnozlaşdırmağa imkan verir.

Yuxarıda qeyd olunanları nəzərə almaqla, hər bir əmtəə kimi səhmlərində qiymətinin hərəkəti prognozu aşağıdakı tənliyin həll edilməsi yolu ilə (yalnız asılılığın düzxətli formaları) müəyənləşdirilir:

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n$$

burada:  $y$  — asılı dəyişən (qiymət),  $x_1, x_2, \dots, x_n$  — müxtəlif müstəqil dəyişənlər (konyuktur göstəricilər sırası, bunların dəyişilməsindən asılı olaraq qiymət dəyişir);  $b_1, b_2, \dots, b_n$  —  $y$ -in  $x_1, x_2, \dots, x_n$ -dən asılılıq kəmiyyətini göstərən reqressiya əmsalı;  $a$  —  $x_1, x_2, \dots, x_n$ -dən əlavə digər amillərin qiymətə təsirini nəzərə alan əlavə əmsal.

Göstərici arqumentlərə ( $x_1, x_2, \dots, x_n$ ) müxtəlif rəqəm kəmiyyətini verərək, yeni prognoz dövrünə bu göstəricilərin dinamikasının qiymətləndirilməsini qurmaqla verilmiş tənliklə prognozlaşdırılan dövr qiymətlərini hesablamaq olar.

Qeyd etmək lazımdır ki, səhmlərin qiymətlərinin prognozlaşdırma metodlarından ayrı-ayrılıqda istifadə olunarsa bu zaman prognozun nəticə nisbətən aşağı olar. Ona görə də daha əsaslandırılmış nəticə əldə etmək üçün mütləq bu metodlardan - ekstrapolyasiya, ekspert qiymətləndirilməsi və iqtisadi-riyazi modelləşdirmədən birgə və ya onların müxtəlif uzmanlarından istifadə olunması daha məqsədəuyğun hesab olunur.

Bu metodlardan istifadə indiki zamanda böyük əhəmiyyət kəsb edir. Belə ki, hətta süni intekt və ekspert sistemləri əsasında qurulan müasir elektron hesablama maşınları kimi səmərəli vasitədən istifadə edilən iqtisadi-riyazi metodlar bazasında

bütün korrelyasiya əlaqələri hesablanan keçmiş müddətlə müqayisədə proqnozlaşdırılan dövrdə qiymətgətirən metodlarının keçirdiyi dəyişmələri nəzərə almır. Buna görə iqtisadi-riyazi metodların tətbiqi ciddi məntiqi təhlilə və ekspert qiymətləndirməyə uyğun olaraq aparılan zəruri dəyişikliklərlə müşayiət olunmalıdır. Faktiki olaraq bu metodların istifadəsi ekstrapolyasiya methodsuz da çətindir. Modelləşdirmə zamanı o, birincisi, reqresiya tənliklərinin əmsallarının və paramentlərinin hesablanması və ikincisi, ekzogen (qeyri-iqtisadi) dəyişənlərin müəyyən edilməsi üçün zəruridir.

Digər tərəfdən, ekstrapolyasiya üzə də müasir şəraitdə iqtisadi-riyazi modelləşdirmə olmadan qeyri-səmərəlidir. Çünki elmi ekstrapolyasiya proqnoza müəyyən düzəlişlərin daxil edilməsini nəzərdə tutur. Həmin düzəlişlər keçmiş dövrlə müqayisədə proqnozlaşdırılan dövrdə iqtisadi şərtlərin dəyişməsi mümkünlüyünü nəzərə alırlar. Belə məlum olur ki, bu dəyişikliklərin kəmiyyət qiymətləndirilməsi riyazi modelləşdirməni köməyi ilə daha dəqiq şəkildə aparıla bilər.

Buradan nəticə çıxartmaq olar ki, ekstrapolyasiyanın ekspert qiymətləndirməsinin və iqtisadi-riyazi modelləşmənin müxtəlif cür vəhdəti proqnozlaşdırmanın optimal metodudur.

Yuxarıda qeyd olunan istənilən metodlardan biri vasitəsilə gurulan proqnozun düzgünlüyü, hər şeydən əvvəl təhlilin möhkəmliyindən, yəni keçmişdə qiymət dinamikasının meylləri və sürətlərinin nə qədər dərin və ciddi təhlil edilməsindən asılıdır. Bundan başqa, qiymət ölçüsünün dəqiqliyi və obyektivliyi aydındır ki, proqnoz dövrü ölçüsündə həm proqnoz qarşısında qoyulan vəzifələrlə və həm də bazarın xüsusiyəti ilə müəyyən olunur. Məsələn, birja əmtəələrini qiymətin proqnozu, adətən, qısa müddətə hazırlanır. Belə ki, bu əmtələrin qiymətləri həddindən artıq tez-tez və kəskin baş verən tərəddüdlərə məruz qalır.

Qiymətli kağızlar bazarı üçün spesifik xüsusiyyətlərin çoxluğu qiymətlərin səviyyəsiyəsinə müxtəlif istiqamətdə təsir göstərir. Belə ki, qiymətli kağız növlərinin mənsub olduğu şirkətlər və ölkələrin siyasi durumu, iqtisadi inkişaf səviyyəsi, Mərkəzi Bankların qərarları və bir sıra digər faktorların təsiri ilə qiymətlər daim dəyişir. Bu faktorların qiymət dəyişikliklərinə təsiri və bunun nəticəsində yarana biləcək gələcək inkişaf dinamikasının əvvəlcədən müəyyənləşdirilməsi və sərmayə idarəçiliyində

risklərin minimuma endirilməsi məqsədi ilə mütəmadi olaraq birja analizləri aparılır. Ölkələrin iqtisadi, siyasi və maliyyə durumlarını doğru analiz edərək, keçmiş qiymət dəyişikliklərini doğru şəkildə incələyərək qiymətlərin gələcək dəyişiklik istiqamətlərini öncədən proqnozlaşdırmaq mümkündür.

Birja analizinin iki növü vardır: fundamental analiz və texniki analiz. Fundamental analiz iqtisadiyyatın inkişafının cari tendensiyasını (siyasi və makroiqtisadi faktorlar), ölkənin investisiya şəraitinin qiymətləndirilməsini və investisiyanın effektivliyini öyrənir.

Başqa sözlə, fundamental analiz siyasi, iqtisadi və maliyyə-kredit siyasəti baxımından birjalardakı mövcud durumun qiymətləndirilməsidir. Mərkəzi bankların faiz dərəcələri, hökumətin həyata keçirdiyi iqtisadi siyasət, ölkənin siyasi həyatında baş verən dəyişikliklər və müxtəlif maliyyə xəbərləri, hesabatlar, təbii fəlakətlər, şaiyə və ümidlər – bütün bunlar fundamental analizin başlıca araşdırma obyektləridir. Bu faktorlar uzunmüddətli perspektivdə qiymətli kağızların dinamikasını müəyyən edir. Məhz bu səbəbdən də, uzunmüddətli investisiyalar həyata keçirən korporativ investorlar bu tip öz proqnozlarında təhlilə böyük diqqət yetirərək fundamental analiz sayəsində qiymətlərə təsir edə biləcək fundamental faktorların təsirini araşdıraraq gələcək tendensiyaların istiqamətini müəyyənləşdirirlər.

Qiymətli kağızlar bazarının fundamental analizi ən mürəkkəb analiz üsullarından sayılır. Çünki, eyni faktorlar müxtəlif vəziyyətlərdə Qiymətli kağızlar bazarına müxtəlif cür təsir göstərilir. Ən mühüm xəbərlər bəzən əhəmiyyətsiz də ola bilər.

Ümumiyyətlə qiymətli kağızlar bazarında fundamental analiz əsas 4 faktor qrupunu əhatə edir:

- İqtisadi
- Siyasi
- Şayiələr və ümidlər
- Fors-major hallar

İlk baxışda sadə görünsə də uğurlu fundamental analiz üçün birja iştirakçısı bu sahədə bilik və təcrübəyə malik olmalıdır. Fundamental analizdə treyderin müvəffəqiyyəti onun maliyyə bazarlarının qanunauyğunluqlarını anlamasından, ilk

baxışda heç bir əlaqəsi olmayan hadisələri müqayisə etmək bacarığından asılıdır. Doğru fundamental analiz birja iştirakçısına dünya maliyyə bazarlarındakı ümumi mənzərəni daha aydın canlandırır.

Digər bir metod texniki analiz hesab olunur. Texniki analiz qiymətli kağızlar bazarında keçmiş qiymət dəyişikliyi məlumatlarına əsaslanan riyazi hesablamalar sayəsində gələcək dəyişikliklərin hədəflərini müəyyənləşdirməyə imkan verir. Belə ki, Fundamental analiz əsas bazar trendin meydana çıxardılmasına imkan yaratsada, lakin bazara daxil olma və çıxışın optimal vaxtının müəyyən edilməsi üçün texniki analiz lazımdır.

Texniki analiz riyazi hesablamalara əsaslanaraq qiymətlərin gələcək hərəkət istiqamətinin proqnozlaşdırılmasıdır. Çox vaxt bu analiz qrafik üsulla həyata keçirilir. Qrafiklər qiymətlərin real zaman anında hərəkət istiqamətini (trendləri) əks etdirirlər. Maliyyə bazarlarında kiçik və orta investorların böyük əksəriyyəti texniki analize üstünlük verirlər. Texniki analiz üçün qiymətlər ilkin məlumat sayılır: ən böyük və ən kiçik qiymət, müəyyən müddət ərzində açılış və bağlanış qiyməti, əməliyyatların həcmi mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Bir sözlə qiymətlər bazara təsir edən bütün faktorları nəzərə alır.

Ümumiyyətlə texniki analiz 3 əsas aksiomaya əsaslanır:

✓ Qiymətlər bütün faktorları nəzərə alır. Bu fikir texniki analiz üçün əsas sayılır. Texniki analitiklər hesab edirlər ki, aktivin bazar dəyərində təsir edə biləcək səbəblər (bu səbəblər iqtisadi, siyasi və psixoloji xarakterli ola bilərlər) həmin aktivin qiymətində hər hansı bir yolla öz əksini tapacaqdır.

✓ Qiymətlərin hərəkəti tendensiyalarla baş verir. Tendensiya - qiymət hərəkətinin istiqamətidir. Qiymət qrafiklərinin tərtib edilməsində də başlıca məqsəd bu tendensiyaları, onların inkişafının ilkin mərhələlərində üzə çıxartmaq və mövcud tendensiya istiqamətində ticarət etməkdir.

✓ Tarix təkrarlanır. Maliyyə bazarları, həmçinin qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin texniki analizi insan psixologiyasının tədqiqi ilə əlaqəlidir. Məsələn, son 100 ildə seçilib və təsnif edilmiş qrafiki qiymət modelləri bazardakı vəziyyətin mühüm psixoloji xüsusiyyətlərini əks etdirirlər. Və əgər keçmişdə bu modellər öz

təsdiqini tapmışsa, demək gələcəkdə də onların formalaşacağını güman etmək olar. Çünki tendensiyalar illər boyu dəyişməyən psixologiyaya əsaslanırlar.

Texniki analizdə əsas vasitələr indikatorlar sayılır. Indikatorlar – qiymət dəyişikliklərinin statistik məlumatlar əsasında aparılmış riyazi hesablamalarının nəticəsidir. Indikatorlar dəyər, həcm qiymətlərindən və ya başqa indikatorların nəticələrinə əsasən müəyyən düsturlar vasitəsilə hesablanırlar. Indikatorlar öz növbəsində trend və ossilyator indikatorlarına bölünürlər. Bu indikator növlərinin hər biri müəyyən bazarların analizinə yönəlmişdir.

Texniki analiz metodların 3 əsas növü vardır: qrafik, filtirləmə və dövrlər.

Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin proqnozlaşdırılmasında qrafik analiz metodu mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Qrafik analiz bazarın hazırkı vəziyyətini və mövcud durumun sonrakı inkişafını müəyyənləşdirən müxtəlif qrafik, fiqur və xətlərin tərtibidir. Qrafik analiz müxtəlif modellərin tədqiqini əhatə edir. Bu modellərin formalaşmasından sonra bazar çox vaxt özünü stabil aparır.

Filtirləmə və ya riyazi uyğunlaşdırma vasitəsi ilə həyata keçirilən metodlar. Bu metodlar son 25 ildə kompüter texnikasının inkişafı ilə birgə sürətlə inkişaf etmişdir və orta hərəkət və vaxtaşırı təkrarlana dəyişiklikləri özündə əks etdirir.

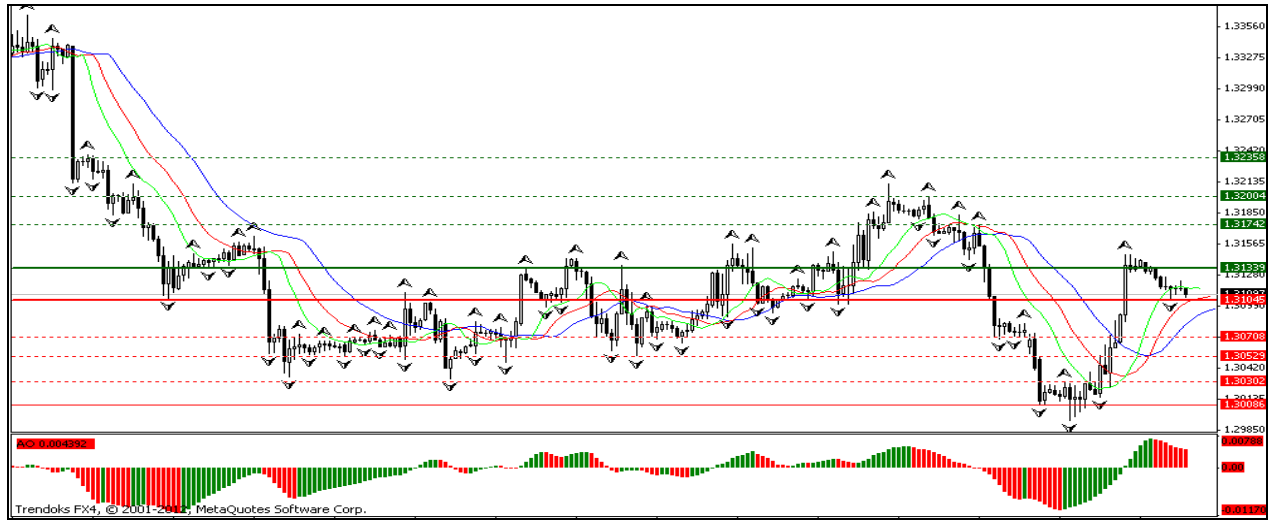
Tsikllar (dövrlər) nəzəriyyəsi. Bu nəzəriyyə daha çox nəzəri səviyyədə inkişaf etmişdir. Tsiklik nəzəriyyə metodu təkcə qiymətlərin dövrü dəyişkənliyi ilə deyil, eyni zamanda bütün təbii hadisələrin qiymətlərə təsirini öyrənir. Ümumiyyətlə, qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin proqnozlaşdırılması demək olar ki, bu texniki metodlar çərçivəsində aparılır.

Bu yuxarıda sadalanan prosesləri əyani şəkildə təsəvvür etmək üçün ayrı-ayrı səhm indeksləri üzrə müxtəlif zaman kəsiyi üzrə qiymətlərin proqnozlaşdırılması üzrə strategiyaları misallara nəzər yetirək. Qeyd edək ki, bu proqnozlaşdırmalar əsasən qısamüddətli dövrlər üçün məs, bir həftə üçün nəzərdə tutulur.

**Artım...** Dow Jones indeksi üzrə cari ilin 2-ci həftəsi ərzində ciddi eniş nəticəsində qiymət həftəlik minimum səviyyəsinə - \$1.3034 düşmüşdür. Həftənin ərzində sessiyada qiymətlərin eniş istiqamətli hərəkəti nəticəsində güclü psixoloji hədd olan \$1.3000 həddinədək enmiş, lakin qiymətlər bu həddi keçə bilməyərək artım üzrə istiqamətlənmişdir. Növbəti həftə üçün proqnoz olaraq qiymətin \$1.3133 həddi

üzərinə qalxması ilə \$1.3235 həddinədək artımın ola biləcəyi ehtimal edilirdi. Alternativ variant kimi isə qiymətlərin \$1.3104 həddi altında möhkəmlənməsi ilə \$1.3008 həddinədək enişin olacağı ehtimal edilir. Beləliklə qısamüddətli proqnoz üçün hədəflər: Artım – \$1.3174; \$1.3200; \$1.3235; Eniş - \$1.3070 ; \$1.3052; \$1.3030; \$1.3008; Əhəmiyyətli səviyyələr kimi isə \$1.3133; \$1.3104 qiymətləndirilirdi. Proqnozlaşdırmanın nəticəsinin dəqiqliyini müəyyənləşdirmək məqsədi ilə analitiklər tərəfindən indeks izlənilmiş və müəyyən olunmuşdur ki, qiymətlərin artımı proqnozlaşdırılan göstərici səviyyəsində baş vermişdir.

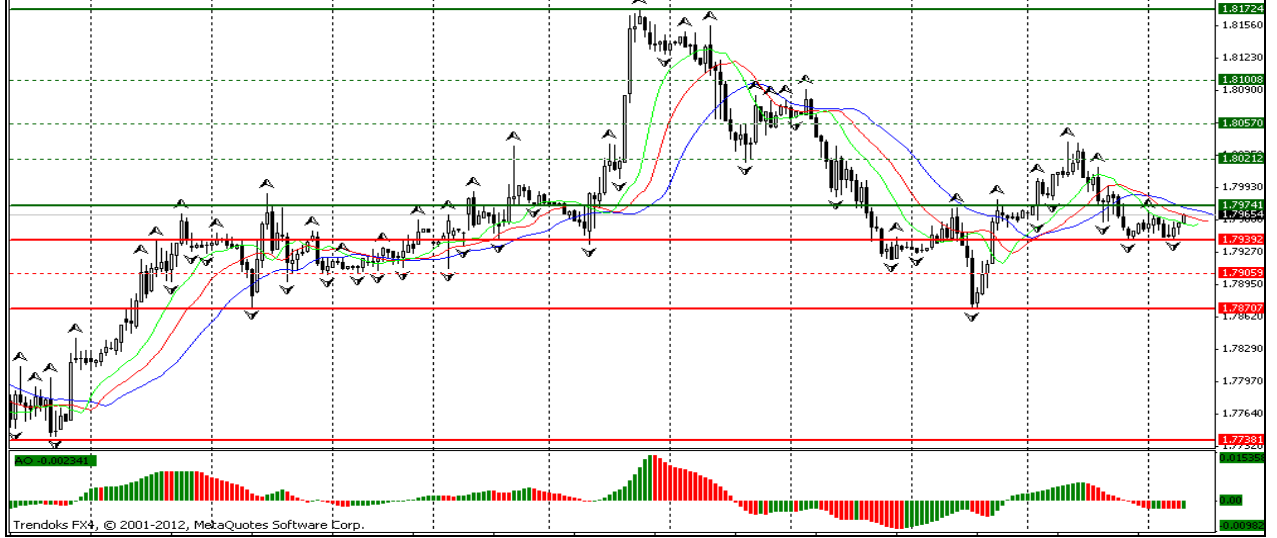
### Qrafik 3.2. Dow Jones indeksi üzrə artım istiqamətli proqnozlaşdırma strategiyası



**Eniş meyilləri...** Dow Jones indeksi üzrə cari ilin aprel ayının 2-ci həftəsinin qrafikinə nəzər saldıqda qiymətlərin eniş istiqamətli hərəkətinin olduğu müşahidə edilir. Qiymətlərin ümumi tendensiyanın təsiri altında müəyyən şərtlərin ödənilməsi ilə enişin davam edəcəyi ehtimal edilir. Bu zaman alternativ variantın da nəzərdən qaçırılmaması tövsiyyə olunur. Qiymətlərin dinamikası üzrə proqnoz olaraq qiymətin \$1.7939 həddi altına düşməsi ilə \$1.7870 həddinədək eniş istiqamətli hərəkətin ola biləcəyi, alternativ variant kimi isə qiymət tərəfindən \$1.7974 həddinin yuxarıya doğru kəsilməsi ilə \$1.8100 həddinədək artımın olacağı ehtimal edilirdi. Beləliklə qiymətlərin dəyişilmə hədəfləri : Artım – \$1.8021; \$1.8057; \$1.8100; Eniş - \$1.7905; \$1.7870; Əhəmiyyətli səviyyələr : \$1.7939; \$1.7974 qiymətləndirilir. Qiymətlərin izlənilməsi nəticəsində müəyyən olundu ki, indeks üzrə eniş meyillərinin işartıları sözügedən indeksin səviyyəsinin aşağı düşməsinə səbəb oldu.

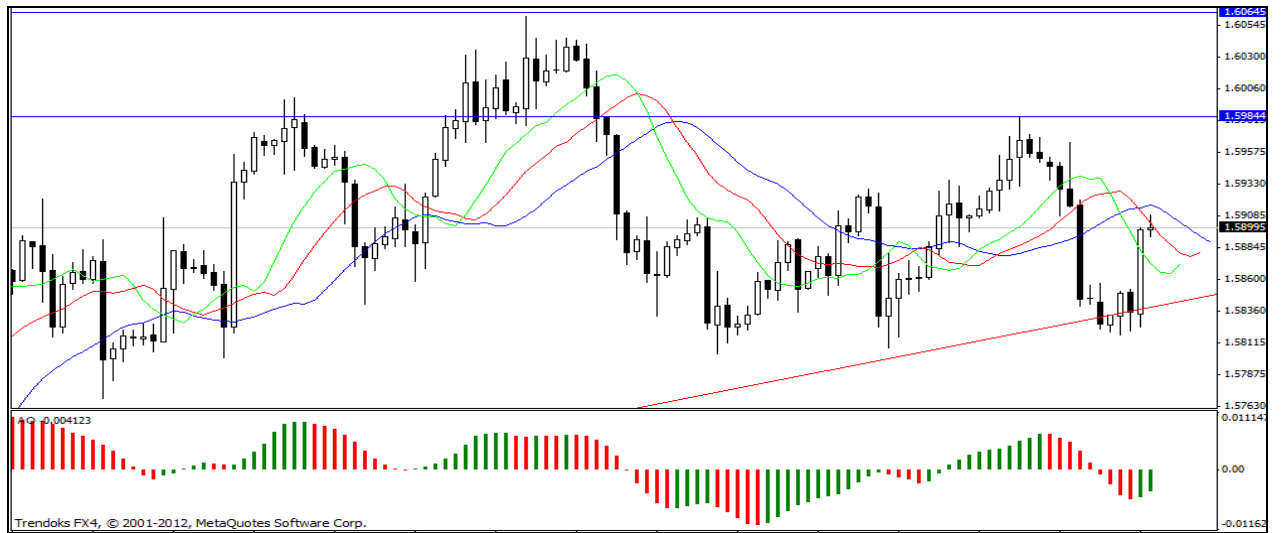


**Qrafik 3.3. Dow Jones indeksi üzrə eniş meylləri proqnozlaşdırma strategiyası**



**Dəstək...** Dow Jones indeksi 2013-cü ilin noyabr ayının sonuncu həftəsi daha əvvəlki proqnozların əksinə trend xəttini (qırmızı əyri xətt) keçə bilməyərək yenidən yüksəliş istiqamətli hərəkətə başladı. Bu zaman analitiklər qiymətlərin proqnozu kimi qiymətin Alligator üzərinə çıxması nəticəsində \$1.5984 həddində yüksəlişin olacağı və bu həddin də keçilməsi ilə artımın \$1.6064 səviyyəsində davam edəcəyi proqnozlaşdırılırdı. Alternativ variant kimi isə Trendin Alligator üzərinə qalxa bilməməsi yenidən trend xəttinin test edilməsilə nəticələnə bilər ki, trend xəttinin kəsilməsi nəticəsində \$1.5748, \$1.5649 və \$1.551 səviyyələrində enişin olacağı istisna edilmirdi. Hədəflər kimi: Artım: \$1.5984 və \$1.6064 Eniş: \$1.5748, \$1.5649 və \$1.551 Əhəmiyyətli səviyyələr: Eniş: Trend xətti qiymətləndirilirdi. Təhlillərin nəticəsi qiymətlərin yenidən yüksəlməsini və Alleqatorun üzərinə çıxması ilə nəticələndi.

**Qrafik 3.4. Dow Jones indeksi üzrə qiymətlərin artımı proqnozlaşdırma strategiyası**



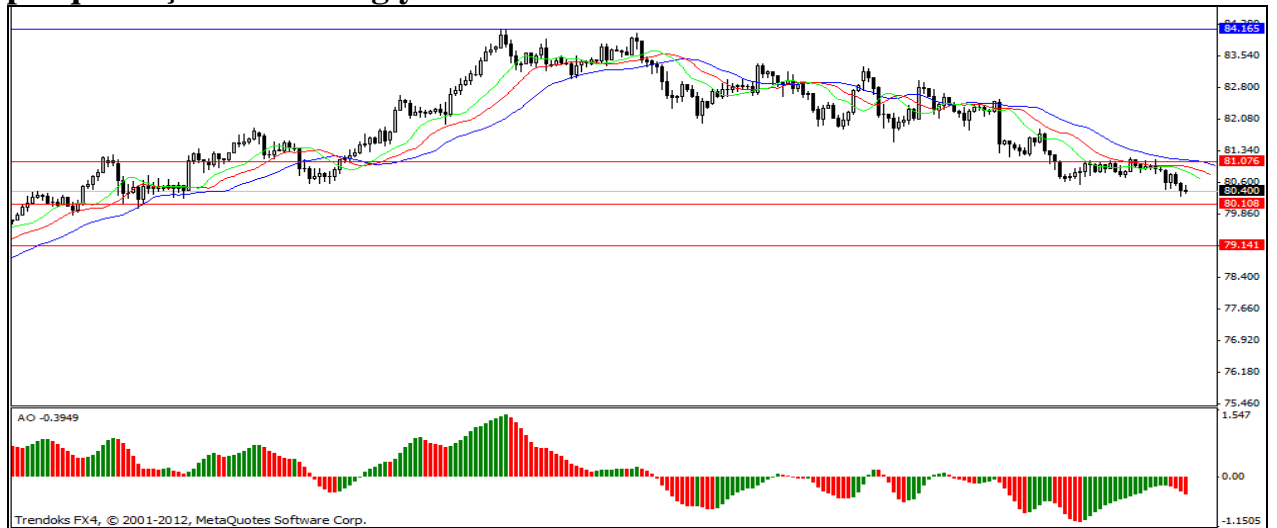
**Qrafik 3.5. DJ Stox 600 indeksi üzrə qiymətlərin eniş istiqamətli proqnozlaşdırma strategiyası**



**Eniş baş tutdu...** Texniki təhlil nəticəsində aparılmış hesablama nəticəsində 2009-cu ilin fevral ayının 18-də Standard and Poor's maliyyə indeksinin qiymətinin artımının orta səviyyəsi \$81.07 həddində müəyyənləşdirilmişdir. Analitiklərin gözləntilərinə görə qiymət \$81.07 səviyyəsi üzərinə yüksələ bilməyərək yenidən eniş istiqamətli hərəkətinə davam edərək \$80.10 həddinə yaxınlaşacağı gözlənilirdi. Trend bu səviyyədən dəstək alaraq artım istiqamətli hərəkətə cəhd edə bilərdi. Lakin \$81.07 həddi yuxarı doğru keçilmədiyi müddətdə korreksiyanın davam edəcəyi gözlənilirdi və qiymətin \$80.10 səviyyəsinin aşağı istiqamətində kəsilsə \$79.14 həddinədək enişin olacağı ehtimalı yüksək qiymətləndirilirdi. Alternativ variant kimi isə növbəti artım həmləsi ilə qiymətin \$81.07 səviyyəsi keçərsə korreksiya sonlanaraq yeni artım trendi başlama ehtimalının ola biləcəyi proqnozlaşdırılırdı. Hədəflər kimi: Artım: \$84.16

Eniş: \$79.14 Əhəmiyyətli səviyyələr: \$81.07 və \$80.10 qiymətləndirilirdi. Lakin Avrozonada cərəyan edən borc probleminin təsirləri nəticəsində qiymətlərin eniş tendensiyası davam edərək qiymətlər proqnozlaşdırılan səviyyədən də daha aşağı səviyyəyə qədər azaldı.

### Qrafik 3.6. Standard and Poor's maliyyə indeksi üzrə eniş istiqamətli proqnozlaşdırma strategiyası



**Ciddi eniş...** Standard and Poor's 500 indeksi üzrə 2008-ci ilin sentyabr ayının 4-cü həftəsinin, yəni ümumdünya maliyyə böhranın baş verdiyi zaman kəsiyinə aid qrafikinə nəzər saldıqda müəyyən etmiş olarıq ki, sentyabr ayının 3-cü həftəsinin son günü ticarət sessiyasında qiymətlərin ciddi enişinin olduğu müşahidə edilir. Maliyyə böhranını uzun müddətli olacağını nəzərə alaraq Qiymətlərin enişinin davam edəcəyi ehtimal edilirdi. Alternativ olaraq artım istiqamətli müəyyən hərəkətin ola biləcəyi də istisna edilmirdi. Məhz bu səbəbdən Proqnoz olaraq qiymətin \$0.9138 həddi altında möhkəmlənməsi ilə \$0.9061 həddinədək enişin ola biləcəyi ehtimal edilirdi. Alternativ variant olaraq qiymətin \$0.9169 həddini yuxarıya doğru kəsməsi ilə \$0.9225 həddinədək artımın olacağı ehtimal olunurdu. Qiymət dinamikası üzrə hədəflər: Artım – \$0.9180; \$0.9193; \$0.9205; \$0.9225; Eniş - \$0.9120; \$0.9103; \$0.9090; \$0.9061; Əhəmiyyətli səviyyələr : \$0.9138; \$0.9169 kimi qiymətləndirilirdi. Hadisələrin gedişi proqnozların nəticələrinin düzgün olması ilə nəticələndi. Belə ki, qısa müddət ərzində Standard and Poor's 500 indeksi 12 faiz azalaraq \$0.9058 səviyyəsində enmişdir.

## NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR

Qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modelinin tətbiqi ilə əlaqədar aparılan təhlilləri ümumiləşdirərək belə nəticəyə gəlmək olar ki, müasir şəraitdə kapital yığımının səviyyəsini, onun artımını və ölkə daxilində ayrı-ayrı sahələr arasında bölüşdürülməsini əks etdirən qiymətli kağızlar bazarı hər bir ölkə iqtisadiyyatının mühüm tərkib hissəsidir. Belə ki, maliyyə bazarının tərkib hissəsi kimi qiymətli kağızlar bazarı maliyyə resurslarının hərəkətini təşkil etmək, onların düzgün istiqamətləndirilməsini təmin etmək, dövlətin maliyyə və pul-kredit siyasətinin əsas aləti kimi çıxış etmək və s. baxımından iqtisadiyyatın inkişafında mühüm rol oynayır. Xüsusilə də bazar iqtisadiyyatı sistemli ölkələr üçün bu bazarın inkişafı müstəsna əhəmiyyət kəsb edir.

İqtisadiyyatda mövcud olan digər bazar növləri kimi qiymətli kağızlar bazarının özünün iştirakçıları, alətləri, tənzimləmə formaları və istiqamətləri mövcuddur. Qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyət göstərən qiymətli kağızların sayı, forma və prinsip müxtəlifliyi onlara aparılan əməliyyatların sayının və formalarının çox olmasına səbəb olur. Qiymətli kağızlar bazarında aparılan əməliyyatların böyük əksəriyyəti istiqraz və səhmlər payına düşür. Çünki, maliyyə vəsaitlərini artırmaq məqsədilə şirkətlər ya səhmlərin satılması ya da istiqrazların buraxılması yolu ilə əldə edirlər. Məhz bu səbəbdən bu iki növ qiymətli kağız investisiya qiymətli kağızlar adlanır və onların reytinginin təyini və qiymətləndirilməsi mühüm əhəmiyyət kəsb edir.

Səhmlərin qiymətlərinin formalaşması səhmləri buraxan şirkətlərin ümumi maliyyə-iqtisadi durumu ilə qarşılıqlı əlaqəlidir. Belə ki, əgər müəssisənin maliyyə sistemi qənaətbəxş hesab olunursa, investorlar həmin müəssisənin səhmdarı olmağa can atırlar ki, bu da həmin səhmə olan tələbin həcmi artmasına və səhmin qiymətinin yüksəlməsinə səbəb olur. Və yaxud da əksinə, maliyyə vəziyyəti pis olan müəssisənin səhmlərini almaq istəyənlərin sayının az olması həmin səhmlərə olan tələbin azalmasına səbəb olur ki, bu da qiymətin azalması ilə nəticələnir.

Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin yuxarıda qeyd olunan dəyişiklərini izləmək və qeyd etmək üçün səhm indekslərindən istifadə olunur. Səhm indeksləri müxtəlif beynəlxalq birjalarında qiymətlərin son satış – bağlanmış qiymətlərini əks etdirir. Bu indekslərin qiymətlərinin formalaşmasında bazarın fundamental elementləri – tələb və təklif ilə yanaşı digər amillər də mühüm rol oynayır. Bu amillər iqtisadi, siyasi, psixoloji faktorlar, şayiə və ümidlər, fors-major hallarıdır. Digər tərəfdən də obyektiv səbəblər xaricində digər faktorlarda vardır ki, qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin səviyyəsinə təsir göstərir. Bu təsirlərin qarşısının alınması və bazarlara nəzarət olması üçün xüsusi qurumlar mövcuddur ki, həmin qurumlar sözügedən bazara dair ümumi normativ hüquqi bazanı və qaydaları müəyyən edir və Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsini göstərilən çərçivədə həyata keçirilir. Azərbaycan Respublikasında bu siyasətin həyata keçirilməsi və nəzarət Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən təmin olunur.

Qiymətli kağızlar bazarına dair araşdırmada müəyyən olunan məsələrdən biri də müxtəlif növ qiymətli kağızların qiymətlərinin formalaşmasıdır. Belə ki, qiymətli kağızların xüsusiyyətlərinin müxtəlif olması onların qiymətlərinin formalaşma mexanizmlərinin müxtəlifliyinə səbəb olur. Bu istiqamətdə səhmlərin qiymətləri üzrə bir səhmə düşən gəlirin artırılması və səhm Splitinin tətbiqi səhmlərin nominal qiymətlərinin yüksəldilməsinə səbəb olur.

Qiymətli kağızlar bazarı üçün mühüm aspektlərdən biri də qiymətli kağızların qiymətlərinin gələcəkdə dəyişilmə meylləridir. Bunu müəyyən etmək üçün qiymətlərin proqnozlaşdırılması həyata keçirilir. Proqnozlaşdırma üç istiqamətdə müxtəlif strategiyalar vasitəsi ilə həyata keçirilir. Bu metodlar ekstrapolyasiya, ekspert qiymətləndirmə, riyazi-hesablama üsullarıdır ki, bunlardan birgə istifadə etdikdə qiymətlərin dinamikası haqqında əsaslandırılmış fikir yürütmək mümkün olur.

Qiymətlərin dəyişilməsinin müxtəlif aspektlərinə uyğun olaraq qiymətlərin proqnozlaşdırılması zamanı müxtəlif proqnozlaşdırma strategiyalarından istifadə olunur. Bu strategiyaların hər biri qiymətlərin gələcəkdə hansı formada dəyişilə bilmə imkanlarını özündə əks etdirir.

Fikrimcə ölkəmizdə qiymətli kağızlar bazarının inkişafını daha sürətləndirmək üçün aşağıdakı tədbirlər kömək edə bilər:

1. Müvafiq qurumlarla birlikdə qiymətli kağızlar bazarında vergitutma məsələlərinin təkmilləşdirilməsi, dünya təcrübəsində istifadə olunan və investisiyaların artımı üçün əlverişli mühitin yaradılması baxımından tətbiq edilməsi zəruri hesab olunan vergi güzəştlərinin hazırlanmasının həyata keçirilməsi.
2. Respublikamıza xarici kapitalın cəlb olunması, neft və qeyri-neft sektorunun inkişafı, dövlət əhəmiyyətli iri layihələrin maliyyələşdirilməsi üçün avroistiqrazların buraxılması, eləcə də respublikamızda dövlət və qeyri-dövlət qiymətli kağızlarının dünyanın ən inkişaf etmiş fond bazarlarına çıxışının təmin olunması.
3. Korporativ idarəetmə sahəsində xarici təcrübədən daha geniş istifadə edilməsi.
4. Fond birjasında təhlillərin aparılması sahəsində peşəkar iştirakçıların bilik və bacarıqlarının artırılması istiqamətində təlimlərin təşkili.
5. İnfrastruktur layihələrinin həyata keçirilməsində qiymətli kağızlardan maliyyələşdirilmədən istifadə.

Qeyd edilən tədbirlərin həyata keçirilməsi ölkəmizdə daha da inkişaf etmiş və təkmilləşmiş qiymətli kağız bazarının yaranmasına və iqtisadiyyatın artım tempinin sürətlənməsinə şərait yaradar.

1. Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsi, Qanun, Bakı 2011
2. Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin 2010-cu ildə Fəaliyyəti haqqında hesabatı Bakı 2011
3. “Azərbaycanın Statistik Göstəriciləri” Bakı 2011
4. “Müstəqil Azərbaycan 20 il” Bakı 2011
5. “Azərbaycan Rəqəmlərdə” Bakı 2012
6. Kərimov A.E., Babayev A.A “Qiymətli kağızlar bazarı”, Elm, Bakı, 2003. 376 s.
7. Əfəndiyev E. "Qiymətli kağızlar (normativ sənədlər toplusu)", Qanun, Bakı 2000, 388s
8. “Maliyyə Bazarları Terminlərinin İzahlı Lüğəti” Nurlar, Bakı 2010, 272s
9. “Kapital Bazarları və Biznes İmkanları” Nurlar, Bakı 2011, 261s
10. Paul Mladjenoviç, “Fond Birjasında investisiyalar”, Bakı 2011
11. N. Qreqori Mənkyu, Ekonomiksin Əsasları,, “CBS Polygraphic Production”, Bakı 2007
12. Qiymətin əmələ gəlməsi (dərslük), Bakı, 2000.
13. V.V.Çudakov. “Qiymətlər və qiymətəmələgəlmə”. Bakı – 2010.
14. Abbasov A. Qiymətli kağızlar və onlarla əməliyyatlar. B.: “İqtisad Universiteti”, 2007. – 222 səh.
15. Məmmədov Z.F. Pul, kredit, banklar, qiymətli kağızlar və valyuta, Bakı – 2005
16. Abbasov A. “Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişaf perspektivləri” Bakı, 2005.
17. İbadov.S.A. “Ümumi iqtisadiyyat” Bakı 2008, 252s
18. Hacıyev R.S. “Qiymətli kağızlar bazarı və onun investisiya prosesində rolu” Disertasiya işi 08.00.10
19. O.B.Ломтатидзе, М.И.Львова, А.В.Болотин “Базовый курс по рынку ценных бумаг” КНОРУС, 2010. - 448 с.
20. С.Тертышный “Рынок ценных бумаг и методы его анализа” Питер 2004, 219 с
21. С.Коттл, Р.Мюррей, Ф.Блок “Анализ ценных бумаг Грэма и Додда” Москва 2000, 714 с
22. Ш.В.Филиппович “Моделирование рынка ценных бумаг” Москва 2009,
23. В.А.Галанова, А.И.Басова “Рынок ценных бумаг” Москва 2006

24. Л.В.Алексеевич “Рынок ценных бумаг” Москва 2011
25. [www.e-qanun.az](http://www.e-qanun.az)
26. [www.president.az/articles/2182](http://www.president.az/articles/2182)
27. [www.scs.gov.az](http://www.scs.gov.az)
28. [www.cbar.az](http://www.cbar.az)
29. [www.mdm.az](http://www.mdm.az)
30. [www.bfb.az](http://www.bfb.az)
31. [www.sehm.az](http://www.sehm.az)
32. [www.finance.google.com](http://www.finance.google.com)
33. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

**Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin**  
**“Bank işi” kafedrasının magistrantı**



## **Həsənzadə Fuad Maqşud oğlunun “Qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modeli” mövzusunda yazdığı magistr dissertasiya işinin**

### **R E F E R A T I**

**Mövzunun aktuallığı:** Hər bir ölkə iqtisadiyyatının müasir inkişaf problemlərindən biri də borc öhdəlikləri bazarının formalaşması və inkişafıdır. Buna yüksək səviyyədə inkişaf etmiş qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması ilə nail olmaq olar. Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı, onun əsas tərkib alətləri olan qiymətli kağızların qiymətlərinin formalaşmasının təkmilləşdirilməsi ölkə iqtisadiyyatının mühüm tərkib hissəsi olmaqla bu sistemin inkişafı və davamlı iqtisadi artımın təmin olunmasında mühüm rol oynamaqdadır. Qiymətli kağızlar bazarı iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsinin dövlət büdcəsi və bank sistemi ilə yanaşı ən mühüm vasitələrindəndir. Bu bazar kapitalın səfərbər edilməsini həvəsləndirməklə maliyyə resurslarının iqtisadiyyatın müxtəlif sahələri və sferaları arasında, perspektivli və rentabelli şəkildə, dinamik inkişaf edən istehsalların xeyrinə yenidən bölgüsünü təmin edir. Məhz bu səbəblərə görə müasir dövrün tələblərinə uyğun olaraq mövzunun araşdırılması mövzunun aktuallığı sübut edən əsas faktorlardandır.

**Tədqiqatın əsas məqsədi və vəzifələri:** Müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarının iqtisadiyyat üçün mühüm əhəmiyyət kəsb etməsinə və dövlətin bu sahədə irimiqyaslı islahatlar aparmasına baxmayaraq, ölkəmizdə bu barədə hələ də informasiya qıtlığı mövcuddur. Bunları nəzərə alaraq buraxılış işinin yazılmasında əsas məqsəd bu sahənin mahiyyəti və əsas cəhətlərinin öyrənilməsi və təhlil olunması, onun inkişaf istiqamətlərinin müəyyən edilməsi və respublikamızda qiymətli kağızlar bazarının formalaşması xüsusiyyətlərinin tədqiqi, iqtisadiyyatda rolunun açıqlamasından ibarətdir.

Həmçinin, Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin əmələgəlməsində bazar iqtisadiyyatının əsas prinsiplərinin nəzərə alınması, xarici ölkələrin qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin formalaşması mexanizmlərinin mövcud obyektiv şəraitə uyğun olaraq ölkə iqtisadiyyatına tətbiqi imkanları və qiymətli kağızların gələcək qiymətlərin dinamikasının müəyyənəndirilməsi üçün beynəlxalq təcrübədən istifadə olunması

dissertasiya işinin əsas məqsədi hesab olunur. Bu məqsədlə dissertasiya işi aşağıdakı vəzifələri yerinə yetirir.

- Qiymətli kağızlar bazarının iqtisadi sistemində rolunu öyrənir;
- Qiymətli kağızlar bazarının əsas atributları və tərkib hissələri haqqında ətraflı məlumatları əks etdirir;
- Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dəyişilmə meyllərini öyrənir;
- Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin proqnozlaşdırma metodları və beynəlxalq təcrübədən istifadə olunması imkanlarını araşdırır.

**Tədqiqatın obyektı və predmeti:** Tədqiqatın obyektı qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin dinamikasının və dəyişilmə meyllərinin müəyyən edilməsi, dünya üzrə səhm bazarında qiymətlərin izlənilməsi üzrə texniki təhlillərin aparılması zamanı dünya təcrübəsindən istifadə üzrə metod, vasitə və qaydalar təşkil edir. Tədqiqatın predmeti qiymətli kağızlar bazarının iqtisadiyyatda yeri və rolunun tədqiqi və tənzimlənilməsi istiqamətləri, qiymətli kağızların qiymətlərin formalaşması metodlarının təkmilləşdirilməsi, və qiymətlərin gələcəkdə dəyişilmə meyllərinin araşdırılmasıdır.

**Tədqiqatın informasiya bazası və işlənmə metodları:** Tədqiqatın informasiya bazası qeyd olunan istiqamət üzrə Azərbaycan, eləcə də ingilis və rus iqtisadçılarının əsərlərindən, qiymətli kağızlar bazarı, qiymətin əmələgəlməsi və eləcə də birja ticarəti haqqında müvafiq qaydaları özündə əks etdirən beynəlxalq təcrübə və dövlətdaxili normativ hüquqi aktlardan, qərar, qayda və mövzu ilə bağlı mövcud internet mənbələrindən ibarətdir. Tədqiqat üzərində işləyərəkən müqayisəli texniki təhlil və analitik hesablama metodlarından geniş istifadə edilmişdir.

**Tədqiqatın elmi yeniliyi:** Tədqiqatın elmi yeniliyi ondan ibarətdir ki, qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin əmələgəlməsi üzrə Azərbaycan Respublikasının mövcud təcrübəsinin qeyd olunan sahə üzrə mövcud olan beynəlxalq təcrübə kontekstində təhlil edilir və milli təcrübənin qabaqcıl beynəlxalq standartlar əsasında təkmilləşdirilməsinin zəruriliyi və yolları göstərilir

**Tədqiqatın praktiki əhəmiyyəti:** Dissertasiya işində istifadə olunan metod, təhlil və qaydaların Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarı üçün yeni olsa da, xarici ölkələrin təcrübəsində geniş tətbiq olunur. Məhz bu səbəbdən tədqiqat beynəlxalq təcrübənin

milli iqtisadiyyata tətbiq üçün mühüm praktiki əhəmiyyət kəsb edir. Digər tərəfdən tədqiqat işində istifadə olunan təhlil metodları Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının bütün iştirakçılarının bu sahədə bilik bacarıq və təcrübələrinin təkmilləşdirilməsinə imkan yaradır.

Magistr işi giriş, üç fəsil və bu mövzuya dair nəticə və təkliflərlə birlikdə səhifədən ibarətdir.

Giriş hissəsində mövzunun aktuallığı əsaslandırılır, tədqiqatın məqsədi və vəzifələri, obyekt və predmeti, informasiya bazası və işlənmə metodları, elmi yeniliyi və praktiki əhəmiyyəti göstərilir.

Birinci fəsildə qiymətli kağızlar bazarı, onun mahiyyəti, zəruriliyi, iqtisadiyyatda yeri və rolu, funksiyaları, quruluşu, iştirakçıları, fond birjalarının xüsusiyyətləri və eləcə də, müasir şəraitdə ölkəmizdə qiymətli kağızlar bazarının vəziyyəti, onun inkişaf istiqamətləri, respublikamızda bazarın formalaşması və inkişafı barədə geniş məlumat verilir. İkinci fəsil Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının qiymətləndirilməsi və onun müasir vəziyyəti təhlil olunur, xüsusilə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar tənzimlənməsinin müasir vəziyyəti barədə geniş məlumat verilir. Üçüncü fəsildə qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modelinin tədqiqi öyrənilir. Burada həmçinin dissertasiyanın əsas hesab edilən qiymətli kağızlar xətti və B-əmsalı konsepsiyası, qiymətli kağızların reytinginin təyini və qiymətləndirilməsi və proqnozlaşdırılması haqqında əyani misallar vasitəsilə geniş məlumat verilərək tədqiq edilir.

Dissertasiya işinin yekununda təhlil nəticəsində əldə olunmuş bir sıra fikirlər, nəticələr, təkliflər və təhlilin ərsəyə gəlməsində istifadə olunan ədəbiyyatın siyahısı və dissertasiya işində istifadə olunan əlavə göstərilmişdir.

Bazar iqtisadiyyatı şəraitində əmək bölgüsünün dərinləşməsi, özəl bölmənin inkişafı, maliyyə-kredit sahəsinin də inkişafını və təkmilləşdirilməsini tələb edirdi ki, bu da öz növbəsində maliyyə sektorunun bütövlükdə inkişafını şərtləndirirdi. Belə ki, yığım və investisiyanın müxtəlif şəxslər tərəfindən həyata keçirildiyi bir dövrdə yığımların investisiyaya çevrilməsini təmin edən mexanizmin yaranması aktual məsələyə çevrilmişdi. Maliyyə bazarı və onun tərkib elementləri bu mexanizm

vəzifəsini yerinə yetirməklə iqtisadi fəaliyyətin subyektləri arasında kapital resurslarının effektiv şəkildə yenidən bölüşdürülməsini təmin edirdi. Maliyyə alətlərindən istifadənin genişlənməsinin əsas səbəbi kimi sözügedən sistem üzrə yeni borc alətlərin meydana gəlməsi kimi qiymətləndirilir ki, bunlardan biri də qiymətli kağızlar hesab olunur. Həmçinin, bir-birindən təcrid olunmuş kapitalların inteqrasiyası üçün təşkilatı zəminin yaranması maliyyə-kredit qurumlarının çoxsaylı və çoxcəhətli formalarının meydana gəlməsini labüd edirdi. Bu istiqamətdə ölkə iqtisadiyyatının maliyyə sektorunu təşkil edən qurumlar tərəfindən borc kapitalının yaradılması istiqamətində bir sıra addımlar atılmışdır ki, bunlardan biri də qiymətli kağızların tədavülə buraxılması yolu ilə maliyyə kapitalının formalaşmasına nail olmaq hesab olunurdu. Maliyyə kapitalı anlayışı ilə ifadə edilən bu münasibətlərin maddi daşıyıcıları kimi səhm və istiqrazlar eləcədə onlardan törəmə kimi digər qiymətli kağızlar, bu qiymətli kağızların hərəkəti maliyyə kapitalının hərəkətini, onların məcmu məzənnəsi isə maliyyə kapitalının həcmi ifadə edirdi.

Bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarı qiymətli kağızların emissiyası, buraxılması, tədavülü, ödənilməsi, sahibliyi, saxlanması, onlarla əqdlərin bağlanması, digər əməliyyatların aparılması üzrə subyektlər arasında olan hüquqi və iqtisadi münasibətlərin məcmusu özündə əks etdirir. Bazarın məqsədi sərbəst maliyyə resurslarını səfərbər etmək və onların bazarın iştirakçılarının qiymətli kağızlarla keçirdiyi müxtəlif əməliyyatlar vasitəsilə yenidən bölgüsünü təmin etməkdən ibarətdir. Bu bazarın mövcudluğu bütün bazar iqtisadiyyatlı ölkələr üçün mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Qiymətli kağızlar bazarı əmtəə və pul tədavülünə fəal surətdə xidmət edir. Digər tərəfdən qiymətli kağızların buraxılması və bazarda yerləşdirilməsi sərbəst pul vəsaitlərinin səfərbər edilməsi və sosial-iqtisadi inkişafa istiqamətləndirilməsinin səmərəli yoludur. Bunun nəticəsində müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərinin dövriyyə sürəti güclənir, ölkədə investisiya üçün əlverişli şərait yaranır ki, bu da iqtisadi artıma səbəb olur. Bu bazarın formalaşması üçün ilkin şərt qiymətli kağızlar buraxan kifayət qədər emitentlərin, investorların, qiymətli kağızların hərəkət və infrastrukturunu reqlamentləşdirən inkişaf etmiş normativ-qanunverici bazanın, qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatlara nəzarətin təşkilinin olmasıdır.



**Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin “Bank işi” kafedrasının magistrantı  
Həsənzadə Fuad Maqşud oğlunun “Qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə  
modeli” mövzusunda yazdığı Magistr Dissertasiya işinə**

**R Ə Y**

Müasir bazar iqtisadiyyatının ən mühüm tərkib hissəsi hesab olunan maliyyə sisteminin 3 əsas komponentindən biri də qiymətli kağızlar bazarıdır. Hər bir ölkədə iqtisadi siyasətin həyata keçirilməsi xüsusilə də maliyyə və repo əməliyyatlarının aparılması məhz qiymətli kağızlar vasitəsi ilə reallaşır. Məhz bu səbəbdən qiymətli kağızların qiymətlərinin formalaşması iqtisadi sistemdə mühüm əhəmiyyət kəsb edir.

Məlum olduğu kimi uğurlu iqtisadi islahatlar nəticəsində formalaşmaqda olan özəl sektorun maliyyə xidmətlərinə çıxışının genişləndirilməsi və uzunmüddətli sərmayə imkanlarının təmin edilməsi bu dövrdə həyata keçirilən iqtisadi siyasətin əsas hədəflərindən birini təşkil edir. Məhz bununla əlaqədar olaraq, effektiv tənzimlənən fond bazarlarının yaradılması və bütövlükdə qiymətli kağızlar bazarında vahid dövlət siyasətinin formalaşdırılması və həyata keçirilməsi ölkədə mütəşəkkil fond bazarlarının inkişafı və tənzimlənməsi sahəsində kompleks əlaqələndirilmiş vahid strategiyanın həyata keçirilməsini təmin edir. Bu baxımdan magistrant tərəfindən belə bir mövzunun seçilib onun təhlili öz axıcılığı ilə səciyyələnir.

Magistr dissertasiya işi giriş, üç fəsil, nəticə və təkliflərdən və istifadə olunan ədəbiyyat mənbələrindən və əlavədən ibarətdir. İşin birinci fəslində magistrant əsasən qiymətli kağızlar bazarı, onun mahiyyəti, zəruriliyi, iqtisadiyyatda yeri və rolu, funksiyaları, quruluşu, iştirakçıları, fond birjalarının xüsusiyyətləri və eləcə də, müasir şəraitdə ölkəmizdə qiymətli kağızlar bazarının vəziyyəti, onun inkişaf istiqamətləri, respublikamızda bazarın formalaşması və inkişafını ətraflı izah etmişdir.

İşin ikinci fəslində Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının qiymətləndirilməsi, qiymətli kağızların dinamikası, bazarın tənzimlənməsinin zəruriliyi, tənzimlənmənin formaları və xüsusiyyətləri barədə geniş məlumat verilir.

Magistr dissertasiya işinin sonuncu fəslində isə qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə modelinin tədqiqini görsədir, həmçinin dissertasiyanın əsas hesab edilən qiymətli kağızlar xətti və B-əmsalı konsepsiyası, qiymətli kağızların reytinginin təyini və qiymətləndirilməsi və proqnozlaşdırılması haqqında əyani misallar vasitəsilə geniş məlumat verilərək tədqiq edir və geniş məlumatlar verir.

Dissertasiya işinin yekununda təhlil nəticəsində əldə olunmuş bir sıra fikirlər, nəticələr, təkliflər və təhlilin ərsəyə gəlməsində istifadə olunan ədəbiyyatın siyahısı göstərilmişdir.

Qeyd olunanları nəzərə alaraq magistr dissertasiya işinin müdafiəyə buraxılması məqsədəuyğundur.

**Elmi rəhbər:**

**İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru:**

**b.Ş. Ağabəyova**

**Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin “Bank işi” kafedrasının magistranı  
Həsənzadə Fuad Maqşud oğlunun “Qiymətli kağızların reyting qiymətləndirmə  
modeli” mövzusunda yazdığı Magistr Dissertasiya işinə**

**R Ə Y**

Qiymətli kağızlar bazarı qiymətli kağızların emissiyası, buraxılması, tədavülü, ödənilməsi, sahibliyi, saxlanması, onlarla əqdlərin bağlanması, digər əməliyyatların aparılması üzrə subyektlər arasında olan hüquqi və iqtisadi münasibətlərin məcmusu özündə əks etdirir. Bazarın məqsədi sərbəst maliyyə resurslarını səfərbər etmək və onların bazarın iştirakçılarının qiymətli kağızlarla keçirdiyi müxtəlif əməliyyatlar vasitəsilə yenidən bölgüsünü təmin etməkdən ibarətdir. Bu bazarın mövcudluğu bütün bazar iqtisadiyyatlı ölkələr üçün mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Qiymətli kağızlar bazarı əmtəə və pul tədavülünə fəal surətdə xidmət edir. Digər tərəfdən qiymətli kağızların buraxılması və bazarda yerləşdirilməsi sərbəst pul vəsaitlərinin səfərbər edilməsi və sosial-iqtisadi inkişafa istiqamətləndirilməsinin səmərəli yoludur. Bunun nəticəsində müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərinin dövriyyə sürəti güclənir, ölkədə investisiya üçün əlverişli şərait yaranır ki, bu da iqtisadi artıma səbəb olur. Bu bazarın formalaşması üçün ilkin şərt qiymətli kağızlar buraxan kifayət qədər emitentlərin, investorların, qiymətli kağızların hərəkət və infrastrukturunu reqlamentləşdirən inkişaf etmiş normativ-qanunverici bazanın, qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatlara nəzarətin təşkilinin olmasıdır. Bu baxımdan magistr dissertasiyasının mövzusu – qiymətli kağızlar bazarının formalaşması, bazarın tənzimlənməsi, bazarın əsas alətləri olan səhm və istiqazların qiymətlərinin formalaşması və bu qiymətlərin dinamikasının proqnozlaşdırılma metodlarının təkmilləşdirməsinəzəri və praktiki baxımından həmişə aktualdır.

Magistr dissertasiya işi, giriş üç fəsil, nəticə təkliflərdən, istifadə olunan ədəbiyyat siyahısından ibarətdir.



İşin birinci fəslı qıymətli kağızlar bazarı və onun formalaşmasının nəzəri-metodoloji əsaslarından, davamlı iqtisadi inkişafda qıymətli kağızlar bazarının rolu və mövqeyi və qıymətli kağızlar bazarının mühüm atributu olan səhmlərin qıymətlərinin formalaşmasından bəhs edilir.

İkinci fəsildə magistrant Azərbaycanda qıymətli kağızlar bazarının qıymətləndirilməsi xüsusilə Azərbaycan Respublikasında qıymətli kağızlar tənzimlənməsinin müasir vəziyyəti barədə geniş məlumat verir.

Üçüncü fəsildə qıymətli kağızlar bazarında qıymətlərin formalaşması mexanizminin təkmilləşdirilməsi yolları və beynəlxalq təcrübədən istifadə, qıymətli kağızlar, xüsusilə fond birjalarında səhmlərin qıymətlərinin proqnozlaşdırılması strategiyaları qrafik formasında fundamental və texniki təhlil vasitəsi ilə təhlil olunmuş və təkmilləşdirilməsi istiqamətləri göstərilmişdir.

Yuxarıda qeyd olunanları nəzərə alaraq magistr Həsənzadə Fuad Maqsud oğlunun “Qıymətli kağızların reyting qıymətləndirmə modeli” mövzusunda yazdığı dissertasiya işinin müdafiəyə buraxılması məqsədə uyğundur.

**Rəyçi:**

**“Maliyyə”**

**kafedrasının müəllimi**

**i.ü.f\d.b\m. Qurbanova T.T**



