

Azərbaycan Respublikası Təhsil Nazirliyi

“Qiymətli kağızlar bazarı və
investisiya sahəsində onların rolu”

Diplom İşı

Tələbə : Ülvi İsgəndərov

UNEC SABAHI

Azərbaycan Dövlət İqtisad Universtiteti



2018

Mündəricat

Giriş.....	3
FƏSİL I. QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ FORMALAŞMASININ NƏZƏRİ ƏSASLARI.....	7
1.1. Ölkənin sosial - iqtisadi inkişafında qiymətli kağızlar bazarının yeri və əhəmiyyəti.....	7
1.2. Qiymətli kağızlar bazarının prinsipləri və funksiyaları.....	12
1.3. İnvestisiya proseslərinin genişləndirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu.....	17
FƏSİL II. AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ VƏ İNVESTİSİYA PROSESLƏRİNİN TƏHLİLİ.....	29
2.1. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının müasir vəziyyətinin təhlili.....	29
2.2. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarında investisiya proseslərinin təhlili.....	47
FƏSİL III. AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ VƏ İNVESTİSİYA PROSESLƏRİNİN İNKİŞAF İSTİQAMƏTLƏRİ.....	52
3.1. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişaf istiqamətləri.....	52
3.2. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarında investisiya proseslərinin sürətləndirilməsi perspektivləri.....	57
NƏTİCƏ.....	67
İSTİFADƏ OLUNMUŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI.....	71

Giriş

Mövzunun aktuallığı. Məlum olduğuna görə, iqtisadi artımın təmin olunması, milli iqtisadiyyatda struktur dəyişikliklərinin həyata keçirilməsi iri həcmli investisiya qoyuluşları tələb edir. Bu baxımdan, maliyyə bazarları cəmiyyətin sərəncamında olan resursların səmərəli bölgüsündə iştirak etməklə, sosial-iqtisadi inkişafın təmin edilməsində əhəmiyyətli rola malikdirlər. Maliyyə bazarları real sektorun inkişafı üçün əlverişli şərtlərin formalaşmasına, iqtisadi artımın keyfiyyət parametrlərinin yaxşılaşmasına müsbət təsir göstərir.

Ölkədə maliyyə bazarlarının inkişafı kapitalın bir sahədən digər sahəyə, bir regiondan digər regiona axınını asanlaşdırmaqla mövcud iqtisadi resursların səmərəli istifadəsinə səbəb olur. Bəzi hallarda zəruri biliklərə və müvafiq təcrübəyə malik olmayan iqtisadi subyektlər öz vəsaitlərini səmərəli şəkildə yerləşdirməkdə çətinlik çəkir və nəticədə, milli iqtisadiyyatda bir çox layihələrin reallaşdırılması mümkün olmur. Maliyyə bazarlarının inkişafı və maliyyə vasitəçilərinin mövcudluğu miqyasdan qənaət və ixtisaslaşma hesabına sövdələşmə xərclərini əhəmiyyətli dərəcədə azaldır və kiçik vəsaitlərin bazara cəlb edilməsinə şərait yaradırlar. Likvid kapital bazarının mövcudluğu sərbəst pul vəsaitlərinə malik iqtisadi subyektlərə asan satıla bilən səhm, istiqraz və s. kimi maliyyə alətlərini almaqla qeyri-likvid istehsal obyektlərinə investisiya qoymağa imkan verir. Milli iqtisadiyyatda maliyyə alətlərinin likvidliyinin artması isə iqtisadiyyatda qənaət normasının artımına, nəticədə investisiya fəallığının yüksəlməsinə müsbət təsir göstərir. Maliyyə bazarları firmaların cari fəaliyyətinin maliyyələşməsi üçün imkanlar yaratmaqla, gözlənilməz hallar üçün nisbətən iri pul vəsaitlərin saxlamasına ehtiyacı azaltmaqla və ya malik olduqları sərbəst pul vəsaitlərini gəlir gətirən maliyyə alətlərinə yerləşdirməyə imkan verməklə onların səmərəliliyinin artmasına səbəb olur. Maliyyə

bazarlarının inkişafı məhdud iqtisadi resursları daha gəlirli sahələrə yönəltməklə bağlı çevik qərar vermək üçün əlverişli şərait yaradır.

Son illərdə ölkədə qiymətli kağızlar bazarı inkişaf etsə də, onun milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolu məhduddur. Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi aşağıdır, fond birjasında korporativ qiymətli kağızlarla davamlı ticarət təmin edilməmişdir. Həmçinin, hazırda qiymətli kağızlar bazarı firmaların maliyyə vəsaitlərinin cəlb etmələrinin mühüm mənbəyi kimi çıxış etmir. Fond birjasında əsasən inzibati amillərlə əlaqədar qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və ticarəti təmin edilir. Bütövlükdə, fond bazan firmaların fəaliyyəti üzərində xarici nəzarət mexanizminə çevrilməmişdir. Belə şəraitdə, qiymətli kağızlar bazarının inkişaf imkanlarının öyrənilməsinin əhəmiyyəti artır.

Bütövlükdə, qeyd edilənlər qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun artırılması məsələlərinin öyrənilməsinin aktuallığını müəyyən edir.

Buraxılış işinin məqsəd və vəzifələri. İşin məqsədi - Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafı vəziyyətinin kompleks təhlili və onun milli iqtisadiyyatda rolunun qiymətləndirilməsi əsasında, bazarın inkişaf istiqamətlərini və real sektorun maliyyələşdirilməsində rolunun artırılması yollarını müəyyənləşdirməklə elmi cəhətdən əsaslandırılmış təklif və tövsiyələr hazırlamaqdan ibarətdir.

Bu məqsədə çatmaq üçün aşağıdakı tədqiqat vəzifələrinin həlli məqsədəuyğun hesab edilmişdir:

- maliyyə bazarının mahiyyəti, funksiyaları və milli iqtisadiyyatın inkişafına təsiri mexanizminin araşdırılması;
- Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişafı xüsusiyyətlərinin müəyyənləşdirilməsi və mövcud vəziyyətinin qiymətləndirilməsi;

- milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolunu müəyyən edən amillərin araşdırılması;
 - bank kreditləri və qiymətli kağızların buraxılışı vasitəsilə milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi imkanlarının öyrənilməsi;
- ölkə iqtisadiyyatının maliyyələşdirilməsinin mövcud mexanizminin araşdırılması; -qiymətli kağızlar bazarının inkişafı istiqamətləri və iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində onun rolunun artırılmasına dair təklif və tövsiyələrin hazırlanması.

Buraxılış işinin obyektı kimi Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarı seçilmişdir.

Buraxılış işinin predmetini qiymətli kağızlar bazarının inkişaf xüsusiyyətlərinin öyrənilməsi və onun milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun artırılması məsələləri təşkil edir.

Buraxılış işinin nəzəri və metodoloji əsasları. Buraxılış işinin nəzəri və metodoloji əsasını iqtisad elminin klassiklərinin və apancı iqtisadçı alimlərin əsərləri, Azərbaycan Respublikasına müvafiq qanunları, ölkə Prezidentinin fərmanları, Nazirlər Kabinetinin qərar və sərəncamları, digər hüquqi-normativ sənədlər təşkil edir.

Buraxılış işində müqayisə, iqtisadi statistik təhlil, elmi abstraksiya, proqram məqsədli yanaşma və s. üsullardan istifadə olunmuşdur.

Buraxılış işinin informasiya bazası. Azərbaycan Respublikası Dövlət Statistika Komitəsinin, Mərkəzi Bankın, Qiymətli kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin, Bakı Fond Birjasının, Milli Depozit Mərkəzinin məlumatları, ayrı-ayrı səhmdar cəmiyyətlərinin hesabatları təşkil edir.

Buraxılış işinin elmi yeniliyi aşağıdakılardan ibarətdir:

- bazar münasibətləri şəraitində maliyyə bazarının milli iqtisadiyyatın inkişafında rolu açıqlanmışdır;
- qiymətli kağızlar bazarının real sektorun inkişafına təsiri mexanizmi müəyyənləşdirilmişdir;

- bank sektorunun və qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolları dəqiqləşdirilmişdir;
- qiymətli kağızlar bazarının inkişafının mövcud vəziyyəti təbiil edilərək onun milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunu qiymətləndirilmişdir;
- ölkə iqtisadiyyatının maliyyələşdirilməsi mexanizminin formalaşmasına təsir edən amillər aşkar edilmişdir;
- ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf istiqamətləri müəyyən edilmişdir;
- qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun artırılmasına dair təklif və tövsiyələr hazırlanmışdır.

İşin praktiki əhəmiyyəti ondan ibarətdir ki, işin əsas müddəaları və nəticələri, irəli sürülən təklif və tövsiyələr, Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və onun milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun artırılması istiqamətində dövlət siyasətinin formalaşdırılması, maliyyə sektoru ilə real sektorun qarşılıqlı əlaqələrinin təkmilləşdirilməsi, mühüm maliyyə aləti kimi qiymətli kağızların inkişafına və milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun artırılmasına kömək edəcəkdir.

FƏSİL I. QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ FORMALAŞMASININ NƏZƏRİ ƏSASLARI

1.1. Ölkənin sosial - iqtisadi inkişafında qiymətli kağızlar bazarının yeri və əhəmiyyəti

Müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarı milli təsərrüfatların və dünya iqtisadiyyatının bazar infrastrukturunun əsas tərkib hissəsidir. Bu bazarın inkişaf səviyyəsi ölkədə iqtisadi fəaliyyətin təşkilinin səmərəliliyini müəyyən edən əsas amillərdəndir. Belə ki, özəl müəssisələrə kredit verən iri özəl banklara və likvid birjalara malik ölkələrdə iqtisadi artım tempi maliyyə sektorunun inkişafının nisbətən aşağı səviyyəsi ilə səciyyələnən ölkələrə nisbətən yüksək olur.

Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə əsasən “qiymətli kağız müəyyənləşdirilmiş formaya riayət olunmasıyla hər hansı bir hüququ təsdiqləyən elə formalı sənəddir ki, adı çəkilən hüquq bu sənəd olmasa nə həyata keçirilə bilər, həmçinin nə də ki başqa şəxsə verilə bilər (maddə 987)”. Amerika iqtisadçıları U.Şarp, Q.Aleksander və C. Beyli də təqribən bu mövqedən çıxış edərək qeyd edirlər ki, qiymətli kağızlar müəyyən şərtlərlə gələcəkdə gözlənilən gəlirlərin əldə edilməsinə hüququ təsdiq edən qanunvericiliklə tanınmış şəhadətnaməni əks etdirir. Amerika iqtisadçısı F. Mişkin yuxarıdakı fikri bir qədər genişləndirərək hesab edir ki, qiymətli kağız (bunu həm də maliyyə bazarının aləti adlandırırlar) - bu emitentin gələcək gəlirlərinin və ya onun aktivinin bir hissəsini əldə etməyə əsas verən sənəddir. Fikrimizcə, belə yanaşma qiymətli kağızların mahiyyətinə uyğun olsa da, müəyyən ziddiyyətin yaranmasına səbəb olur. Belə ki, Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin 996-cı maddəsinə əsasən sənədsiz qiymətli kağız sahibini depozitarda depo hesabında ola bilən yazı əsasında müəyyən etmək imkanı verən qiymətli kağız formasıdır.

Göründüyü kimi, qiymətli kağız sənəd olduğu halda, sənədsiz forması da mövcud olur. Belə hal Rusiya qanunvericiliyində də mövcuddur. Bütövlükdə, adlı qiymətli kağızlar (məsələn, səhmlər) adətən sənədsiz olur və onlara sahiblik əsasən reyestr- saxlayıcıdakı hesab əsasında təsdiqlənir. Xüsusilə, son illərdə dünyada qiymətli kağızlar bazarında şəffaflığın təmin olunması, uçot və hesabatlığın yaxşılaşdırılması, onlarla əməliyyatların asanlaşdırılması məqsədilə sənədsiz qiymətli kağızların tədavülünə üstünlük verilir. Həmçinin, sənədli qiymətli kağızların depozitarda saxlanmaqla onların müqabilində depo hesabı açıb həmin qiymətli kağızlarla nağdsız formada əməliyyatların aparılması praktikası da geniş yayılmışdır. Bu baxımdan, ABŞ qanunvericiliyində olduğu kimi, qiymətli kağız, formasından asılı olmayaraq sahibinə müəyyən hüquqları verən maliyyə alətini əks etdirir. Belə halda qiymətli kağızın dəyəri onda əks olunmuş hüquqla müəyyən olunur. Məsələn, adi səhm onun sahibinə səhmdar cəmiyyətinin ümumi yığıncağında səs verməklə onun idarə edilməsində iştirak etmək, səhmdar cəmiyyətin mənfəətindən dividend almaq və səhmdar cəmiyyət ləğv olunarkən onun öhdəliklərinin ödənilməsindən sonra yerdə qalan əmlakından pay almaq hüququ verir. İstiqrazlar isə borc qiymətli kağızlarıdır və məhdud müddətə buraxılır. İstiqraz sahibi istiqrazla müəyyən olunmuş müddətdən bir faiz gəliri və istiqrazın müddəti bitdikdən sonra isə onun nominal dəyərində müvafiq pul məbləğini almaq hüququ verir. Göründüyü kimi, qiymətli kağızlar müəyyən əmlak, qeyri-əmlak hüquqlarını təsdiq edən alətlərdir.

Qeyd edə bilərik ki, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı onun instutsional bazasının formalaşdırılmasından asılıdır. Qiymətli kağız bazarının əsas iştirakçıları emitentlər və investorlardır. Emitent və investorlar arasında, investorların özləri arasında səmərəli əlaqələrin qurulması, qiymətli kağızların saxlanması, hərəkəti, ticarəti və idarə edilməsi isə qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları tərəfindən

təmin edilir. Bu bazarda birja, diler, broker, anderrayter, market-meyker, depozitar, reyestraxlayıcı, klirinq və digər bu kimi fəaliyyətlərlə məşğul olan subyektlərin formalaşması qiymətli kağızlar bazarında sövdələşmə xərclərinin və əməliyyat vaxtının azaldılmasının, likvidliyin artırılmasının əsas şərti kimi çıxış edir.

Fond birjası və qapalı səhmdar cəmiyyəti formasında qurulmuş, öz üzvləri arasında qiymətli kağızlarla ticarəti təşkil etmiş və bağlanan əqdlərin icrasını təmin etmiş qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçısıdır (Azərbaycan Respublikasının “Səhmdar cəmiyyətləri haqqında” qanun). Hazırda dünyada 100- dən çox fond birjası fəaliyyət göstərir. Birjalar ilkin olaraq ticarət əməliyyatlarının aparıldığı ticarət meydançası kimi yaranmış, sonralar informasiya texnologiyalarının inkişafı nəticəsində onun fiziki yerləşməsinin əhəmiyyəti aradan qalxmışdır. Fond birjası qiymətli kağızlarla ticarətin qaydalarını müəyyən edir, ticarət əməliyyatları ilə bağlı informasiyanın verilməsi, qiymətli kağızların köçürülməsi üçün texniki imkanlara malik olur və klirinq mexanizmini formalaşdırır. Fond birjasında qiymətli kağızların alış və satış qiymətinə dair məlumatların verilməsi mərkəzləşdirilir ki, bu da ticarətçilərə həmin qiymətlərə istiqamətlənməyə və bu məlumatlardan istifadə edib qərarlar verməyə imkan verir. Klassik birjalarda ticarət meydançalarında sözlü, əl işarələri və digər üsullarla sövdələşmələr aparılırdı. Elektron ticarətin yaranması birjalarda ticarət meydançalarının yaradılmasına ehtiyacı aradan qaldırmışdır. Son illərdə ticarət meydançalarda həyata keçirilən əməliyyatların ümumi birja əməliyyatlarında payı davamlı şəkildə azalmış, elektron ticarətin payı isə artmışdır.

Qiymətli kağızların ticarəti broker və diller fəaliyyətini əhatə edir. Tapşırıq və həmçinin komission müqaviləsi əsasında müvəkkil və ya da ki, komisyonçu kimi (müqavilədə onların səlahiyyəti barədə göstəriş

yoxdursa, həmçinin vəkalətnamə əsasında) fəaliyyət göstərən və öz müştərisinin marağına uyğun və onun hesabına qiymətli kağızlarla mülki-hüquqi əqdlərin bağlanması fəaliyyəti ilə məşğul olan bazarın peşəkar iştirakçısı broker adlanır. Broker tapşırıq müqaviləsi əsasında fəaliyyət göstərsə, onda qiymətli kağızlarla əlaqədar əməliyyatları müştərinin adından və vəsaiti hesabına, onun mənafeyi üçün aparır. Komission müqaviləsində isə aparılan əməliyyatları müştərinin mənafeyi üçün onun vəsaiti hesabına broker öz adından həyata keçirir. Birincidə sövdələşmənin yerinə yetirilməsinə görə müştəri məsuliyyət daşıyarsa, ikincidə bu məsuliyyəti broker daşıyır. Diler müəyyən qiymətli kağızların alınması və (və ya) satış qiymətləri ilə məşğul olur və onların adından və qiymətli kağızlar adından qiymətli kağızların satılması ilə məşğul olur (13, maddə 19). Diler qiymətli kağızlar bazarında iki yolla gəlir qazanır. Birincisi, dilerlər qiymətli kağızları alıb satırlar. Belə halda, onlar qiymətli kağızların alış və satış qiymətini elan edirlər. Dillerlərin gəlirləri satış qiyməti ilə alış qiymətinin fərqi, yəni marjadan yaranır. İkincisi, dillerlərin aldığı qiymətli kağızların bazardakı qiyməti arta bilər. Belə halda, diller əlavə gəlir əldə edir. Qeyd edə bilərik ki, qiymətli kağızlar bazarının bir peşəkar iştirakçısı həm broker, həm də diller fəaliyyəti ilə məşğul oluna bilər.

Dillerlərin fəaliyyət sahələrindən biri anderrayter xidmətlərinin göstərilməsidir. Anderrayter fəaliyyəti qiymətli kağızların buraxılışı və yerləşdirilməsi sahəsində həyata keçirilən fəaliyyətdir. Belə ki, qiymətli kağızların emitentləri adətən qiymətli kağızların peşəkar iştirakçıları deyillər və onlar qiymətli kağızların yerləşdirilməsi sahəsində əhəmiyyətli təcrübəyə malik olmurlar. Belə şəraitdə anderrayterlərin mövcudluğu emitent və investorlar arasında səmərəli əlaqələrin formalaşdırılması- nın və qiymətli kağızların rəşional yerləşdirilməsinin mühüm şərti kimi çıxış edir. Qiymətli kağızların buraxılışı və

yerləşdirilməsi sahəsində peşəkar xidmətlər göstərən anderrayterlərin olmaması emitent tərəfindən emissiyanın optimal növünün seçilməsi imkanlarını məhdudlaşdırmaqla yanaşı, investorların da riskini artırır. Anderrayterlər qiymətli kağızların emissiyasını hazırlayır, emissiya edilən qiymətli kağızların yerləşdirilməsini təşkil edir, qiymətli kağızların yerləşdirilmədən sonra satış qiymətinin müəyyən dövr ərzində saxlanmasını təmin edir, qiymətli kağızların dəstəklənməsi üçün analitik və tədqiqat xarakterli fəaliyyətlər göstərirlər.

Bazar istehsalçısı, müntəzəm olaraq, qiymətli kağızları öz hesabına və qiymətli qiymətli dəhlizin qiyməti ilə müəyyən edilmiş qiymətə öz hesabına satılan birja üzvü və ya birja üzvü ilə müqavilə bağlayan şəxsdir. Belə subyektlərin qiymətli kağızlar bazarında fəaliyyəti bu bazarda likvidliyin artırılmasına və sabitliyin təmin edilməsinə kömək edir. Belə ki, dillerlər bazarda müəyyən qiymətli kağızın həm alışı, həm də ki, satış qiymətini elan etməklə bazardakı qiymətin formalaşmasında əhəmiyyətli rol oynayırlar. Həmçinin, bu məlumatlar hansı qiymətli kağızların likvid olduğunu müəyyən etməyə imkan verir (Ağayev,2003).

Qeyd edə bilərik ki, qiymətli kağızlar bazarı birja ticarəti ilə yanaşı, birjadankənar ticarəti də əhatə edir. Birjadankənar ticarət birjaya nisbətən daha az şəffaf və daha az reqlamenləşdirilmiş olur. Bununla belə, qiymətli kağızların birjadankənar bazarında dilerlər əsas rol oynayır. Belə ki, dilerlər müxtəlif qiymətli kağızların alışı və satış qiymətlərini elan etməklə (valyuta bazarında valyuta mübadiləsi məntəqələrinin valyuta məzənnələrini elan etmələri kimi) qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsində əhəmiyyətli rol oynayırlar. Birjadankənar ticarət müştəri bazarına və dilerlərarası bazara bölünür. Müştəri bazarında diler və müştərilər arasında, dilerlərarası bazarda isə dilerlər arasında ticarət baş verir. Birjadankənar ticarətdə qiymətli

kağızların qiymətlərinə və satış həcminə dair məlumatlara müştərilərin çıxış imkanları məhdud olur, dilerlərin isə çıxışı böyük olsa da, fond birjasına nisbətən məhdud olur. Bu baxımdan, birjadankənar ticarətin təkmilliyi birjaya nisbətən aşağı olur ki, nəticədə qeyd edilən amil resursların səmərəli bölgüsünə mənfi təsir göstərir.

1.2. Qiymətli kağızlar bazarının prinsipləri və funksiyaları

Qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun mühüm tərkib hissələrindən biri depozitar və reyestr saxlayıcı fəaliyyəti ilə məşğul olan subyektlərdir. Qiymətli kağız sahiblərinin qeydiyyatı qiymətli kağızlar, onların emitentləri, sahibləri və nominal sahibləri haqqında məlumatların toplanması, qeydiyyatı, emalı, saxlanması və çatdırılması üçün xidmətdir. Adli qiymətli kağızların uçotunun aparılması üçün onların reyestrinin apanılması tələb olunur. Ölkədə peşəkar reyestr saxlayıcıların olması və onlar tərəfindən emitentlərin qiymətli kağızların reyestrinin aparılması qiymətli kağızlarla ticarətin zəruri şərti kimi çıxış edir. Reyestr saxlayıcı fəaliyyəti emitentlərə xidmətlə əlaqədardırsa, depozitar fəaliyyəti əsasən qiymətli kağız sahiblərinə xidmətlə bağlıdır. Depozitar qiymətli kağızların saxlanmasını və uçotunu, onlarla əqdlərin qeydiyyatını, qiymətli kağızlara hüquqların, onlarla aparılan əqdlərin, öhdəliklərlə yüklənməsi hallarının uçotunun aparılmasını, depo hesablarının vəziyyətində dəyişikliklər edilməsi üçün əsas olan ilkin sənədlərin saxlanılmasını, hüquq sahiblərinə depo hesabından çıxarışların təqdim olunmasını, qiymətli kağız sahiblərinə onlara məxsus olan qiymətli kağızların sertifikatının təqdim olunmasını və s. bu kimi əməliyyatları həyata keçirir. Son illərdə dünyada elektron ticarətin inkişafı nəinki sənədləşdirilməmiş qiymətli kağızların, həm də sənədli qiymətli kağızların depo hesablarının yaradılması praktikasının genişlənməsinə səbəb olmuşdur. Belə ki, qiymətli kağız sahibi sənədli

qiymətli kağızı depozitarda yerləşdirməklə onun üçün depo hesabı açdırır. Bununla da, sənədli qiymətli kağızın depozitar vasitəsilə köçürülməsi mümkün olur. Qeyd etmək lazımdır ki, qiymətli kağızların reyestrinin aparılması üzrə fəaliyyət müəyyən emitentin bütün qiymətli kağızlarının qeydiyyatının və onların mülkiyyətçilərinin dəyişməsinin, öhdəliklə yüklənməsinin və s. kimi əməliyyatları əhatə edir. Məsələn, reyestr saxlayıcı səhmdar cəmiyyətinin səhmdarlarının, onlara məxsus səhmlərin sayının uçotunu aparır. Səhmdar cəmiyyətinin ümumi yığıncağının keçirilməsi üçün səhmdar cəmiyyət səhmdarların reyestrini reyestr saxlayıcıdan alır. Həmçinin, səhmdarlar öz səhmlərini satdıqda, girov qoyduqda və bu kimi digər əməliyyatlar həyata keçirdikdə, onlar bu əməliyyatların reyestrədə uçotu üçün reyestr saxlayıcıya tapşırıq verməlidirlər. Depozitar isə əsasən müştərilərə xidmət edir. Məsələn, müəyyən müştəri bir neçə səhmdar cəmiyyətinin səhmlərinə malik ola bilər. Bu səhmləri bir depozitara keçirməklə həmin səhmlərlə əməliyyatlar zamanı bir neçə reyestr saxlayıcı ilə deyil, yalnız bir depozitara əlaqədar olur. Depozitar isə depozitarla əlaqədar olmayan qiymətli kağızların reyestr saxlayıcılarının hamısında nominal saxlayıcı hesabı açmalıdır. Bununla yanaşı, qiymətli kağızların depozitarlararası köçürülməsinin təmin edilməsi üçün ya onlar bir-birlərində müxbir hesablar açmalı, ya da ölkədə Mərkəzi Depozitar yaradılmalıdır ki, bütün depozitarların onda hesabları olsun (Адекепов,1997). Bəzi ölkələrdə qiymətli kağızlarla əməliyyatların kiçik olduğundan vahid reyestr saxlayıcı yaradılmışdır. Vahid reyestr saxlayıcının yaradılması qiymətli kağız bazarının inkişafı baxımından əhəmiyyətli olsa da, bu amil depozitarların inkişafını məhdudlaşdırır. Qeyd etmək lazımdır ki, həm reyestrin aparılması, həm də depozitar fəaliyyətləri kommersiya fəaliyyətləridir. Belə şəraitdə ölkədə rəqabət aparan reyestr saxlayıcıların və depozitarların olması məqsəduyğundur. Bununla belə, belə

xidmətlərin bazarının həcmnin kiçik olduğu şəraitdə vahid reyestr saxlayıcının yaradılması əməliyyatlara çəkilən xərclərin və vaxtın azaldılmasının əsas yollarından biri kimi çıxış edir.

Qiymətli kağızlarla ticarət baş verdikdən sonra əməliyyat xərclərinin azaldılmasının mühüm amili kimi ölkədə klirinq fəaliyyətini həyata keçirən subyektlərin mövcud olmasıdır. Klirinq fəaliyyəti qiymətli kağızlar və yaxud törəmə maliyyə alətləri vasitəsilə əqdlər üzrə qarşılıqlı öhdəliklərin müəyyən olunması məqsədilə məlumatların toplanma, yoxlanılma, tutuşdurulma, mövqələrin nettinqi, öhdəliklərin sıralanma, tələblərin əvəzləşdirilməsi üzrə fəaliyyət növüdür. Klirinq prosesində sövdələşmə iştirakçılarının xalis mövqələri müəyyən edilib ödənişlərin və qiymətli kağızların köçürülməsi təmin edilir. Belə halda sövdələşmə prosesində öhdəliklərin qarşılıqlı əvəzlənməsi nəticəsində pul vəsaitlərinin böyük həcmli hərəkətinin qarşısı alınır. Klirinq prosesi tutuşdurma və müqayisə etmə, qarşılıqlı tələblərin və öhdəliklərin nəzərə alınması və sövdələşmələrin yerinə yetirilməsi mərhələlərini əhatə edir. Təkmil klirinq sistemi qiymətli kağızlar bazarının səmərəliliyinin artmasını, sövdələşmələrin yerinə yetirilməsində yarana bilən problemlərin azalmasına səbəb olur. Xüsusilə, broker əməliyyatlarının səmərəliliyi baxımından klirinq sisteminin mövcudluğu vacibdir. Məsələn, fond birjasında broker müxtəlif müştərilərin xeyrinə qiymətli kağızların alqı satqısını həyata keçirir ki, belə şəraitdə həm qiymətli kağızların, həm də pul vəsaitlərinin qarşılıqlı uçotunun aparılması onların əməliyyatlarına çəkilən xərclərin əhəmiyyətli dərəcədə azaldılmasına səbəb olur (Kərimov, 2003).

Qiymətli kağızlar bazarının vacib institutlarından biri qiymətli kağızların idarə olunması ilə məşğul olan subyektlərin mövcudluğudur. Adətən investorlar öz vəsaitlərini müxtəlif aktivlərə yerləşdirərək onların portfelinə formalaşdırırlar. Belə portfelin gözlənilən gəlirliyi- ona daxil

olan aktivlərin gözlənilən gəlirliyinin orta çəkili ölçüsünə bərabər olduğu halda, riskin səviyyəsinin müəyyən edilməsinə bu hesablama tətbiq etmək olmaz. İnvestor yalnız bir aktivə investisiya qoyursa, onda həm bazar riskinə, həm də firmadaxili riskə məruz qalır. İnvestor başqa aktivləri və ya da qiymətli kağızları öz portfelinə daxil edərək onu genişləndirirsə, onda portfel diversifikasiyalaşır və bununla da ayrı-ayrı aktivlərlə əlaqədar olan riskdən asılılıq səviyyəsi azalır. Diversifikasiya nəticəsində ayrıca aktivə xas risklərin azaldılmasının və ya müəyyən çərçivədə aradan qaldırılmasının iki səbəbi vardır. Birincisi, diversifikasiya edilmiş portfeldə hər bir aktiv diversifikasiya edilməmiş portfelə nisbətən daha az çəkiyə malik olur. Yalnız bir aktivin, yaxud aktivlərin kiçik qrupunun dəyərini (gəlirliyini) artıracaq və ya azaldacaq istənilən hadisə portfelə çox az təsir edəcəkdir. Lakin öz investisiyasını paylaşdırmayan investorlar portfelə daxil olan aktivlərin dəyərinin dəyişməsindən daha artıq dərəcədə asılı olacaqlar. İkincisi, müəyyən dövr ərzində portfeldə fərdi aktivlərin qiyməti müxtəlif istiqamətdə dəyişə bilər. Beləliklə, çox böyük portfeldə firmaların spesifik riski ortalama 0-a bərabər olacaq və portfelin ümumi dəyərinə təsir etməyəcəkdir.

İnvestor riskə görə mükafat əldə etməyi nəzərdə tutur. Belə ki, riskin səviyyəsi nə qədər yüksəkdirsə, tələb edilən gəlirlik də bir o qədər yüksək olmalıdır. Lakin çox vaxt investoru ayrı-ayrı aktivlərin risklilik səviyyəsi deyil, portfelin riski maraqlandırır. Belə halda, ayrı-ayrı aktivin əhəmiyyətli riski, onun differensasiya olunmuş portfelin riskindəki payıdır, yəni bu aktivin portfelin riskinə təsiridir. Hər hansı bir aktiv ayrılıqda götürüldükdə çox riskli ola bilər. Lakin onun riskliyinin böyük hissəsini diversifikasiyanın köməyi ilə aradan qaldırmaq mümkündürsə, onda bu aktivin portfelinin riskindəki payını əks etdirən əhəmiyyətli riski kiçik olar. Bütövlükdə, iki çox yüksək riskli aktivin gəlirliyi arasında

korrelyasiya asılılığı mənfidirsə, onda onlar hesabına formalaşdırılan portfelin riski aktivlərin riskindən əhəmiyyətli dərəcədə az olur.

Qeyd edilənlərdən başqa, portfelin dəyərinin və ya gəlirliyinin artması seçilən qiymətli kağızlardan asılıdır. Artım portfeli portfelin dəyərinin artmasına, gəlir portfeli isə cari gəlirlərin, yəni alınan dividend və faiz gəlirlərinin artımına istiqamətlənir.

Beləliklə, investoru təmin edən gəlirliliklə riskin nisbətində qiymətli kağızların portfelinin formalaşdırılması bu sahədə peşəkar biliklərin olmasını tələb edir, investorların arzularına uyğun mənfəət norması və risk arasında kəmiyyət uyğunluğunun təmin edilməsi üçün davamlı şəkildə portfelin strukturunun təkmilləşdirilməsi tələb edilir. Bununla əlaqədar fəaliyyət portfelin idarə edilməsini əks etdirir. Bu idarəetmə portfelin strukturunun, riskinin və likvidliyinin idarəedilməsi ilə bağlıdır. Portfelin strukturunun idarəedilməsi prosesində portfelə daxil olan qiymətli kağızlara və onların portfeldəki paylarına nəzarət edilir. Bu prosesdə portfelə daxil edilmiş az gəlirli qiymətli kağızların payının azaldılması və ya satılması, perspektivli kağızların alınması və ya payının artırılması həyata keçirilir. Risklərin idarə edilməsi prosesində mühüm istiqamətlərdən biri portfelə daxil edilən bir qiymətli kağızın payına qoyulan həddir. Likvidliyin idarəedilməsi isə tələb olunan likvidlik səviyyəsinə malik müxtəlif qiymətli kağızların portfelə daxil edilməsi ilə bağlıdır. Qeyd etmək lazımdır ki, gəlirlilik, risklilik və likvidlik parametrləri əsasən investor tərəfindən müəyyən edilir (Azərbaycan Respublikasının “Mülki Məcəlləsi”).

Beləliklə, qiymətli kağızlar portfelinin idarəedilməsi qiymətli kağızlar bazarı haqqında peşəkar biliklər mövcudluğunu və bu bazarda baş verən proseslər haqqında dəqiq məlumatlara malik olmağı tələb edir. Bunun üçün də, aktivlərin idarə edilməsi üzrə fəaliyyətlə məşğul olan peşəkar subyektlər formalaşır ki, bunlar da

investorların maraq və arzularına uyğun onların aktivlərinin idarəedilməsi ilə məşğul olurlar.

1.3 İnvestisiya proseslərinin genişləndirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu

Milli iqtisadiyyatın qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə maliyyələşdirilməsi müxtəlif alətlərlə həyata keçirilir. Məsələn, firmaların cari istehsal fəaliyyəti veksellərlə, investisiya qoyuluşları səhm və istiqraz buraxılışı vasitəsilə maliyyələşə bilər. Bu baxımdan, qiymətli kağızlar müxtəlif məqsədlərin reallaşdırılması üçün buraxılır. Ayrı-ayrı ölkələrin qanunvericilik aktlarında qiymətli kağızların müxtəlif növləri əks olunmuşdur. Məsələn, Yaponiyaya nisbətən ABŞ-da pul sənədlərinin daha çox növü qiymətli kağız hesab edilir. Bunun üçün də, hansı maliyyə alətinin qiymətli kağıza aid edilməsi nisbətən subyektiv xarakter daşıyır.

Qiymətli kağızlar investisiya və pul qiymətli kağızlarına bölünürlər. Bununla belə Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə əsasən istiqrazlar və səhmlər investisiya qiymətli kağızlarına, orderlər, çeklər və veksellər ödəniş qiymətli kağızlarına, ticarət kağızları titul qiymətli kağızlarına, opsiyon və fyuçerslər törəmə qiymətli kağızlarına aid edilmişdir (maddə 997). Fikrimizcə, bu qruplaşdırma daha düzgündür. Belə ki, pul qiymətli kağızları törəmə və titul qiymətli kağızlarını əhatə etmir.

Qeyd edə bilərik ki, qiymətli kağızlar həm dövlət qurumları, həm də biznes subyektləri tərəfindən buraxıla bilər. Bu baxımdan, qiymətli kağızlar dövlət və korporativ qiymətli kağızlarına bölünürlər. Dövlət qiymətli kağızlarına xəzinə vekselləri, dövlət istiqraz vərəqələri və s. aiddir. Səhm, istiqrazlar, veksellər əsas

korporativ qiymətli kağız növlərindəndir.

İnvestisiya qiymətli kağızlarının ən geniş yayılmış növü yalnız səhmdar cəmiyyətləri tərəfindən buraxılan səhmlərdir. Səhmdar cəmiyyətinin nizamnamə kapitalı onun tərəfindən emissiya edilən səhmlərin yerləşdirilməsi hesabına əldə edilən vəsait hesabına formalaşır. Səhmlər adi və imtiyazlı səhm formalarında olur. Adi səhmlər müddətsiz olur və səhmdar cəmiyyəti mövcud olduğu bütün müddətdə səhmdar onun sahiblərindən biri olur. Həmçinin səhm məhdud məsuliyyət xasdır. Belə ki, səhmdar yalnız səhmin alınmasına sərf etdiyi vəsaitlə risk edir. Bu halda səhmdar cəmiyyət iflasa uğradığı halda, səhmdar səhmin alınmasına sərf etdiyi vəsaiti itirə bilər. Həmçinin bir adi səhm ümumi yığıncaqda bir səs hüququ verir. Bununla belə, səhmlər bölünə və birləşdirilə bilər. İmtiyazlı səhm hibrid xarakterə malikdir. Belə ki, o, adətən adi səhmlər kimi müddətsiz yerləşdirilir, istiqrazlar kimi isə nominalından müəyyən edilmiş faiz dərəcəsinə uyğun onun sahibinə ödəniş almaq hüququ verir. İmtiyazlı səhmlər səhmdar cəmiyyətinin nizamnamə kapitalını formalaşdırır. Bununla belə maliyyə nöqtəyi nəzərdən imtiyazlı səhmlər borc kapitalı ilə xüsusi kapital arasında aralıq mövqe tutur. İmtiyazlı səhmlərə görə sabit ödənişlər hesabına adi səhmlərin gəlirliyini artırmaq imkanları mövcud olsa da, ona sabit ödənişlərin edilməsi firmam maliyyə çətinlikləri ilə qarşılaşmasına səbəb ola bilər. Həmçinin, imtiyazlı səhmlərə görə ödənilən dividendlər borc vəsaitlərinə ödənilən faizlər fərqli olaraq firmanın istehsal maya dəyərinə daxil edilmir. Bununla belə, borc vəsaitlərinə nisbətən imtiyazlı səhmlər müddətsiz olduğuna görə hər dəfə vəsaitin cəlb edilməsi ilə bağlı xərclər çəkməyə ehtiyac yaranmır.

Adi səhmlərə investisiya qoyuluşu imtiyazlı səhmlərə investisiya qoyuluşuna nisbətən risklidir. Belə ki, səhmdar cəmiyyətlər adi səhmlərə dividend verilməsinə təminat vermirlər.

Səhmdar cəmiyyətin mənfəəti yarandıqda, bu mənfəət hesabına dividendlər verilir (Адекепов, 1997).

İstiqrazlar borc münasibətləri yaradan əsas qiymətli kağız növüdür. İstiqraz səhmdən fərqli olaraq müəyyən müddətdə dövriyyədə olur və nominal qiymətindən faiz ödənişini nəzərdə tutur. İstiqrazlar həm firmalar, həm də dövlət qurumları tərəfindən buraxıla bilər. Səhmdar cəmiyyətlər nizamnamə kapitalının miqdarından və ya üçüncü şəxslərin onlara verdikləri təminatın ölçüsündən çox olmayan məbləğdə istiqrazlar buraxa bilərlər.

Varrant firmalar tərəfindən buraxılan və onun sahibinə müəyyən müddət ərzində müəyyən sayda səhm almağa hüquq verən şəhadətnamədir. Firmalar belə qiymətli kağızları əsasən borc qiymətli kağızlarının bazarda cəlbədiciliyinin artırılması məqsədilə buraxırlar. Məsələn, firma buraxdığı istiqrazı satmaq üçün ona 10 faizə bərabər gəlirlik təmin etməlidir. Bununla belə, o, investora illik 7 faizlik gəlirliklə istiqraz almaları müqabilində öz səhmlərini müəyyən müddət ərzində indiki qiymətə almağa imkan verən warrant təklif edə bilər. Belə şəraitdə firmanın səhminin qiymətinin artımı gözlənilirsə, onda onun borc qiymətli kağızlarına tələb əhəmiyyətli dərəcədə artır.

Firmalar çevrilə bilən qiymətli kağızların da buraxılışını həyata keçirirlər. Bu qiymətli kağızlara əsasən adi səhmə çevrilən imtiyazlı səhmlər və istiqrazlar aiddir. Qeyd edilən qiymətli kağızların adi səhmlərə çevrilməsi firmaların maliyyə vəziyyətini yaxşılaşdırmaqla onların borc vəsaitlərini cəlb etmək imkanlarını artırır. Çevrilə bilən qiymətli kağızlar firmaya daha əlverişli şərtlərlə vəsait cəlb edilməsinə şərait yaradır. Belə ki, firma faktiki olaraq adi səhmləri qiymətindən baha satmaq imkanı əldə edir. Çünki adi səhm istiqrazlara və imtiyazlı səhmlərə nisbətən riskli olduğundan qiyməti aşağı olur. Həmçinin, bu halda investora firmanın daha səmərəli fəaliyyət göstərdiyi halda onun

gəlirlərində iştirak edə bilirlər.

Qeyd edə bilərik ki, son illərdə inkişaf etmiş ölkələrdə investisiya qiymətli kağızlarının buraxılışı hesabına investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsi artır. Belə hal kredit təşkilatı və digər institusional kreditorlarla olan fərdi münasibətlərə nisbətən fond birjasının vasitəsilə həyata keçirilən şəxsizləşən borcverənlərlə geniş qarşılıqlı fəaliyyətə üstünlük verilməsi ilə bağlıdır. Belə ki, kommersion bankları fərdi şəkildə firmalardan əlavə məlumatlar və ya onlara əlavə şərtlər irəli sürə bilər. Fond bazarında isə firma tərəfindən müəyyən edilən standart şərtlər əsasında vəsaitlərin cəlb edilməsi mümkündür. Fond birjasında firmaların institusional investitorlara istiqamətlənmələri qeyd edilən əlavə şərtlərin irəli sürülməsini aradan qaldırır.

Qeyd edə bilərik ki, milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi həm uzunmüddətli vəsaitlərin cəlb edilməsi ilə yanaşı, qısamüddətli maliyyələşdirmə də əhəmiyyətli rol oynayır. Firmada kommersion kreditinin təmin edilməsinin əsas formalarından biri veksellərdir. Veksel kredit aləti kimi, alınmış əmtəənin kommersion krediti şərti ilə Ödənilməsinə, alınmış borcun qaytarılmasına, kreditin təqdim edilməsinə imkan verir. Bu funksiyaları yerinə yetirməklə veksəl həm də tədiyyə vasitəsi kimi nəğd pula olan tələbatı azaldır və öhdəliklərin likvidləşdirilməsini təmin edir. Belə ki, firmalar xammal və material alarkən bunun dəyərini veksələ ödəyə bilər və ya aldıkları vekselləri isə istənilən vaxt sata bilərlər. Bu əməliyyatlar dövriyyə vəsaitlərinin dövriyyə sürətini artırmaqla firmaların səmərəliliyini yüksəldir. Qeyd edə bilərik ki, veksellərdən özəl firmalarla yanaşı, dövlət qurumları da istifadə edirlər.

Milli iqtisadiyyatda risklərdən qorunması məqsədilə törəmə qiymətli kağızlardan istifadə edilir. Törəmə qiymətli kağızlarına əsasən fyuçerslər, opsiyonlar və var- rantlar aiddir. Gələcəklər müəyyən bir aktivi

müəyyən edilmiş bir qiymətə satma və ya satma öhdəliyini müəyyən edən standartlaşdırılmış mübadilə müqaviləsini müəyyən edən qiymətli kağızlardır və sahibin müəyyən etdiyi tarixdə sahibinin təyin etdiyi tarixdə müəyyən bir qiyməti almaq və ya satma haqqı aktivi müəyyən bir qiymətlə (13, maddə 1078-3). Bu halda baza aktivlərini əmtəələr (neft, pambıq və s.) xarici valyuta, qiymətli kağızlar və s. təşkil edir. Qiymətli kağızlar bazarı 1) maliyyə axınlarını tənzimləyir və istiqamətləndirir, 2) investisiyanın cəlb edilməsinin mexanizmi; 3) dövlət büdcəsinə maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsinin vasitəsi; və 4) milli iqtisadiyyatın prioritet inkişaf sahələrinə maliyyə resurslarının cəlb edilməsi mexanizmi kimi çıxış edir.

Qeyd edə bilərik ki, milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi üçün qiymətli kağızların yerləşdirilməsi ilkin bazarda həyata keçirilir. Bu bazarda firmalar öz qiymətli kağızlarını birbaşa investorlara satırlar. Qiymətli kağız buraxılışını həyata keçirən subyekt emitent, qiymətli kağızın buraxılışı isə emissiya adlanır. İlkin bazar zəruri investisiya qoyuluşlarının maliyyələşdirilməsi üçün cəlb edildiyi bazardır. İlkin bazarda qiymətli kağızlar ictimai və xüsusi formalarda yerləşdirilə bilirlər. İctimai yerləşdirmə qiymətli kağızların satışının açıq şəkildə elan edilməsi və çoxlu sayda investorlara satılmasını nəzərdə tutur. Bunu təcrübədə İctimai Təklif (İPO) adlandırırlar. Xüsusi yerləşdirmə halında isə qiymətli kağızlar qapalı şəkildə müəyyən məhdud investorlara satılır. Təkrar bazarda isə həmin qiymətli kağızların sahibləri onlarla ticarət aparırlar. Məhz təkrar bazanın mövcudluğu qiymətli kağızların likvidliyini müəyyən etməklə onunla bağlı riskləri azaldır. Bu baxımdan, ilkin bazarda əsasən yeni buraxılan qiymətli kağızların satışı həyata keçirilir və bu buraxılış kapitalın milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi üçün səfərbər edilməsi məqsədini daşıyır.

Qiymətli kağızların təkrar bazarı birja bazarına və birjadankənar

bazara bölünür. Fond dedikdə birjası qapalı səhmdar cəmiyyəti formasında qurulan və öz üzvləri arasında qiymətli kağızlarla ticarəti təşkil edə bilən və həmçinin bağlanmış əqdlərin icrasını təmin edə bilən ticarət təşkilatçısıdır. Birjadankənar bazar isə qiymətli kağızlar bazarının fond birjasından kənardakı dövriyyəsinə əhatə edir. Təkrar bazarın belə bölgüsü onunla əlaqədardır ki, adətən bütün qiymətli kağızların birjada ticarətini təşkil etmək mümkün olmur. Həmçinin, buraxılışlarla yerləşdirilməyən qiymətli kağızların fond birjasında ticarəti təşkil edilmir. Bundan başqa fond birjasında ticarəti təşkil edilməsi üçün qiymətli kağızlar birjanın listinqinə düşməlidirlər. Listinq emitentin qiymətli kağızının kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsini nəzərdə tutur. Listinq qiymətli kağız emitentlərinə bir sıra şərtlər irəli sürür və listinqə düşdükdə, həmin qiymətli kağızların birjanın ticarət şəbəkəsinə köçürülməsi mümkün olur.

Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının üç tipi: auksion bazarı, broker bazarı və diller bazarı mövcud olur. Auksion bazarında qiymətli kağızların alıcısı ilə satıcısı bazarda birbaşa qarşılaşırlar və satış və ya alış qiymətlərini müəyyən edirlər. Broker bazarının yaranması adətən satıcı və alıcıların qənaətbəxş təkliflər tapmaması ilə əlaqədardır. Belə halda satıcı və ya alıcı öz qiymətli kağızının alıcısını və satıcısını tapmaq üçün brokerə müəyyən haqq ödəyir. Diller bazarında dillerlər öz riskləri və öz vəsaitlərinə qiymətli kağızları alır və satırlar(Ağayev, 2005).

Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişafına müxtəlif amillər təsir göstərir.

Bunlardan birincisi, ölkədə bazar münasibətlərinin inkişafı ilə bağlıdır, ölkədə iqtisadi qərarların qəbulu mexanizminin inkişafı və qeyri-mərkəzləşdirilmiş qərar vermək ənənələrinin formalaşması qiymətli kağızlar bazarının inkişafına ciddi şəkildə təsir göstərir. Belə ki, inamın səviyyəsi qiymətli kağızlar bazarında əhəmiyyətli rol oynayır.

Emitentlərə investorların inamının yaranması üçün isə zəruri instutsional baza formalaşmalı, daxili və xarici nəzarət mexanizmləri formalaşmalıdır. Həmçinin, kapitalın ilkin formalaşması prosesində yaranmış ənənələr də qiymətli kağızlar bazarının inkişafına təsir göstərir. Rus iqtisadçısı Y.Mirkin qeyd edir ki, 90-cı illərin sonunda səhm buraxılışının 90 faizi texniki xarakter daşıyırdı. Bunun nəticəsində də Rusiya borca əsaslanan iqtisadiyyat nümunəsini əks etdirir ki, maliyyələşdirmə sistemi də borc öhdəliklərinə əsaslanır. Göründüyü kimi, belə şəraitdə səhm buraxılışı yeni investorların cəlb edilməsi üçün deyil, əsasən mövcud səhmdarların səhmdar cəmiyyətində payını artırmaq məqsədi daşıyır. Belə hal da, təkrar qiymətli kağızlar bazarının inkişafını məhdudlaşdırır. Xüsusilə, bazarda sərbəst dövriyyədə olan səhmlərin payının azlığı səhmdar cəmiyyəti üzərində nəzarəti məhdudlaşdırır.

Ölkədə kapitalın mərkəzləşdirildiyi və mülkiyyətin strukturunda iri sahibkarların üstünlük təşkil etdiyi şəraitdə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf imkanları məhdud olur. Buna həmçinin ölkədə fəaliyyət göstərən firmaların ölçüsü də təsir göstərir. Kiçik və orta firmalar nisbətən kiçik sayda payçılara məxsus olur. Belə firmaların ictimaiyyət üçün maliyyə hesabatlarının və digər informasiyanın açıqlanmasına dair öhdəlikləri məhdud olur. Nəticədə, bu firmalar rəqiblər üçün faydalı ola biləcək informasiyaların açıqlanması zərurəti ilə qarşılaşmır və bununla bağlı xərc çəkmirlər. Bununla belə firmaların inkişafı onları əlavə vəsaitlər cəlb etmək zərurəti qarşısında qoyur. Bu isə onların ictimai firmalara çevrilməsinə və qiymətli kağızlar bazarında öz qiymətli kağızlarını yerləşdirmələrinə səbəb olur. Məsələn, hazırda ABŞ-da iri şirkətlərin demək olar ki, hamısı ictimai korporasiyalardır.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafına ölkədə formalaşmış ənənələr də əhəmiyyətli dərəcədə təsir göstərir. Belə ki, nisbətən qapalı

mülkiyyətə üstünlük verən, şərik fəaliyyətə üstünlük verilməyən cəmiyyətlərdə qiymətli kağızlar bazarı zəif inkişaf edir.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafına təsir edən mühüm amillərdən biri ölkədə monetizasiya səviyyəsidir. Monetizasiya əmsalı pül kütləsinin ümumi daxili məhsula nisbəti kimi müəyyən edilir. Bu əmsal milli iqtisadiyyatda depozitlərlə borclanmanın səviyyəsini göstərir. Belə ki, pul kütləsinin həcmi artıran əsas amillərdən biri depozitlərin həcmidir. Ölkədə əmanət və depozitlərin həcmi artırma borc verilən vəsaitlərin həcmi göstərir. Bu amil isə məhz maliyyə bazarının inkişaf səviyyəsini əks etdirir. Ölkədə borc verməyə hazır olan şəxslərin sayı çoxdursa, onların borc verməyə hazır olduğu vəsaitlərin cəmi böyükdürsə, onda qiymətli kağızlar bazarı ilə bu vəsaitlərin bir hissəsinin borc verilməsi imkanları artır.

Bank sektorundan fərqli olaraq qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətini təmin edən infrastruktur nisbətən mürəkkəb və çoxsahəli olur. Bu, qiymətli kağızların uçotunu, köçürülməsini, onlara və onları buraxan emitentlərə xüsusi tələblərin müəyyən edilməsini və bazar iştirakçılarının bu tələblərə riayət etməsinə nəzarəti həyata keçirməyi və s. tələb edir. Belə halda informasiyanın açıqlanmasının mühüm əhəmiyyəti vardır. Qiymətli kağızların emitentlərinə dair informasiya onların qiymətinə təsir göstərən əsas amillərdəndir. Belə ki, səhmdar cəmiyyətinin maliyyə vəziyyəti pisləşirsə və ya bazar mövqeləri zəifləyirsə, rəqiblərinin rəqabət üstünlüklərinin formalaşması halında yeni şəraitə uyğunlaşmaları üçün zəruri strategiyaya malik deyilsə, onda bazarda onların qiymətli kağızlarının qiyməti aşağı düşür. Bu halda, bazarda onun qiymətli kağızlarının qiymətində bu informasiya əks olunur. Buna görə də, qiymətli kağızlar bazarının inkişafının zəruri şərtlərindən biri qiymətli kağız buraxan emitentlərin özlərinə dair informasiyanı açıqlamalarının aydın qaydalarının olmasıdır. Belə

qaydalar emitentlərin menecerləri ilə onların qiymətli kağızlarını alan subyektlər arasında informasiya assimetriyasını azaldır.

Yuxarıda qeyd edilən amillər ayrı-ayrı ölkələrdə qiymətli kağızlar bazarının müxtəlif modellərinin yaranmasına səbəb olur.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı firmaların iri layihələri az maliyyələşdirmələri üçün həm xüsusi, həm də borc vəsaitlərini cəlb etmələri üçün geniş imkanlar verir. Belə ki, səhm buraxılışı firmanın xüsusi vəsaitlərinin artımına, istiqraz isə borc vəsaitlərinin artımına səbəb olur. Belə şəraitdə, firmalar xüsusi vəsaitlərlə borc vəsaitlərinin optimal nisbətini seçmək imkanı əldə edirlər. Həmçinin, qiymətli kağızların qiyməti qiymətli kağızların emitenti ilə bağlı informasiya əsasında formalaşır. Məsələn, firmanın həm cari vəziyyəti, həm də perspektiv inkişafı onun yerləşdirdiyi səhmlərin qiymətini müəyyən edir. Belə halda, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı resursların daha səmərəli bölgüsünə və səmərəli investisiya qərarlarının verilməsinə səbəb olur. Bu amil qiymətli kağızlar bazarının bank sektoruna nisbətən üstünlüyünü müəyyən edir. Belə ki, qiymətli kağızlar bazarında firmaların informasiyanı açıqlamaq zərurəti bu informasiyanın yayılmasına və daha səmərəli investisiya qərarlarının verilməsinə səbəb olur. Banklar isə informasiyanı yalnız özləri alırlar və bu informasiya əsasında yalnız özləri qərar verirlər. Həmçinin, qiymətli kağızlar bazan firmaların fəaliyyətinin səmərəliliyinə müvafiq olaraq reaksiya verərək, faktiki olaraq firmaların menecmenti üzərində nəzarət funksiyalarını həyata keçirirlər. Bu hal da, firmalarda korporativ idarəetmənin səviyyəsinin yüksəlməsinə səbəb olur. Bununla belə, ölkədə korporativ idarəetmənin səviyyəsi və informasiyayla bağlı tələblərin səviyyəsi qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətini müəyyən edən amillərdəndir. Korporativ idarəetmənin zəif institusional əsaslan

maliyyə bazarının dayanıqlı inkişafının qarşısını alır. Məhz açıqlanan informasiyanın həcmi və keyfiyyəti qiymətli kağızlar bazarının, xüsusilə fond bazarının inkişafı baxımından əhəmiyyətlidir. Bir çox hallarda ayrı-ayrı firmaların səhv informasiya vermələri bir çox kreditorların vəsaitlərinin itirilməsi ilə nəticələnir. Banklar isə əsasən verdikləri kreditlərin təminatında maraqlı olurlar və faktiki olaraq bir çox hallarda firmanın fəaliyyətinin səmərəliliyində maraqlı olmaya bilirlər. Məsələn, kommersiya bankının verdiyi kreditə görə firma özünün nisbətən likvid əmlakı ilə təminat verirsə, belə halda kredit verilməsi ilə bağlı qərar qəbulunda firmanın perspektiv fəaliyyətinin nəticələrinin qiymətləndirilməsinin əhəmiyyəti azalır. Səhmlərin təkrar bazarında isə səhmlərin qiyməti firmanın fəaliyyətinin nəticələrindən birbaşa asılı olduğundan belə bazarda firma üzərində daha ciddi nəzarət mexanizmi formalaşır.

Qeyd etmək lazımdır ki, inflyasiyanın və makroiqtisadi şokların borcalanlar və borcverənlərin itkiləri və qazanclarına təsiri baxımından milli iqtisadiyyatın banklarla və qiymətli kağızlar vasitəsilə maliyyələşdirilməsi mexanizmləri fərqlənirlər. Belə ki, inflyasiya nisbətən yüksək olduqda əmanət sahibi uduzur, kredit alan udur, qiymətli kağız sahibləri isə bu halda daha az zərərli qaşılaşa bilirlər. Bununla belə, makroiqtisadi şoklar zamanı bank əmanətlərinə nisbətən qiymətli kağızların qiymətləri kəskin şəkildə aşağı düşür, iqtisadi fəallıq dövründə isə qiymətli kağızların qiyməti artır. Bu baxımdan, bank əmanət və kreditlərinə nisbətən qiymətli kağızların qiyməti makroiqtisadi şoklara daha həssas olur.

Qiymətli kağızlar bazan ilə fond bazan bir çox hallarda eyniləşdirilir. Bununla belə, fond bazarına əmtəə qiymətli kağızları ilə ticarət daxil deyildir. Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə əsasən əmtəə kağızları, sahibinin qiymətli kağızda

qeyd edilən əmtəyə dair sərəncam vermək və həmçinin bu əmtəəni almaq hüququnu təsbit edə bilən qiymətli kağızlardır (anbar şəhadətnaməsi, konosament və s.). Əmtəə qiymətli kağızlarının sahibləri bu qiymətli kağızda əks olunmuş əmtəyə birbaşa sərəncam vermək hüququna malikdirlər. Həmçinin, əmtəə qiymətli kağızları onda əks olunmuş əmtəələri likvidləşdirir. Belə ki, belə qiymətli kağızlardan girov kimi də istifadə etmək mümkün olur. Əmtəələrin alqı-satqısında real əmtəənin əvəzinə belə qiymətli kağızların hərəkəti baş verir. Ölkədə əmtəə qiymətli kağızlarının tətbiqinin genişlənməsi əmtəə birjalarının inkişafının zəruri şərti kimi çıxış edir.

Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişafının qiymətləndirilməsi üçün bir sıra göstəricilərdən istifadə edilir. Bu göstəricilərdən birincisi fond bazarının kapitalizasiyasıdır. Bu əsasən fond bazarında satılan qiymətli kağızların bazar dəyərlərinin cəmi kimi müəyyən edilir. Fond bazarının inkişafını qiymətləndirmək üçün bu bazarın kapitalizasiyasının dinamikasının mühüm əhəmiyyəti vardır. Fond bazarının kapitalizasiyasına firmaların səmərəliliyi və faiz dərəcəsi təsir göstərir. Bununla belə, bu göstərici bütün hallarda ölkədə iqtisadi fəallığın əsas göstəricilərdən biri kimi çıxış edir. Belə ki, fond bazarının kapitalizasiyasının artması firmaların mənfəətlərinin artmasını, investorların iso sərvətlərinin çoxalmasını əks etdirir. Cəmiyyətdə sərvətin artması sərvət effekti hesabına istehlak xərclərinin artmasına səbəb ola bilər ki, bu da tələbin yüksəlməsinə gətirib çıxarır. Əks proses getdikdə isə iqtisadi fəallıq aşağı düşür. Bununla belə, bu göstəricinin qiyməti özü-özlüyündə qiymətli kağızlar bazarının iqtisadiyyatda rolu haqqında informasiya vermir. Buna görə də fond bazarının ümumi daxili məhsulla müqayisə edirlər. Bu

göstərici qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolu haqqında da ilkin məlumat verir. Məsələn, bu göstərici ABŞ və İngiltərədə yüksək, Almaniya və Fransada isə nisbətən aşağıdır. Belə hal birinci qrup ölkələrdə milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının böyük rol oynaması, ikinci qrup ölkələrdə isə bankların əsas rol oynaması ilə əlaqədardır. Bununla belə, fond bazarının kapitalizasiyasının ümumi daxili məhsula nisbətinin artması Ölkədə iqtisadi resurslardan səmərəli istifadənin də nəticəsi ola bilər. Belə ki, firmaların səhmlərinin dəyərinin artması əsasən onların istehsal-təsərrüfat fəaliyyətinin səmərəliliyi ilə bağlı olur (Вердпикова, 2002).

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

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

firmaların səhmləri ilə ticarət olunursa, bu bazarın zəif inkişaf etdiyini göstərir.

FƏSİL II. AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ VƏ İNVESTİSİYA PROSESLƏRİNİN TƏHLİLİ

2.1. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının müasir vəziyyətinin təhlili

Azərbaycanda qiymətli kağız bazarının ilkin inkişafı əsasən dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsi ilə bağlı olmuşdur. Belə ki, özəlləşdirmə prosesində qiymətli kağız olan özəlləşdirmə çekləri və özəlləşdirmə opsiyonları buraxılmış, orta və iri dövlət müəssisələri isə açıq tipli səhmdar cəmiyyətlərinə çevrilərək özəlləşdirilmişlər. 1996-2017-ci illərdə dövlət müəssisələri bazasında yaradılmış səhmdar cəmiyyətlərinin cəmi sayı təqribən 1600 ədədə bərabər olmuşdur ki, bu da ölkədə yaradılmış səhmdar cəmiyyətlərinin əsas hissəsini təşkil edir. Belə səhmdar cəmiyyətlərinin təqribən 60,4 faizi birinci özəlləşdirmə

proqramı çərçivəsində, yəni 1995-1998-ci illər ərzində yaradılmışdır. Ölkədə səhmdar cəmiyyətlərinin yaradılması qiymətli kağızlar bazarı infrastrukturunun da formalaşmasını zəruri etmiş və özəlləşdirilmə prosesində səhmlərin uçotu və dövriyyəsinə təmin edən infrastruktur və bu prosesləri tənzimləyən qanunvericilik aktları yaranmışdır. Həmçinin ölkədə səhmlərin və özəlləşdirmə çəklərinin qeyri-mütəşəkkil bazan formalaşmışdır. Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması bu sahəni tənzimləyən qurumun yaranmasına səbəb olmuşdur. Ölkə prezidentinin 1998-cu il 30 dekabr tarixli fərmanı ilə Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi yaradılmışdır.

Hazırda Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarını tənzimləyən hüquqi baza yaradılmış və bu baza daimi təkmilləşdirilir. Belə ki, qiymətli kağızların dövriyyəsinin təşkili müvafiq qanun və qaydaların mövcudluğunu tələb edir. Milli iqtisadiyyat inkişaf etdikcə, müvafiq infrastruktur formalaşdıqca yeni qiymətli kağız növlərindən istifadəyə imkan yaranır ki, bu da qiymətli kağızlar bazarının instut- isional bazasının daimi inkişaf etdirilməsi və təkmilləşdirilməsini tələb edir.

Cədvəl 2.1

Qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsi (mln. manat)

	2012	2013	2014	2015	2016
Dövlət qiymətli kağızları	1523,0	6717,7	8093,7	7087,5	4156,6
Korporativ qiymətli	805,7	2144,4	1328,8	1736,9	4737,5
Törəmə qiymətli kağızlar	-	-	-	-	4299,4
Cəmi	2328,7	8862,0	9422,5	8824,4	13193,5

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

Cədvəl 2.1-in məlumatlarından göründüyü kimi, 2015-ci ildə ölkənin qiymətli kağızlar bazasında dövriyyənin həcmi 2012-ci ilə nisbətən 3,8 dəfə artmışdır. Bununla belə bu artım əsasən dövlət qiymətli kağızları hesabına baş vermişdir. Belə ki, qeyd edilən dövrdə korporativ qiymətli kağızlarla əməliyyatların həcmi 2,2 dəfə artdığı halda, dövlət qiymətli kağızları üzrə bu göstərici 4,7 dəfəyə bərabər olmuşdur. Nəticədə, ölkənin qiymətli kağızlar bazarının cəmi dövriyyəsində dövlət qiymətli kağızlarının payı 2012-ci ildə 65,4 faizdən 2015-ci ildə 80,3 faizə qədər artmışdır. 2016-cı ildə dövlət və korporativ qiymətli kağızlarla dövriyyənin həcmi təqribən dəyişməz qalsa da, strukturu dəyişmişdir. Belə ki, qeyd edilən ildə dövlət və korporativ qiymətli kağızların cəmi dövriyyəsində dövlət qiymətli kağızlarının payı 46,7 faizə qədər azalmış, korporativ qiymətli kağızların payı isə 53,3 faizə qədər artmışdır. Belə nisbətə dəyişməsi “Cənub Qaz Dəhlizi” QSC-nin yaradılması ilə bağlı olaraq səhm və istiqrazların buraxılışı və Azərbaycan İpoteka Fondunun istiqraz bazarında aktiv rol oynaması ilə əlaqədar olmuşdur. 2016-cı ildən Bakı Fond Birjasında fərdi və instutsional investorlar üçün likvidliyi müvafiq market- meykerlər tərəfindən təmin edilmək şərtilə valyuta və əmtəə əsaslı törəmə alətlərin ticarətinə başlanmışdır. Bu ildə Bakı Fond Birjasında 204,7 milyon manat məbləğində əmtəə əsaslı və 4,1 milyard manat məbləğində valyuta əsasında törəmə qiymətli kağızlarla bir çox ticarət əməliyyatı həyata keçirilmişdir. Törəmə qiymətli kağızlarla ticarətin yaranması hesabına 2016-cı ildə qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsi əvvəlki ilə nisbətən 1,5 dəfə artmışdır. Qeyd edə bilərik ki, törəmə qiymətli kağızlarla ticarət Bakı Fond Birjasında Foreks vasitəsilə təmin edilir. İnvestisiya şirkətləri Forex ticarəti üzrə Bakı Fond Birjasının platformasını əldə edir, bu platforma vasitəsilə öz müştərilərinə xidmətlər təklif edirlər. BFB ilə müqavilə bağlamış və əməliyyatlar üzrə gündəlik likvidliyi təmin etmək

üçün market meyker funksiyasını yerinə yetirən İnvestaz şirkəti bu bazarda verilən sifarişlərin qarşı tərəfi kimi çıxış edir. İnvestaz şirkəti ticarətə buraxılmış maliyyə alətləri üzrə gündəlik olaraq, qiymət dəhlizi çərçivəsində alış və satış qiymətlərini müəyyən edir, eyni zamanda Bakı Fond Birjasının ticarət sistemində öz hesabına müəyyən edilmiş alış-satış öhdəlikləri həcmində müvafiq kotirovkaları təmin edir. Foreks bazarında əsasən xarici valyutalarla bağlı fyuçerslərlə alqı-satqı əməliyyatları keçirilmişdir.

Cədvəl 2.2

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

	2012	2013	2014	2015	2016
İlkin bazar, cəmi	1172,2	2449,2	1872,6	1167,0	3551,1
o cümlədən:					
Dövlət qiymətli kağızları	583,1	881,6	1000,8	397,9	238,4
Korporativ qiymətli kağızlar	589,1	1567,6	871,9	769,1	3312,7
Təkrar bazar, cəmi	318,8	630,9	693,4	1 048,3	6101,6
o cümlədən:					
Dövlət qiymətli kağızları	102,2	54,1	236,4	80,5	377,4
Korporativ qiymətli kağızlar	216,6	576,7	456,9	967,8	1424,8

Törəmə qiymətli kağızları	-	-	-	-	4299,4
İlkin və təkrar bazarların cəmi	1491,1	3080,1	2566,0	2215,3	9652,7

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

2. REPO/əks-REPO əməliyyatları nəzərə alınmamışdır.

Cədvəl 2.2-nin məlumatlarından görüldüyü kimi, son illərdə qiymətli kağızlar bazarının həcmində artım təkrar bazar hesabına baş vermişdir. Belə ki, 2015-ci ildə ilkin bazarın həcmi 2012-ci ilə nisbətən təqribən 0,4 faiz azaldığı halda, təkrar bazarın həcmi 3,3 artmışdır. Bununla belə 2015-ci ildə ilkin bazarın ilkin və təkrar bazarın ümumi dövriyyəsinə payı 52,7 faizə bərabər olmuşdur. Belə hal qiymətli kağızlar bazarının ölkənin iqtisadi fəallığını müəyyən edən əsas sahələrdən birinin olmaması ilə əlaqədardır. Belə ki, inkişaf etmiş ölkələrdə qiymətli kağızlar bazarının ümumi dövriyyəsinə təkrar bazar əsas paya malik olur. 2016-cı ildə qiymətli kağızlar bazarında mövcud vəziyyət dəyişməmişdir.

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

Yerli qiymətli kağızlar bazarında dövlət qiymətli kağızları dövlət istiqrazlarından və Mərkəzi Bankın notlarından ibarətdir. Hazırda mövcud qaydalara əsasən ölkədə dövlət istiqrazları və dövlət xəzinə vekselləri buraxıla bilər. Dövlət qiymətli kağızları aşağıdakı məqsədlər üçün buraxılır.

- cari büdcə kəsirinin maliyyələşdirilməsi;
- dövlət kassa icrasının təmin edilməsi;

- büdcə ödəmələrinin ardıcılığının tənzimlənməsi;
- dövlətin müəyyən edilmiş pul-kredit siyasətinin həyata keçirilməsi üçün;
- dövlət əhəmiyyətli iqtisadi inkişaf proqramların həyata keçirilməsi;
- dövlət əhəmiyyətli sosial problemlərin həlli.

Hazırda dövriyyədə olan dövlət qiymətli kağızlarının əsas hissəsi istiqraz vərəqələridir. Bu qiymətli kağızlar əsasən dövlət büdcəsinin kassa icrasının təmin edilməsi üçün buraxılır. Bununla belə, 2015-ci ildə dövlət büdcəsinin gəlirlərinin 59,3 faizinin Dövlət Neft Fondunun vəsaitləri hesabına təmin olunduğu şəraitdə büdcənin kassa icrasında gərginliyin yaranma imkanları aradan qalxmışdır. Belə hal 2016-cı ildə də davam etmişdir. Nəticədə, 2015-ci ilin sonuna dövriyyədə cəmi 161,4 mln. manat məbləğində, 2016-cı ilin sonunda isə 200,3 mln. manat məbləğində dövlət istiqraz vərəqələri olmuşdur ki, bu da dövlət büdcəsinin gəlirlərinin qeyd edilən dövrlər Üzrə müvafiq olaraq təqribən 0,84 faizinə və 1,1 faizinə bərabər olmuşdur. Bu qiymətli kağızlardan əsasən bankalar sərbəst vəsaitlərini yerləşdirmək üçün istifadə edirlər. Belə ki, 2015-ci ildə 35 günlük istiqraz vərəqlərinin illik orta gəlirliyi 1,46 faizə, 91 günlük 1,89 faizə, 182 günlük 3,25 faizə, 364 günlük 3,25 faizə, 728 günlük 3,75 faizə, 1092 günlük 4,25 faizə bərabər olmuşdur, ölkədə 2015-ci ilin sonuna əmanət və depozitlərin manatla orta faiz dərəcəsinin 9,43 faizə, 1 aya qədər olanların isə faiz dərəcəsinin 8,81 faizə bərabər olduğu nəzərə alsaq, onda belə kiçik faiz dərəcəsi yalnız bankların tələb olunan həcmdə saxladıqları sərbəst vəsaitlərini likvid qiymətli kağızlara yerləşdirmək ehtiyacları ilə əlaqədardır. Belə qiymətli kağızlardan banklar qısamüddətli dövrdə nağd vəsaitlər cəlb etmələri üçün girov kimi geniş istifadə edirlər. İnkişaf etmiş ölkələrdə dövlət qiymətli kağızları monetar siyasətin vacib alətlərindən biri kimi istifadə edilir. Çünki

dövlət qiymətli kağızları milli iqtisadiyyatda ən likvid qiymətli kağız hesab edilir. Mərkəzi Bank dövriyyədəki pul kütləsini artırmaq üçün dövlət qiymətli kağızlarını alır, azaltmaq üçün isə satır. Bununla belə, Azərbaycanda dövlət qiymətli kağızlarının buraxıldığı dövrdən indiyə qədər Mərkəzi Bank tərəfindən əsasən dövriyyədəki pul kütləsini azaltmaq (qiymətli kağızı satmaq) ehtiyacı olduğundan, belə alətlər Mərkəzi Bankın aktivində yer almamışdır. Nəticədə, bu alətdən monetar siyasətin həyata keçirilməsində istifadə edilmir.

Mərkəzi Bankın qısamüddətli notları bir ilədək müddətinə buraxılan adlı sənədsiz dövlət güzəştli qiymətli kağızlarıdır. Bu qiymətli kağıtlardan pul-kredit siyasəti vasitəsi kimi dövriyyədə olan pul kütləsinin tənzimlənməsi üçün istifadə edilir. Buna görə də, notlarla ticarətdə yalnız banklar iştirak edir. Qeyd etmək lazımdır ki, notlar dövriyyədə olan pul kütləsinin azaldılmasının heç də səmərəli vasitəsi kimi çıxış etmir. Belə ki, 2015-ci ilin sonuna dövriyyədə M2 pul kütləsinin həcmi 16434,8 mln. manata, banklardan kənarında nağd pul kütləsinin (M0) həcmi isə 10458,7 mln. manata bərabər olduğu halda, Mərkəzi Bankın notlarının həcmi 20,0 mln. manata bərabər olmuşdur. 2016-cı ildə pul aqreqlarının həcmi artdığı halda, ilin sonuna dövriyyədə olan notların həcmi 27,0 mln. manat təşkil etmişdir. Fikrimizcə, notların həcmnin belə kiçik olması dövriyyədəki pul kütləsinin həcminə əhəmiyyətli dərəcədə təsir göstərmir. Bu təsiri azaldan mühüm amillərdən biri də ölkədə pul multiplikatorunun kiçik olmasıdır. Belə ki, notların buraxılması əsasən pul bazasına təsir göstərir, ölkədə 2015-ci ilin sonuna manatla pul bazası 11642,0 mln. manata bərabər olmuşdur ki, bu göstərici ilə müqayisədə notların buraxılışının pul kütləsinə təsirinin çox kiçik olduğu qənaətinə gəlmək olar. Mərkəzi Bankın notlarının gəlirliyi 2015-ci ilin sonuna 1,1 faizdən də aşağı olsa

da, notlar əsasən Mərkəzi Bankla kommersion bankları arasında və kommersion banklarının özləri arasında əməliyyatları asanlaşdırır.

Qeyd edilənləri aşağıdakı cədvəlin məlumatlarından da görmək olar.

Cədvəl 2.3

**Qiymətli kağızlarla repo/əks-repo əməliyyatlarının həcmi
(mln. manat)**

	2012	2013	2014	2015	2016
Repo/əks-repo	837,7	5782,0	6856,5	6609,1	3540,8
Korporativ istiqrazlar (repo/əks-repo)	-	-	-	-	192,7
Dövlət istiqrazları (repo/əks-repo)	29,3	17,5	4,5	12,2	2,0
Mərkəzi Bankın notları (repo/əks-repo)	820,2	5752,7	6852,0	6596,9	3346,1

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

Cədvəl 2.1 və 2.3-ün məlumatlarının müqayisəsi əsasında aparılmış təhlil göstərir ki, REPO və əks-REPO əməliyyatları qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatların ümumi həcmində böyük paya malikdir. Belə ki, qiymətli kağızların ümumi dövriyyəsində REPO və əks-REPO əməliyyatlarının payı 2012-ci ildə 36,0 faizdən 74,9 faizə qədər artmış, 2016-cı ildə isə 26,8 faizə qədər azalmışdır. 2016-cı ildə qeyd edilən azalma əsasən törəmə qiymətli kağızlarla əməliyyatların artması ilə əlaqədar olmuşdur. Bununla belə, törəmə qiymətli kağızlar bazarının inkişafı əsasən valyuta əsaslı törəmə qiymətli kağızlar hesabına formalaşmışdır. Bu da FOREX bazarında aparılmışdır. Qeyd etmək lazımdır ki, repo əməliyyatları əsasən qiymətli kağızların girov qoyulması

ilə qısamüddətli kreditlərin alınması və ya verilməsi mexanizmini əks etdirir. Qeyd edilənlər qiymətli kağızlar bazarının inkişafının bank sektoru ilə əlaqəli olduğunu göstərir.

Qeyd edə bilərik ki, REPO və əks-REPO əməliyyatları Mərkəzi Bank tərəfindən pul siyasəti çərçivəsində qoyulmuş hədəflərə nail olmaq və bank sisteminin likvidliyini tənzimləmək üçün istifadə edilir. REPO əməliyyatı Mərkəzi Bank tərəfindən qiymətli kağızların kommersiya bankına satışı (REPO-nun acılması) və eyni zamanda həmin bankın alınmış qiymətli kağızları Mərkəzi Banka satmaq, Mərkəzi Bankın isə onları kommersiya bankından geri satın almaq öhdəliyini (REPO-nun bağlanması) rəsmiləşdirən maliyyə əməliyyatıdır. Əks-REPO əməliyyatında isə proseslər əks istiqamətdə gedir, yəni bu halda qiymətli kağızlar Mərkəzi Banka satılır (20). Göründüyü kimi, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və likvid maliyyə alətlərinin mövcudluğu kommersiya banklarının likvidliyinin təmin edilməsinin səmərəli mexanizminin formalaşmasının mühüm amillərdən biri kimi çıxış edir.

Cədvəl 2.4

Korporativ qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsi

(mln. manat)

	2012	2013	2014	2015	2016
Korporativ qiymətli kağızlar	805,7	2144,4	1328,8	1736,9	4737,5
Səhmlər	502,2	1029,3	599,3	573,2	1279,4
Səhm (ilkin bazar)	457,7	982,9	506,7	424,7	1137,9
Səhm (təkrar bazar)	44,6	46,4	92,6	148,5	141,6
Korporativ istiqrazlar	303,6	1115,1	729,5	1163,7	3458,1
Korporativ istiqrazlar (ilkin bazar)	131,5	584,7	365,1	344,4	2174,8

Korporativ istiqrazlar (təkrar bazar)	172,1	530,3	364,3	819,3	1283,3
---------------------------------------	-------	-------	-------	-------	--------

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

Cədvəl məlumatlarından göründüyü kimi, ölkədə korporativ qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsinin həcmi 2012-ci ilə nisbətən 2015-ci ildə 2,2 dəfə, 2016-cı ildə isə 5,9 dəfə artmışdır. Bununla belə, bu artım korporativ istiqrazların dövriyyəsinin artımı hesabına baş vermişdir. Belə ki, qeyd edilən dövrdə korporativ istiqrazların dövriyyəsi müvafiq olaraq 3,8 dəfə və 11,4 dəfə artaraq korporativ qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsinin müvafiq olaraq 67,0 faizini və 73,0 faizini təşkil etmişdir. 2013-cü il istisna olmaqla, 2012-2015-ci illərdə səhmlərin dövriyyəsində ciddi dəyişikliklər olmamış, 2016-cı ildə isə əvvəlki ilə nisbətən 2,7 dəfə artmışdır. Bununla belə, 2013-2016-cı illər ərzində səhmlərin təkrar bazarının həcmi əhəmiyyətli dərəcədə artsa da, bu bazarın həcmi 2016-cı ildə cəmi 141,6 mln. manata bərabər olmuşdur. Səhmlərin alqı-satqı müqavilələrində əsasən onların nominal qiyməti göstərildiyini nəzərə alsaq, onda ölkədə təkrar səhm bazarının real həcmnin daha kiçik olduğu qənaətinə gəlirik. Səhmlərlə açıq ticarəti məhdudlaşdıran amillərdən biri də ölkədə kapitalın formalaşması prosesinin ibtidai mərhələdə olması ilə əlaqədardır. Bu mərhələdə əsasən kapitalın təmərküzləşməsi baş verir. Həmçinin, səhmlərin yerləşdirilməsinin təkmil infrastrukturunun formalaşmaması, daxili və xarici nəzarət mexanizminin inkişaf etməməsi səhm emissiyasının kreditə nisbətən baha olmasını şərtləndirir.

Müasir dövrdə səhmdar cəmiyyətlərinin kapitallaşma səviyyəsi və səhmlərin likvidliyi aşağıdır. Bunun təzahür əlamətlərindən biri səhmdar cəmiyyətlərinin bazarda sərbəst dövriyyədə olan səhmlərinin payının azlığıdır. 2015-ci ildə səhm bazarının 74,1 faizi, 2016-cı ildə

isə 88,9 faizi ilkin bazarın payına düşmüşdür.

Ölkədə səhm buraxılışında inzibati amillərin rolu əhəmiyyətli olmuşdur. Belə ki, Azərbaycanda banklar səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılır. Həmçinin əksər sığorta şirkətləri səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılmışdır. Bu halda, onların nizamnamə kapitallarının artırılmasına tələblər əlavə səhm buraxılışının artmasına və bunun nəticəsində də səhmlərin ilkin bazarının həcmində artmasına səbəb olur. 2013-2015-ci illərdə Bakı Fond Birjasında səhmlərin yerləşdirilməsi ilə bağlı təqdim edilmiş 109 emissiya prospektinin 72-si kommersiya banklarına, 19-u isə sığorta təşkilatlarına məxsus olmuşdur. 2016-cı ildə səhmlərin ilkin bazarının həcmində artmasına kommersiya banklarının nizamnamə kapitalının minimum həcmində qoyulan tələblə əlaqədar olmuşdur. Belə ki, Mərkəzi Bankın İdarə Heyətinin 14 noyabr 2015-ci il tarixli qərarı ilə də banklara məcmu kapitalın 50 mln. manata çatdırılması üçün 01 yanvar 2017-ci ilədək möhlət verilmişdir.

Göründüyü kimi, ölkədə əsasən kommersiya bankları və sığorta təşkilatları səhm buraxılışı yolu ilə kapital cəlb edirlər ki, bu da əsasən inzibati amillərlə əlaqədar olur. Səhm bazarında əməliyyatların əsas hissəsi Bakı Fond Birjasında həyata keçirilmişdir. Belə ki, 2012-2015-ci illərdə cəmi səhm dövriyyəsinin 96,0 faizi Bakı Fond Birjasının payına düşmüşdür. Belə hal mövcud qaydalarla əlaqədardır. Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinin 1078-15.6. maddəsinə əsasən səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin kütləvi təklif üsulu ilə yerləşdirilməsi fond birjası vasitəsi ilə həyata keçirilir. Həmçinin, həmin məcəllənin 1078-20.8. maddəsinə əsasən ünvanlı satış istisna olmaqla, səhmdarların sayı yüzdən artıq ola bilən səhmdar cəmiyyətlərinin yerləşdirilmiş səhmləri ilə alqı-satqı əqdləri fond birjası vasitəsilə bağlanmalıdır. Belə tələblər qiymətli kağızlarla əməliyyatların həyata keçirilməsində əlavə xərclərin artmasına və iqtisadi subyektlərin öz

mülkiyyət hüquqlarının reallaşdırılmasına çətinliklər yaradır. Fikrimizcə, fond birjasının inkişaf etdirilməsi iqtisadi subyektlərin əlavə xərcləri hesabına təmin edilməməlidir.

Son illərdə qiymətli kağızlar bazarında korporativ istiqrazların həcmnin artmasında Azərbaycan İpoteka Fondu əhəmiyyətli rol oynamışdır. Belə ki, bu fond tərəfindən 2011-ci ildə 55 mln. manat məbləğində 7 illik təmin edilmiş və 75 mln. manat məbləğində 10 illik təmin edilməmiş, 2012-ci ildə 60,0 mln. manat məbləğində 7 illik təmin edilmiş, 2013-cü ildə 20,0 mln. manat məbləğində 7 illik təmin edilmiş, 2014-cü ildə 70,0 mln. manat məbləğində 10 illik təmin edilmiş, 2015-ci ildə 20,0 mln. manat məbləğində 10 illik təmin edilmiş istiqrazlar, 2016-cı ildə isə 40,0 mln. manat və 50 mln. manat məbləğində 10 illik təmin edilmiş istiqrazları daxili bazarda yerləşdirmişdir. Bu maliyyə alətləri ilə təkrar bazarda aparılan əməliyyatlar istiqrazlarla təkrar bazarda dövriyyənin əsas hissəsini təşkil etmişdir. Belə ki, korporativ istiqrazlarla dövriyyənin 2015-ci ildə 85,9 faizi, 2016-cı ildə isə 85,7 faizi Azərbaycan İpoteka Fondunun istiqrazlarının payına düşmüşdür. Bununla belə, Azərbaycan İpoteka Fondunun 2012-2016-cı illərdə yerləşdirilmiş istiqrazlarının illik gəliri 3 faizə bərabər olmuşdur ki, bu da ölkədə formalaşmış faiz dərəcəsiindən əhəmiyyətli dərəcədə azdır. Belə hal Fondun istiqrazlarının likvidliyinin yüksək olması ilə bağlıdır. Bunun həmin istiqrazlarla həyata keçirilmiş təkrar bazar əməliyyatlarının həcmi də göstərir. Belə ki, Fondun 2014-cü ilin sonuna dövriyyədə 390 mln. manat məbləğində istiqrazı olduğu halda, qeyd edilən ildə bu istiqrazlarla təkrar bazar əməliyyatlarının həcmi 1,1 mlrd, manata bərabər olmuşdur. Həmçinin, banklar bu istiqrazlardan REPO və əks-REPO əməliyyatlarında istifadə etməyə başlamışlar.

Beləliklə, aparılmış təhlil göstərir ki, ölkədə qiymətli kağız bazarının formalaşmasında inzibati amillər əsas rol oynayır. Bu amillərə

dövlət əmlakının Özəlləşdirilməsi, kommersiya bankları və sığorta təşkilatlarının nizamnamə kapitallarının minimum həcmnin artırılması, Azərbaycan İpoteka Fondu tərəfindən istiqrazların buraxılması aiddir.

Qeyd etmək edə bilər ki, ölkədə emissiya (buraxılışlarla yerləşdirilən) qiymətli kağızlar bazarı nisbətən inkişaf etsə də, kommersiya əməliyyatlarında yaranan borcların likvidləşdirilməsinə imkan verən qiymətli kağızlar bazarı inkişaf etməmişdir. Belə qiymətli kağızlardan biri vekseldir. Veksel, Öhdəliyin vaxtı bitdikdən sonra sahibinə (vekselsaxlayana) bu qiymətli kağızda göstərilmiş məbləğin veksel- verəndən, borcludan və ya həmin məbləği ödəməyi öhdəlik götürən şəxsdən şərtsiz tələb etmək hüququ verən yazılı borc öhdəliyini əks etdirən qiymətli kağızdır. Veksel kommersiya kreditinin bir formasıdır və iqtisadi subyektlər arasında hesablaşmaları asanlaşdırmaqla borcların likvidləşdirilməsinə səbəb olur. Belə ki, veksel sahibi, yəni borc vermiş şəxs istənilən anda vekseli satmaqla onu likvidləşdirə bilər. Azərbaycanda 2000-ci ildə veksellərin dövriyyəsi haqqında əsasnamə qəbul edilsə də, hazırda bu maliyyə alətindən kommersiya əməliyyatlarında demək olar ki, istifadə edilmir. Belə ki, 2016-cı ildə 39 mln. manat məbləğində 72 veksel buraxılışı qeydə alınmışdır. Bu hal ölkədə veksellərin uçotu (diskontlaşdırılması), inkassasiyası, veksellərin ödənilməsi üzrə xidmətlərin göstərilməsi və veksellər üzrə digər əməliyyatları həyata keçirən uçot təşkilatlarının zəif inkişafı və veksellərin tətbiqinin kommersiya əməliyyatlarının uçotunun dəqiqliyinin artırılması ilə bağlıdır.

Ölkədə iqtisadi subyektlərin risklərdən qorunması yollarından biri törəmə qiymətli kağızlar bazarının inkişafıdır. Hazırda Azərbaycanda fyuçerslərin tədavülü qaydaları qüvvədə olsa da, törəmə qiymətli kağızlar bazarı inkişaf etməmişdir. Fyuçers müəyyən olunmuş tarixdə müəyyən baza aktivinin əvvəlcədən təyin edilmiş və razılaşdırılmış

qiymətlərlə alınması və ya satılması haqqında standartlaşdırılmış birja müqaviləsidir. Fyuçers müqaviləsi baza aktivi kimi məhsullar, səhmlər, valyuta və s. üzər bağlanır. Törəmə qiymətli kağızın digər növü olan opsiya, sahibinə müəyyən olunmuş müddətdə baza aktivinin əvvəlcədən təyin edilmiş və razılaşdırılmış qiymətlərlə alınması və ya satılması hüququnu verən müqavilədir. Varrant opsiya xüsusiyyətinə malik olsa da, opsiyadan fərqli olaraq müəyyən müddət ərzində baza aktivinin əvvəlcədən təyin edilmiş və razılaşdırılmış qiymətlərlə alınması və ya satılması hüququ verir. Belə ki, opsiya və fyuçers alqı və satqı ilə bağlı hüquqların müəyyən anda, yəni müəyyən vaxtdan sonra reallaşdırılmasına imkan verirsə, varant bu hüquqların müəyyən dövr ərzində reallaşmasına hüquq verir. Göründüyü kimi, baza aktivinin qiyməti və həcminə dair fyuçers, opsiya və varrant müqavilələri bağlamaqla, firmalar gələcəkdə yarana biləcək risklərdən özlərini qorumaq imkanları əldə edirlər.

Ölkədə qiymətli kağızların inkişafının təmin edilməsi bir sıra zəruri şərtlərin formalaşmasını tələb edir. Bu şərtlərdən biri ölkədə qiymətli kağızlar bazarının zəruri infrastrukturunun formalaşması ilə bağlıdır. Belə ki, qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunu iki qrup bazar iştirakçılarının mövcudluğu ilə əlaqədar olur. Bunlardan birincisinə, qiymətli kağızların hərəkətini təmin edən qurumlar, ikincisinə isə bilavasitə qiymətli kağızlarla əməliyyat aparan qurumlar aiddir. Birinci qrup bazar iştirakçılarına reyestr saxlayıcı, depozitar və fond birjası aiddir. Bunlar olmadan qiymətli kağızların hərəkətini, onların alqı-satqısını təmin etmək imkanları məhduddur. İkinci qrup bazar iştirakçılarına isə brokerlər, dillerlər, trust şirkətləri aiddir. Bunlar bilavasitə qiymətli kağızların alqı-satqısını və onların idarə edilməsini həyata keçirirlər. Son illərdə Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun formalaşdırılması istiqamətində əhəmiyyətli addımlar

atılmışdır.

Cədvəl 2.5

**Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının peşəkar
iştirakçıları
(ədəd)**

	2012	2013	2014	2015	2016
Broker fəaliyyəti	13	13	14	15	14
Diler fəaliyyəti	13	11	13	14	14
Aktivlərin idarə olunması fəaliyyəti	4	2	0	1	3
Klirinq fəaliyyəti	1	1	1	2	2
Depozitar fəaliyyəti	3	3	3	3	3
Reyestr saxlayıcı fəaliyyəti	2	2	2	1	2
Fond birjası fəaliyyəti	1	1	1	2	1
Cəmi	37	33	34	38	39

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

Cədvəl məlumatlarından görüldüyü kimi, ölkədə son illərdə brokerlərin və dilerlərin sayı artmışdır. Brokerlər və dillerlər qiymətli kağız bazarında əsas iştirakçılardır. Broker müştərinin hesabı və ya komissiya müqaviləsi üzrə broker və ya broker kimi çıxış edən qiymətli kağız bazarının peşəkar iştirakçısıdır və bu müştərinin xeyrinə qiymətli kağızların satışı ilə məşğul olur. Diller, öz adına və öz hesabına, ictimai olaraq satılan alım və / və ya satış qiyməti satışı

əməliyyatları şəklində fəaliyyət göstərir. Diler və brokerlər şəbəkəsinin inkişafı qiymətli kağızlar bazarında səmərəli investisiya qərarlarının verilməsinə səbəb olmaqla, təkrar qiymətli kağızlar bazarının təkmilliyinin zəruri şərti kimi çıxış edir. Brokerlər vasitəçilik xidmətləri göstərməklə milli iqtisadiyyatda sərvətin səmərəli bölgüsünə kömək edirlər. Dilerlər isə bazarda möhtəkirlilik fəaliyyəti göstərməklə qiymətli kağızlar bazarının korporativ sektor üzərində xarici nəzarət mexanizminin formalaşmasında əhəmiyyətli rol oynayırlar. Belə ki, bazarda şirkətin qiymətli kağızlarının qiymətinin azalması onun fəaliyyəti ilə bağlı yaranan problemlərin qiymətdə əks olunması ilə nəticələnməsidir. Dilerlər şirkətlərin fəaliyyətlərini izlədiyindən onların davranışları digər bazar iştirakçıları üçün də əsas olur. Belə ki, təkmil fond bazarının formalaşması səhmdar cəmiyyətlərin səhmləri ilə ticarətlə məşğul olan çoxlu sayda peşəkar iştirakçıların yaranması ilə əlaqədardır. Məsələn, “ABŞ-da fond bazarında təqribən 3000 adda səhm dövriyyədə olur və 100 min nəfər yüksək ixtisaslı analitik və broker fəaliyyət göstərir. Belə şəraitdə 1000 nəfər analitik orta hesabla bir səhmin qiymətinə təsir göstərən amilləri öyrənməklə məşğul olur. Qiymətli Kağızlar üzrə Komissiyanın tələblərinə əsasən bu analitiklər səhmlərə və onu emissiya etmiş səhmdar cəmiyyətlərə dair məlumatları əldə etdiklərindən, səhmdar cəmiyyətlərin fəaliyyəti ilə əlaqədar istənilən informasiya onların səhmlərinin qiymətinə təsir göstərir”. Bu baxımdan, ölkədə qiymətli kağızlar bazarında broker və diller fəaliyyəti ilə məşğul olan iqtisadi subyektlərin sayının çoxluğu və imkanları həm bu bazarın təkmilliyi, həm də korporativ sektorun fəaliyyətinə xarici nəzarət mexanizmlərinin formalaşdırılması baxımından vacibdir.

Son illərdə kommersiya bankları ilə afile olunmuş şəkildə investisiya şirkətləri yaranmışdır ki, bunlar da həm broker, həm də diller lisenziyalarına malikdirlər.

Qiymətli kağızlar menecmenti müştərinin və ya üçüncü tərəfin xeyrinə müştərinin qiymətli kağızlarla və ya peşə iştirakçıya verilmiş nağd pul ilə müştərinin xeyrinə müştəriyə məxsus qiymətli kağızlar bazarında peşəkar şəkildə fəaliyyətdir. Qeyd edə bilərik ki, ölkədə mövcud qiymətli kağızların likvidliyinin aşağı olması və onlara sahiblik etməklə deyil, qiymətli kağızlar vasitəsilə şirkətlər üzərində sahiblik hesabına sərvət əldə edilməsi qiymətli kağızların idarə edilməsi üzrə fəaliyyəti məhdudlaşdırmışdır (Вердпикова, 2002).

Azərbaycanda qiymətli kağızların mütəşəkkil bazarının əsasını təşkil edən Bakı Fond Birjası 15 fevral 2000-ci ildə qeyri-kommersiya qurumu kimi yaradılmış və sonralar isə qapalı səhmdar cəmiyyəti kimi kommersiya təşkilatına çevrilmişdir. Hazırda bu birjanın 20 səhmdarı vardır. Bakı Fond Birjasının 30 iş yerindən ibarət olan ticarət zalı və qiymətli kağızların saxlanması və dövriyyəsinə təmin edən depozitari vardır. Mülki Məcəllənin 1078-15.6. maddəsinə əsasən səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin kütləvi şəkildə təklif üsulu ilə yerləşdirilməsi fond birjası vasitəsi ilə həyata keçirilir. Belə maddə fond birjasının inkişafı məqsədilə qəbul edilsə də, belə qurumların fəaliyyətinin mahiyyətinə və səhmdar cəmiyyətlərin səhmlərinin buraxılışı prinsiplərinə ziddir. Belə ki, şirkətlərin qiymətli kağızları birjada ticarəti üçün onlar listinqə düşməlidirlər. Hazırda Bakı Fond Birjasında 1- ci və 2-ci səviyyəli kotirovka vərəqələri üzrə şərtlər müəyyən edilsə də, bu siyahıda yalnız bir səhmdar cəmiyyəti vardır. Səhmdar cəmiyyətinin qiymətli kağızlarının listinqə düşməsi üçün onlar müəyyən tələblərə cavab verməlidirlər. Məsələn, Bakı Fond Birjasının qiymətli kağızların birinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi üçün səhmdar cəmiyyəti listinqlə bağlı birjaya müraciətindən əvvəlki 3 il ərzində fəaliyyət göstərməli, barəsində əvvəlki 3 il ərzində iflas proseduru başlanmamalı və səhmlərin və həmçinin istiqrazların

sahiblərinin reyestri olan qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçısı olan reyestraxlayıcısı tərəfindən aparılmalı, ümumi kapitalı 5 mln. manatdan manatdan az olmamalı və digər tələblərə cavab verməlidir (16). Şirkətin listingə düşməsinə zəruri edən digər amil onun qiymətli kağızlarının birjanın ticarət sistemində köçürülməsi üçün əlaqələrin yaradılması ilə bağlıdır. Belə ki, səhmdar cəmiyyətinin səhmlərinin fond birjasında ticarətini təmin etmək üçün birjaya xidmət edən depozitar ilə səhmdarların reyestrini aparan reyestrax- layıcı arasında əlaqə qurulmalı və bu əlaqə vasitəsilə səhmlər depozitara köçürülməlidir. Digər tərəfdən, səhmdar cəmiyyətlər qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılmasına aid deyildir. Bu baxımdan, qiymətli kağızların ilkin bazarı fond birjasında həyata keçirilmir, fond birjası qiymətli kağızların təkrar bazarına aiddir. Beləliklə, Mülki Məcəllənin qeyd edilən maddəsi nəinki fond birjasının inkişafına səbəb olmur, həm də qiymətli kağızlar bazarının mahiyyətinin təhrif olunmasına səbəb olur. Qeyd edə bilərik ki, fond birjasının yaradılmasını əlverişli edən amillərdən biri bu qurumda klirinqin təşkilidir. Belə ki, fond birjasının iştirakçıları arasında aparılmış əməliyyatların klirinqinin, yəni qarşılıqlı əvəzlənməsinin aparılması həm qiymətli kağızların, həm də pulun hərəkətinin azaldılmasına və bununla bağlı xərclərin aşağı salınmasına səbəb olur. Bununla belə Bakı Fond Birjasında depozitar və klirinq fəaliyyəti ləğv edilmişdir. Bu fəaliyyətlər Milli Depozit Mərkəzi tərəfindən təmin edilir. Qeyd etmək lazımdır ki, əvvəllər Bakı Fond Birjası həm depozitar, həm də klirinq fəaliyyəti ilə məşğul olurdu. Lakin 15 yanvar 2015- ci il tarixində Azərbaycan Respublikasının Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən Bakı Fond Birjasının müraciətinə onun malik olduğu depozitar və klirinq fəaliyyəti üçün lisenziyaları ləğv edilmişdir. Qeyd etmək lazımdır ki, 2013-cü ilin sentyabr ayından etibarən Bakı Fond Birjasında bağlanmış əqdlər üzrə klirinq və hesablaşmalar üzrə xidmətlərin göstərilməsi Milli

Depozit Mərkəzi tərəfindən həyata keçirilirdi. Fikrimizcə, bu addımın həyata keçirilməsi qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunda təkrarçılığın aradan qaldırılmasına və səmərəliliyin artırılmasına səbəb olacaqdır. Belə ki, hazırda Milli Depozit Mərkəzi dövlət və korporativ qiymətli kağızların mərkəzi depozitarı kimi çıxış edir və ölkənin əsas reyestr saxlayıcısıdır. Həmçinin, Bakı Fond Birjası ilə Milli Depozit Mərkəzinin bir binada yerləşməsi onlar arasında səmərəli əlaqələr qurulmasına və elektron ticarət sisteminin formalaşmasına əlverişli şərait yaratmışdır.

2.2. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarında investisiya proseslərinin təhlili

P.Samuelsonun fikrincə investisiya- kapitalın yaranması və gələcəkdə gözlənilən istehlakın genişləndirilməsi naminə, hazırda gəlirin cari istehlaka xərclənməsindən imtina etməkdir. C.M, Keynsin fikrincə isə investisiya - firma tərəfindən kapital ehtiyatının artırılmasına, avadanlığın alınmasına, bina və qurğuların tikilməsinə sərf olunan vəsaitdir.

Mikroiqtisadi baxımdan dəyərləndirdikdə investisiya cari istehlakla deyil, gələcək istehlakla bağlı məqsədlərin əldə edilməsinə yönəldilən vəsaitlərdir.

Tipindən asılı olaraq, real, maliyyə və intellektual investisiyalar fərqlənir. Real investisiyalar maddi və qeyri-maddi olurlar. Fondlar bina, avadanlıq, qurğular və material ehtiyatlarına sərf olunur. Maliyyə investisiyaları, qiymətli kağızlar (səhmlər, istiqrazlar və s.), hədəf bank əmanətləri, depozitlər və s. Bu nəzərdə tutulur. İntellektual investisiyalar cəmiyyətin yaradıcı potensialına, intellektual mülkiyyətə

- müəlliflik, ixtira və patent hüququna əsasən qoyulmuş investisiyalardır.

Birbaşa, dolayı və portfel investisiyaları investisiya prosesində iştirakın təbiəti ilə fərqlənir. Birbaşa investisiyalar investorun investisiyaya birbaşa investisiya qoyduğunu bildirir. Dolaysız investisiyalar brokerlik vasitəsi ilə investisiyalardır, məsələn, investisiya fondları vasitəsilə. Portfolio investisiyaları - qiymətli kağızlara investisiya qoyulmuş kapital (Kerimov, 2003).

İnvestisiya prosesi deyərkən milli kapitalın artırılmasına yönələn çoxşaxəli fəaliyyət başa düşülür. Bu zaman dövlət, hüquqi və fiziki şəxslər tərəfindən həyata keçirilən kapital qoyuluşu investisiya fəaliyyəti adlanır. İnvestisiya fəaliyyətinin obyektləri kimi yeni yaradılan və modifikasiya olunan əsas fondlar, dövrüyyə vəsaiti, torpaq və s. çıxış edirlər. İnvestisiya fəaliyyətinin subyektləri kimi investorlar (sifarişçilər), podratçılar, banklar, investisiya kompaniyaları, ölkə və xarici ölkə vətəndaşları çıxış edə bilərlər. İnvestisiya fəaliyyətinin əsas göstəriciləri aşağıdakılardır:

- 1) İnvestisiya əmtələri;
- 2) İnvestisiyanın strukturu;
- 3) İnvestisiya prosesinin göstəricilərinin qarşılıqlı əlaqəsi;
- 4) Kapitala, insana edilən investisiyaların həcmi;

İnvestisiya fəaliyyəti, əsasən aşağıdakı maliyyə mənbələri hesabına üç formada reallaşdırılır;

1) Müəssisələrin öz vəsaitləri hesabına edilən investisiyalar. İqtisadiyyatda bu investisiyalar ən yüksək gəlirə malik olan investisiyalar kimi tanınır.

2) Borc vəsaitləri hesabına edilən investisiyalar. Belə investisiyalara bank kreditləri, büdcə vəsaitləri, məqsədli fondların vəsaitləri və s. aid edilir.

İnvestisiya mühiti - investisiya bazarının həcmi, cəlbediciliyi, risk səviyyəsini müəyyən edən, daxili və xarici investisiya axınını təmin edən sosial-iqtisadi, siyasi, maliyyə amillərinin məcmusudur. İnvestisiya mühiti bu və ya digər ölkədə, region və ya sahədə investisiya qoyuluşları üçün əlverişli və ya əlverişsiz şəraitin olmasını əks etdirir. Başqa sözlə, investisiya mühiti - investisiya proseslərinin həyata keçirilməsinə şərait yaradır.

“Xarici investisiyaların qorunması haqqında”, “Sahibkarlıq sahəsində aparılan yoxlamaların dayandırılması haqqında” Azərbaycan Respublikasının qanunları və bir sıra normativ sənədlərlə tənzimlənir.

Xarici investisiyanın ölkə iqtisadiyyatına cəlb olunması Azərbaycan dövlətinin müəyyənləşdirdiyi iqtisadi inkişaf siyasətinin əsas tərkib hissəsidir. İndiki ana qədər ölkəmizdə investorların hüquq və mənafelərinin müdafiəsi, mülkiyyət toxunulmazlığı, ölkədaxili və xarici sahibkarlara bərabər iş şəraitinin formalaşdırılması, əldə olunmuş mənfəətdən maneəsiz istifadə edilməsi ilə bağlı vacib qanunlar qəbul edilərək hüquqi təməl yaradılmışdır.

Sahibkarlıq sahəsində aparılan yoxlamaların dayandırılması haqqında” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 20 oktyabr 2015-ci il tarixli Qanununa əsasən sahibkarlıq fəaliyyəti üzərində aparılan yoxlamalar iki il müddətinə dayandırılmışdır. Bu qanunun 2-ci maddəsinə görə bu müddətdə təkə vergi yoxlamaları, əhalinin həyat və sağlamlığına, milli təhlükəsizliyə və iqtisadi maraqlara mühüm təhlükə yaradan hallarda yoxlamalar aparıla bilər.

Dünyada bazar iqtisadiyyatına malik dövlətlər daima xarici investisiyaları ölkələrinə cəlb etməyə çalışırlar. Ölkəyə xarici investisiyaların axını işsizliyin azalmasına eləcə də, iqtisadi artıma səbəb olacaqdır. Əlbəttə bu zaman xarici investisiya qoyuluşlarına müvafiq dövlət orqanları tərəfindən icazə verilməli və nəzarət edilməlidir. “Xarici

investisiyanın Qorunması haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu”nda qeyd edilmişdir ki, investisiyaların cəlb edilməsi sahəsində dövlət müəssisələri və təşkilatları ilə bağlanmış kontraktların şərtlərinin icra olunmasına nəzarət müvafiq icra hakimiyyəti orqanı tərəfindən həyata keçirilir. Investisiyaların ölkəyə cəlb edilməsinə təsir edən faktorlardan biri də vergi qanunvericiliyidir. Son dövrlər ölkəmizdə bu istiqamətdə mühüm addımlar atılmışdır (Адекепов, 1997).

Biznes səviyyəsində səmərəli investisiyalardan istifadə edərək iqtisadi artım təşviq edilə bilər. Müəssisə müəssisədə malların ümumi istehsalını artırmaq üçün yeni avadanlıq istehsal edən bir məhsul qursa və ya əldə edərsə, istehsal artımı ölkənin ümumi daxili məhsulunun (ÜDM) artmasına səbəb ola bilər. Bu, əvvəlki avadanlıq sərmayələrinə əsaslanaraq, iqtisadiyyatın istehsalın artması yolu ilə inkişaf etməyə imkan verir.

Azərbaycan sahibkarlığın dövlət tənzimlənməsinin təkmilləşdirilməsi və beynəlxalq səviyyədə aparılan islahatlar nəticəsində əlverişli biznes mühitinin formalaşdırılması nəticəsində Dünya Bankının nəşr etdiyi "Doing Business 2017" hesabatında 65-ci yeri tutub. səviyyə. Üç və ya daha çox islahatçı olan 29 ölkədən biridir. Beynəlxalq ticarət üzrə elektron əmtəə idxal və ixrac bəyannamələrinin (83-ci yer) Xarici Ticarət Performansı (səkkizinci yer), avtomobillərin saxlanması vergi sadələşdirilməsi (40-cı yer) və "Vergilərin ödənilməsi" göstəricisi bazasının yaradılması yeni üzvlük prosesi zamanı (105-ci yer) yeni çıxış nöqtələrinə sərf olunan vaxtdan qənaət edən hesabatda əhəmiyyətli islahatlar olduğu qeyd edildi. Həmçinin Dünya İqtisadi Forumu tərəfindən 1979-cu ildən bəri hər il nəşr olunan və bu gün dün yada milli rəqabətqabiliyyətlilik üzrə ən geniş qiymətləndirmə hesab olunan "Qlobal Rəqabətlik Hesabatı"nda ölkəmizin mövqeyi ötən ilə nisbətən 3 pillə yaxşılaşaraq 40-cı yerdən 37-ci yerə yüksəlmiş və

MDB məkanında liderlik mövqeyini qoruyub saxlamışdır.

İnvestisiya ÜDM-in tərkibində mühüm bir komponent kimi çıxış edir. İqtisadi inkişafa nail olmaq və milli sərvətin artırılmasında zəruridir. Makroiqtisadi tarazlıq və məşğulluq səviyyəsi iqtisadiyyata qoyulan investisiyaların həcmindən asılıdır (Ağayev, 2005).

İnvestisiya iqliminə təsir edən amillərə: makroiqtisadi amillər, normativ-hüquqi amil, vergi sisteminin keyfiyyəti informasiya təminatını göstərmək olar.

Azərbaycan iqtisadiyyatına xarici investisiyaların axını ölkənin ixracat potensialının genişləndirilməsinə, istehsalın artmasına, əmək ehtiyatlarından səmərəli istifadə olunmasına, yeni texnologiyaların ölkəyə gətirilməsinə və bütövlükdə iqtisadi infrastrukturun yenidən qurulmasına səbəb olmuşdur. Bu baxımdan da Azərbaycanda investisiya mühitinin öyrənilməsi və mövcud problemlərin aradan qaldırılması vacib məsələdir.

İqtisadi təfəkkür tarixində “əmək” və “torpaq” həmişə iqtisadi artımın ilkin mənbələri hesab olunmuşdur. İqtisad elmi inkişaf etdikcə qeyd olunan ilkin istehsal amillərindən daha yaxşı istifadəni təmin etməyə imkan verən və bu amillərdən yaradılan digər istehsal amilləri də iqtisadi ardının törəmə mənbələrinə aid edilmişdir. Müasir investisiya mühiti məhz kapitalın, biliklərin və müvafiq infrastrukturun inkişafına və bu mənbələrdən səmərəli istifadəyə təkanverici xarakter daşmalıdır. İnvestisiya mühitini iqtisadi subyektlərin investisiya motivasiyasına təsir göstərən amillərin məcmunu kimi təqdim etmək olar. Əlverişli investisiya mühiti yeni aktivlərin alınmasına, mövcud aktivlərin modernləşdirilməsinə, biznesin genişləndirilməsinə və ya şaxələndirilməsinə, insan kapitalının inkişafına imkanlar yaratmaqla iqtisadi subyektləri investisiya fəaliyyətinə sövq edə bilər.

FƏSİL III. AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ VƏ İNVESTİSİYA PROSESLƏRİNİN İNKİŞAF İSTİQAMƏTLƏRİ

3.1. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişaf istiqamətləri

Ölkədə iqtisadi artımın və maliyyə sabitliyinin təmin edilməsi sosial-iqtisadi inkişafın maliyyələşdirilməsi mexanizminin təkmilliyindən əhəmiyyətli dərəcədə asılıdır. Maliyyə institutlarının inkişaf səviyyəsi ölkədə mövcud resursların optimal bölüşdürülməsinə və risklərin etibarlı şəkildə idarə edilməsinə əlverişli şərait yaradır. Bu baxımdan, ölkədə maliyyə bazarlarının inkişaf etdirilməsi istiqamətində tədbirlərin həyata keçirilməsinin mühüm əhəmiyyəti vardır.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı milli qənaətin səfərbər edilərək iqtisadi inkişafın maliyyələşdirilməsinə cəlb edilməsi məqsədləri üçün əlavə imkanlar yaradır. Hazırda bu sahədə həyata keçirilən tədbirlərin əsas məqsədlərinə milli qənaətin cəlb edilməsinin əlavə və səmərəli kanallarının formalaşdırılması, bank krediti hesabına maliyyələşdirilməyə alternativ cəlbedici kanalların yaradılması və qiymətli kağızların səmərəli fəaliyyət göstərən təkrar bazarının formalaşdırılması aid olmalıdır. Bunlara nail olunması qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində və iqtisadi subyektlərin davranışlarının ölkənin iqtisadi inkişaf məqsədlərinə uyğunlaşdırılmasında rolunun artırılmasına səbəb olacaqdır. Xüsusilə, qiymətli kağızların təkrar bazarının formalaşdırılması firmaları korporativ idarəetməni yaxşılaşdırmağa sövq edəcəkdir.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsi bu

bazarın infrastrukturunun və bu bazara dair normativ hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsini, onun dövlət tənzimlənmə mexanizminin səmərəliliyinin yüksəldilməsini, bazarın peşəkar iştirakçılarının inkişafının təmin etdirilməsini tələb edir. Bu məsələlərin həlli məqsədilə “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” Dövlət Proqramı qəbul edilmişdir.

Qeyd edə bilərik ki, ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişafına dair uzunmüddətli proqramın qəbul edilməsi zəruridir. Belə hal qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının dövlət tərəfindən həyata keçirilən tədbirlərə, qanunvericilikdə baş verə biləcək dəyişikliklərə hazırlaşmaları və onlara uyğunlaşmalar baxımından vacibdir. Belə ki, hazırda ölkədə qiymətli kağızlar bazarı formalaşma mərhələsindədir və qanunvericilikdə, tənzimləmə mexanizmində davamlı şəkildə dəyişikliklər baş verir. Məsələn, 2015-ci ildə qəbul edilmiş “Qiymətli kağızlar haqqında” qanun qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsində ciddi dəyişikliklərə səbəb olmuşdur. Belə dəyişikliklər bazarın peşəkar iştirakçılarının əhəmiyyətli itkilərlə üzləşməsinə, qısamüddət ərzində yeni şərtlərə uyğunlaşmasında çətinliklərin yaranmasına səbəb olur.

Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının instutsional inkişafı baxımından bir sıra tədbirlər həyata keçirilsə də, qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunu lazımi inkişaf səviyyəsinə çatmamışdır. Bu həm qiymətli kağızların peşəkar iştirakçılarının inkişaf səviyyəsini, həm də onlar arasında əlaqələrin formalaşmasına aiddir. Belə ki, ölkədə qiymətli kağızlarla ticarət sisteminin avtomatlaşdırılması, bazarın peşəkar iştirakçıları arasında elektron əlaqələrin qurulması istiqamətində köklü tədbirlərin həyata keçirilməsi tələb olunur. Bundan başqa, qiymətli kağızların dövriyyəsinin təmin edən depozitar-reyestraxlayıcı sisteminin inkişafının qiymətli kağızlar bazarının mövcud inkişaf səviyyəsinə uyğunlaşdırılması tələb olunur. Belə ki, qiymətli kağızların əksəriyyəti

adlı sənədləşdirilməmiş qiymətli kağızlardır. Sənədləşdirilmiş qiymətli kağızları isə depozitara qoymaqla onun müqabilindən hesab açmaq və depo hesablarında onun hərəkətinə nail olmaq olar. Bu baxımdan, qiymətli kağızların köçürülməsini təmin etmək üçün reyestr saxlayıcı və depozitar sisteminin inkişaf etdirilməsi zəruridir. 15 may 2015-ci il tarixində qüvvəyə minmiş “Qiymətli kağızlar haqqında” qanuna əsasən Milli Depozit Mərkəzinin əsasında ölkədə depozitar və reyestr saxlayıcı fəaliyyətini mərkəzləşdirilmiş şəkildə həyata keçirən mərkəzi depozitarın yaradılması nəzərdə tutulur. Mərkəzi depozitarın yaradılması qiymətli kağızların hərəkət sürətini artırmaqla qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları arasında əlaqələrin elektronlaşmasına imkan verəcəkdir. Depozitar və reyestr saxlayıcı fəaliyyətlərinin mərkəzləşdirilməsi həm də ölkədə qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsinin azlığı ilə əlaqədar miqyasdan qənaətə nail olmağa, bu depozitarın maddi-texniki bazasının inkişaf etdirilməsinə səbəb olacaqdır. Bununla belə, bu qanunla nəzərdə tutulmuş mərkəzi depozitarın yaradılması prosesində bir sıra problemlərin yaranması imkanları mövcuddur. Birincisi, yeni qanuna əsasən mərkəzi depozitar investisiya fondlarının depozitarlarının və investisiya şirkətlərinin üzvlüyü əsasında qeyri-kommersiya qurumu kimi yaradılır. Kommersiya şirkətlərinin qeyri-kommersiya təşkilatlarının yaradılmasında məqsəd əsasən yaradılan təşkilatın deyil, onları yaradan təşkilatların gəlirlərinin artırılmasıdır. Bununla belə, mərkəzi depozitarın reyestr saxlayıcı funksiyalarını yerinə yetirdiyindən, o, öz üzvləri ilə yanaşı səhmdar cəmiyyətlərinə də xidmət göstərməlidir. Səhmdar cəmiyyətləri isə mərkəzi depozitarın üzvü olmadığından, onların mənafeələrinin pozulması imkanları yaranır. Belə halda, qeyri-kommersiya fəaliyyətinə əsaslanma prinsipləri pozulur. Məhz bu amili nəzərə alaraq depozitar və reyestr saxlayıcı fəaliyyətini mərkəzləşdirildiyi bir çox ölkələrdə mərkəzi depozitarla vahid reyestr saxlayıcı təşkilatları

ayrılıqda yaradılır. Buna görə də, fikrimizcə, ölkədə mərkəzi depozitar və vahid reyestraxlayıcının ayrı-ayrılıqda yaradılması məqsəduyğundur. Bu fəaliyyətlərin bir təşkilat tərəfindən yaradıldığı halda, depozitar və reyestraxlayıcı fəaliyyəti ilə bağlı tariflərinin dövlət tərəfindən tənzimlənməsinin dəqiq mexanizminin yaradılması və müşahidə şurasında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin nümayəndəsinin iştirakı məqsəduyğundur (Azərbaycan Respublikasının “Səhmdar cəmiyyətləri haqqında” qanun).

Qeyd edə bilərik ki, Azərbaycanda investisiya qiymətli kağızları kütləvi təklif və ya qapalı üsulla yerləşdirilə bilərlər. Investisiya qiymətli kağızlarının kütləvi təklifi onların 50 nəfərdən artıq şəxsə təklif edilməsidir. Qapalı yerləşdirilmə halında isə qiymətli kağızlar 50 nəfərdən az şəxsə təklif edilir və ya qiymətli kağızlar müəyyən investorlar tərəfindən əldə edilməsi üçün buraxılır. Hazırda mövcud qanunvericiliyə əsasən investisiya qiymətli kağızlarının kütləvi təklifi fond birjası vasitəsilə həyata keçirilməlidir. Fikrimizcə, belə hal səhmdar cəmiyyətlərinin inkişafına mənfi təsir göstərir. Belə ki, investisiya qiymətli kağızlarının emitentləri olan səhmdar cəmiyyətləri fond birjasında həmin kağızları satmalıdırlar. Həmçinin, investisiya qiymətli kağızlarına ilk növbədə, abunə yazılır, sonra onlar satılır. Belə halda, səhmlərin satış qiymətinə müvafiq olaraq alıcılar tərəfindən sifarişlər verilir və bu sifarişlərin həcmi satış üçün təklif edilən səhmlərin dəyərindən azdırsa, onda səhmlər daha yüksək qiymət təklif etmiş investitorlara satılır. Bu prosesin fond birjasında təşkili mümkün olsa da, bu fond birjasının fəaliyyət prinsiplərinə ziddir. Buna görə də, investisiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi üçün müəyyən edilmiş bu şərtin aradan qaldırılması məqsəduyğundur.

Fikrimizcə, hazırda qüvvədə olan “Qiymətli kağızlar haqqında” qanuna əsasən qiymətli kağızların yerləşdirilməsi prosesində Qiymətli

Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən izafi nəzarət funksiyaları nəzərdə tutulmuşdur. Belə ki, həmin qanunun 8.13 maddəsinə əsasən emitent kütləvi təklif üsulu ilə investisiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsindən cəlb etdiyi pul vəsaiti Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin müəyyən etdiyi tələblərə cavab verən banklarda açdığı müvəqqəti cari hesabda saxlanmalı və bu vəsaitdən kütləvi təklifin yekunlan haqqında hesabat Komitə tərəfindən təsdiq edildikdən sonra istifadə oluna bilər. İnvestisiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsinin bütün mərhələlərində belə başdan-başa nəzarət emitentlərin əlavə xərc çəkmələrinə və vaxt sərfinə səbəb olur. Bu həmçinin nəzarət orqanının fəaliyyətinin səmərəliliyinin azalmasına da səbəb ola bilər. Fikrimizcə, dövlət nəzarət orqanları tərəfindən qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi ilə əlaqədar izafi və ya qeyri-müəyyən tələblərin irəli sürülməsi bu bazarın inkişafına mənfi təsir göstərir. Digər tərəfdən təkmil tənzimləmə mexanizminin mövcudluğu bu bazarda inkişaf üçün zəruri şərtlərdən olan inamın möhkəmləndirilməsinin əsasında dayanır. Buna görə də, investisiya qiymətli kağızlarının buraxılışına dövlət nəzarəti mexanizminin təkmilləşdirilməsinə ehtiyac vardır. Qiymətli kağızlar bazarının normal inkişafı üçün tənzimləyici maneələrin aradan qaldırılması və şəffaflığın təmin edilməsi zəruridir. Fikrimizcə, kütləvi təklif üsulu ilə investisiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi fond birjası vasitəsilə həyata keçirildiyini və həmin qiymətli kağızların reyestrinin və hərəkətinin uçotunun mərkəzi depozitar tərəfindən aparıldığını nəzərə alaraq bir sıra nəzarət funksiyalarının həmin qurumlar tərəfindən həyata keçirilməsi məqsədəuyğun olardı. Həmçinin, Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin resurslarının (işçilərin sayı, maddi texniki bazası və s.) məhdudluğu şəraitində qiymətli kağızlarla fəaliyyətin bütün mərhələlərinə nəzarətin səmərəliliyi azalır. Buna görə də, məhdud resursların daha əhəmiyyətli sahələrdə nəzarətə

yönəldilməsi, xüsusilə investorların qorunması, səhmdarlarının sayı daha çox olan (məsələn, 100-dən çox) səhmdar cəmiyyətlərinin qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi, onların informasiya şəffaflığını təmin etməsi, investorların hüquqlarının qorunması və digər bu kimi sahələrdə əlavə nəzarət tədbirlərinin həyata keçirilməsi əhəmiyyətli olardı.

3.2. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarında investisiya proseslərinin sürətləndirilməsi perspektivləri

Qiymətli kağız bazarının dövlət tənzimlənməsində qiymətli kağızların sahəsində pozuntulara yol vermiş subyektlərə tətbiq edilən cəzaların həcmi mühüm rol oynayır. Hazırda Azərbaycanda qiymətli kağızlarla manipulyasiya və insayder məlumatlarından sui-istifadə hallarına görə nəzərdə tutulmuş cəza tədbirləri çox məhduddur. Belə ki, qeyd edilən hallara görə inkişaf etmiş ölkələrdə böyük həcmli cərimələr, bəzi hallarda isə həbs edilmə cəza tədbiri nəzərdə tutduğu halda, Azərbaycan Respublikasının İnzibati Xətalər Məcəlləsində insayder informasiyasından istifadə etməklə aparılan əməliyyatlara görə 50 manatdan maksimum 300 manata qədər cərimə nəzərdə tutulmuşdur. Buna görə də, qiymətli kağızlar bazarında baş verə biləcək neqativ halların aradan qaldırılması baxımından tətbiq edilən cərimələrin təsirinin səmərəliliyi qiymətləndirilməli və cərimələrin optimal həcmi müəyyənləşdirilməlidir. Bu cərimələrin məbləği qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarını neqativ hallardan çəkəndirməlidir. Bu baxımdan, qiymətli kağızlar bazarında baş verə biləcək bəzi hallara görə tətbiq edilən cərimələrin artırılması məqsədəuyğundur (Azərbaycan Respublikasının “İnvestisiya fondları haqqında” qanun).

Mülki Məcəllədə edilmiş dəyişikliyə əsasən sənədsiz qiymətli

kağızlara mülkiyyət hüququ buraxılış zamanı həmin qiymətli kağızın ilk mülkiyyətçiyə özgəninkiləşdirilməsindən sonra mərkəzi depozitarda qeydə alındığı andan əmələ gəlir. Fikrimizcə, belə bir tələbin irəli sürülməsi səhmdar cəmiyyətlərin inkişafına məhdudlaşdırıcı təsir göstərən amillərdən biridir. Bütövlükdə, qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun formalaşdırılması məqsədilə qiymətli kağızların mərkəzi depozitarda qeydiyyatının və fond birjasında yerləşdirilməsinə dair qanunvericilikdə müəyyən edilmiş tələblər səhmdar cəmiyyətlərin yaradılması prosesində əlavə xərclərin çəkilməsinə səbəb olur. Fikrimizcə, ilk növbədə, qiymətli kağızların emitentlərinin inkişafına və dövrüyyəyə buraxılan qiymətli kağızların sayının və dəyərinin artımına istiqamətlənən tədbirlərin həyata keçirilməsinə prioritet verilməlidir.

Qeyd edilənlərdən başqa, qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdiyi ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, bu sahənin tənzimlənməsində özünü tənzimləyən təşkilatlar mühüm rol oynayır. Qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının könüllü şəkildə yaratdıqları qeyri-kommersiya təşkilatları qiymətli kağızlar bazarında standartların, davranış qaydalarının hazırlanmasında və tətbiqində iştirak edə bilirlər. Qeyd edə bilərik ki, qiymətli kağızlar bazarında ilk özünü-tənzimləmə qurumları birjalar olmuşlar. Belə ki, klassik birjalar üzvlüyə əsaslanan qeyri-kommersiya qurumları olmuşlar. Birjaların yaradılması sövdələşmələr nəticəsində yarana bilən ödəmə probleminin həllinə, qiymətli kağızların saxtalaşdırılması, manipulyasiyası, fırıldaqçılıq və s. halların aradan qaldırılmasına imkan verirdi. Müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarında birjaların tənzimləyici rolu müəyyən qədər qalsa da, onlar əsasən kommersiya təşkilatları formasında fəaliyyət göstərirlər. Azərbaycanda da Bakı Fond Birjası ilkin olaraq qeyri-kommersiya təşkilatı formasında yaradılsa da, sonralar kommersiya təşkilatına çevrilmişdir. Belə şəraitdə

ölkədə qiymətli kağızların peşəkar iştirakçılarının özünütənzimləmə qurumunun yaradılmasının əhəmiyyəti artır. Belə özünü tənzimləmə təşkilatlarının yaradılması və fəaliyyətinin tənzimlənməsi “Qiymətli kağızlar haqqında” qanunda əks olunur. Hazırda bu qanun qiymətli kağızlar bazasının peşəkar iştirakçılarının özünütənzimləmə təşkilatlarının tənzimlənməsini nəzərdə tutmur. Fikrimizcə, qeyd edilən qanunda özünütənzimləmə təşkilatlarının yaradılması və fəaliyyətinin tənzimlənməsi meyanizminin nəzərdə tutulması məqsədəuyğun olardı.

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

Ölkədə iqtisadi fəallığın səviyyəsinin qiymətləndirilməsi yollarından biri birja indeksinin formalaşdırılmasıdır. Birja indeksi ölkədə fəaliyyət göstərən və birjada lis tinqdən keçmiş şirkətlərin səhmlərinin qiyməti əsasında formalaşır. Bu indeks müəyyən qrup

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

indekslər ilk dövrlərdə ənənəvi indekslərdən fərqlənməlidir. Belə ki, hazırda bazarda ayrı-ayrı qiymətli kağızların stabil ticarəti formalaşmamışdır. Bu şəraitdə qiymətli kağızların qiyməti, dövriyyəsi və strukturu tez-tez dəyişir. Bu baxımdan, qeyd edilən amillərin təhrifini aradan qaldıran və Bakı Fond Birjasının elektron sistemində avtomatik hesablana bilən indekslərin formalaşdırılması məqsədəuyğun olardı. Belə indekslər ilk dövrlərdə iqtisadi fəallıq haqqında informasiya verməsə də, qiymətli kağızlar bazarındakı vəziyyəti qiymətləndirmək üçün zəruri informasiyanın daşıyıcısı ola bilər (Azərbaycan Respublikasının “Səhmdar cəmiyyətləri haqqında” qanun).

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

olacaqdır.

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

Son illərdə fond birjasında likvidliyin təmin edilməsi üçün market-meykerlərdən istifadə edilir. Market-meykerlər qiymətli kağızların alış və satış qiymətləri arasındakı fərqi müəyyən çərçivədə saxlamaq üçün ikili kotirovka təyin etməyi öz üzərinə öhdəlik götürmüş və bununla əlaqədar birja ilə müqavilə bağlamış iri dilerlərdir. Qeyd etmək lazımdır ki, birjada bazar ticarəti, məhdud (limitli) ticarət və şərtli ticarət üsullarından istifadə edilə bilər. Birjada sərbəst şəkildə həyata keçirilən ticarət bazar ticarəti adlanır. Alqı-satqısı müəyyən şərtlərlə baş verməli olan qiymətli kağızlar bazarının ticarəti şərtli ticarət adlanır. Market-meykerlər isə öhdəliklərinə götürdüyü qiymətli kağızlar üzrə alış qiyməti və satış qiyməti müəyyən etməklə həmin qiymətli kağızların qiymətlərinin sabitliyini təmin edirlər. Belə ki, market-meyker müəyyən növ qiymətli kağızı müəyyən etdiyi qiymətə alır, həmin qiymətli kağızı isə müəyyən qiymətə satır. Belə halda market-meykerlər izafi tələb yarandıqda izafi tələbi ödəmək üçün əlavə qiymətli kağız təklifini həyata keçirməklə, izafi təklif yarandıqda isə, dövrüyyəsini əhəmiyyətli azaltmağa və iştirakçılar arasında həm qiymətli kağızları, həm də pul vəsaitini əvəzləşdirməklə xərclərə əhəmiyyətli dərəcədə qənaət etməyə imkan verir. Depozitar və reyestr saxlayıcı fəaliyyətlərinin mərkəzləşdirilməsi klirinq fəaliyyətinin mərkəzləşdirilməsini və mərkəzi klirinq təşkilatının yaradılmasını tələb edir. Belə klirinq təşkilatının

mərkəzi depozitarla birlikdə fəaliyyəti həm birjadaxili, həm də birjadankənar əməliyyatların klirinqini aparmağa imkan verir. Birjadankənar ticarətlə bağlı klirinqin apanılması üçün klirinq təşkilatının üzvləri olan investisiya şirkətləri ilə mərkəzləşdirilmiş klirinq təşkilatı arasında müqavilə bağlana bilər. Bu müqavilə qiymətli kağızlarla əməliyyatın keçirilməsi olduğu müddətdə klirinq əməliyyatlarının şərtlərini tənzimlənməlidir. Bu əməliyyatları asanlaşdıran ən əsas amil investisiya şirkətləri ilə mərkəzi depozitar arasındakı əməliyyatların elektron sistemlə həyata keçirilməsi olacaqdır.

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

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

yarandıqda izafi tələbi ödəmək üçün əlavə qiymətli kağız təklifini həyata keçirməklə, izafi təklif yarandıqda isə, həmin qiymətli kağızları almaqla onların bazarını tənzimləyirlər. Fikrimizcə, satış qiyməti ilə alış qiyməti arasındakı fərqin azaldılması və qiymətli kağızlar bazannda stabilliyin təmin edilməsi baxımından market-meyker institutunun inkişaf etdirilməsi məqsədəuyğundur. Bununla yanaşı, belə fəaliyyətə dövlət nəzarətinin təmin edilməsi və market-meyker fəaliyyəti ilə məşğul olan dilerlərin qiymətli kağızlar bazarında manipulyasiya imkanlarını azaldan tədbirlərin həyata keçirilməsi vacibdir. Belə ki, təcrübə göstərir ki, bu sahədə manipulyasiya imkanları yüksəkdir. Məsələn, market-meyker alış sifarişi aldıqdan sonra əvvəlcə köhnə tarixlə qiymətli kağızları alıb sonra baha qiymətə sata bilər, özündən alıb özünə satmaqla bazarda dövriyyənin böyük olması haqqında təsəvvür yarada bilər, müəyyən qiymətli kağızla ticarətdə əsas mövqedə olan market-meyker bu mövqedən istifadə edərək malik olduğu informasiya əsasında əlavə gəlir əldə etməyə cəhd edə bilər və s. Bütün bunların qarşısının alınmasına yönəldilmiş tədbirlərdən biri market-meykerin apardığı əməliyyatlar üzrə hesablaşmaların hamısının klirinq təşkilatı vasitəsilə həyata keçirilməsi ola bilər (Azərbaycan Respublikasının “Qiymətli Kağızlar haqqında” qanun)

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı investisiya şirkətlərinin formalaşması üçün zəruri hüquqi və təşkilati mexanizmlərin formalaşmasını tələb edir. İnvestisiya şirkətlərinin broker, diler, investisiya təhlili, anderrayting və bu kimi digər funksiyaların həyata keçirilməsi üzrə potensiallarının artırılması, investisiyaların peşəkar idarə olunmasını təmin edən institusional investorların formalaşması ölkədə sərbəst maliyyə vəsaitlərinin səmərəli şəkildə səfərbər edilməsi və investisiya qoyuluşlarının maliyyələşdirilməsinə yönəldilməsi baxımından mühüm rol oynayır. Hazırda ölkədə qiymətli kağızlar

bazarının inkişafını məhdudlaşdıran amillərdən biri likvid vəsaitlərin məhdudluğu ilə bağlıdır. 2013-cü ildə ölkədə sərəncamda qalan gəlirlərin təqribən 45,5 faizi qənaət edilmişdir. Fikrimizcə, bu vəsaitlərin qiymətli kağızlar bazanna cəlb edilməsi üçün instutsional investorların inkişaf etdirilməsi zəruridir. Bir çox hallarda xarici investisiyanın cəlb edilməsinin zəruri şərti kimi yerli investorların mövcudluğu çıxış edir. Bu baxımdan, yerli instutsional investorların inkişaf etdirilməsi xarici investisiyanın cəlb edilməsi üçün əlavə imkanlar yaradır. İnstutsional investorlar maliyyə bazarlarında fərdi investitorlara nisbətən daha səmərəli investisiya qərarları vermək imkanlarına malikdir. Belə qərarların verilməsi onlann peşəkar komandaya malik olması ilə bağlıdır. Bundan başqa, onlar kiçik vəsaitləri səfərbər etməklə və ya daha iri maliyyə vəsaitlərə malik olmaqla qiymətli kağızlar bazannda apardıqlan əməliyyatlann xərclərini azaltmaq imkanlanna malikdir.

İnkişaf etmiş ölkələrdə pensiya fondları qiymətli kağızlar bazarının əsas iştirakçılardan biri olur. Bununla belə Azərbaycanda pensiya sistemində həyata keçirilən dəyişikliklər, o cümlədən fərdi uçot sistemində keçid gələcəkdə Sosial Müdafiə Fondunun sərbəst vəsaitlərinin yaranması üçün imkanlar yarada bilər. Bununla belə, ortamüddətli dövrdə pensiya fondlarının qiymətli kağızlar bazanın iştirakçısı olmaq imkanları məhduddur. Belə ki, 2014-cü ildə Sosial Müdafiə Fondunun büdcəsinin cəmi gəlirləri 2928, 5 mln. manata bərabər olmuşdur ki, bunun da 660,4 mln. manatı büdcədən maliyyələşən təşkilatlar və onlarda işləyənlərdən, 1142,0 mln. manatı isə dövlət büdcəsindən ayırmalar (transfert) hesabına formalaşmışdır. Göründüyü kimi, Sosial Müdafiə Fondunun xərclərinin təqribən 39,0 faizi dövlət büdcəsindən dotasiya hesabına maliyyələşdirilmişdir. Belə şəraitdə ortamüddətli dövrdə pensiya vəsaitlərinin qiymətli kağızlar bazannda maliyyə alətlərinə yerləşdirmək imkanları məhduddur.

Hazırda ölkədə kommersiya bankları investisiya şirkəti yaratmaqla, öz səhmlərini buraxmaqla və qısamüddətli qiymətli kağızlar bazarında aktiv iştirak etmələ qiyətli kağızlar bazarının inkişafında əhəmiyyətli rol oynayırlar. Bununla belə, bu iştirak qiymətli kağızlar bazanı vasitəsilə əlavə vəsaitlərin cəlb edilməsi məqsədi daşımır və kommersiya banklarının səhmlərinin çox kiçik hissəsi sərbəst dövriyyədədir. Həmçinin, kommersiya banklarının qiymətli kağızlar bazarında fəallığı əsasən inzibati amillərlə (Mərkəzi Bankın bankların nizamnamə kapitalının minimum həcmi artırmaq tələbi ilə) əlaqədar olmuşdur. Ortamüddətli dövrdə kommersiya bankları qiymətli kağızlar bazanın əsas iştirakçılardan biri kimi fəaliyyət göstərəcəklər. Birincisi, kommersiya bankları adətən Mərkəzi Bank məcburi ehtiyat normasını artırırdıqda, sərbəst pul vəsaitlərini azaldır, normanı azaltdıqda isə artırır. Bu baxımdan, kommersiya bankları riskləri azaltmaq üçün öz sərbəst vəsaitlərini likvid qiymətli kağızlar yerləşdirirlər. Çünki kommersiya banklarının nağd pul şəkildə saxladığı sərbəst ehtiyatlar gəlir gətirmirsə, likvid qiymətli kağızlar qoyulmuş vəsaitlər gəlir gətirir. Bu baxımdan, perspektivdə dövlət qiymətli kağızları və notlar bazarında kommersiya bankları aktiv rol oynamaları proqnozlaşdırılır. İkincisi, kommersiya bankları səhmdar cəmiyyəti formasında yaradıldığından son illərdə onların nizamnamə kapitalının minimum həcminə qoyulan tələblər onların əlavə səhm buraxılışını həyata keçirmələrinə səbəb olmuşdur. Fikrimizcə, bu proses gələcəkdə də davam edəcəkdir. Üçüncüsü, maliyyə bazanın əsas iştirakçıları kimi kommersiya bankları öz fəaliyyətlərini diversifikasiya etmələri üçün ölkədə yaradılan əsas investisiya şirkətlərinin təsisçiləri kimi çıxış edirlər. Bu baxımdan, dolay yolla olsa da kommersiya bankları gələcəkdə qiymətli kağız bazarının əsas iştirakçılarından biri kimi qalacaqlar.

Ölkədə fəaliyyət göstərən sığorta şirkətlərinin qiymətli kağızlar

bazarında fəaliyyəti əsasən öz səhmlərini bu bazarda yerləşdirməklə əlaqədar olmuşdur. Sığorta şirkətlərinin öz sərbəst vəsaitlərinin çox kiçik hissəsi qiymətli kağızlara yerləşdirilmişdir ki, bu qiymətli kağızların da emitenti əsasən onunla əlaqəli şirkətlər olmuşdur. Məsələn, 2014-cü ildə “AtaSığorta” ASC tərəfindən uzunmüddətli qiymətli kağızlara 1,2 mln. manat vəsait yerləşdirilmişdir ki, bu da onun pul vəsaitlərinin və onların ekvivalentlərinin cəmi məbləğinə nisbətə təqribən 6,5 faizi olmuşdur. Belə hal digər sığorta təşkilatlarında da mövcuddur və sərbəst vəsaitlərin aktivlərdə böyük paya malik olmasına baxmayaraq onların qiymətli kağızlara yerləşdirilməsi məhdud həcmdədir. Belə halın yaranmasının əsas səbəblərindən biri fond bazarmın aşağı likvidliyi, nisbətən yüksək gəlirli və likvid qiymətli kağızların məhdudluğuudur. Dövlət qiymətli kağızlarının gəlirliyinin aşağı olması da belə qiymətli kağızların sığorta təşkilatları üçün cəlbediciliyini azaldır. Bununla belə, gələcəkdə fond bazarının likvidliyinin artırılması və sığorta bazarmın inkişaf etdirilməsi şəraitində sığorta təşkilatlarının qiymətli kağızlar bazarında fəallığı arta bilər.

NƏTİCƏ

Buraxılış işində qiymətli kağızlar bazarmın yaranması, formalaşması və onun milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun nəzəri və praktiki məsələlərinin tədqiqi əsasında elmi-praktiki

əhəmiyyət kəsb edə bilən bir sıra nəticələr əldə edilmiş, təkliflər irəli sürülmüşdür ki, bunlara da aşağıdakılar aiddir:

1. Ölkədə maliyyə bazarlarının inkişafı mövcud iqtisadi resursların səmərəli istifadəsinə səbəb olur. Maliyyə vasitəçiləri miqyasdan qənaət və ixtisaslaşma hesabına sövdələşmə xərclərini əhəmiyyətli dərəcədə azaldır və kiçik vəsaitlərin bazara cəlb edilməsinə şərait yaradırlar. Bazarda likvid maliyyə alətlərinin formalaşması sövdələşmə xərclərini azaltmaqla maliyyə alətləri ilə ticarətin həyata keçirilmə vaxtı və yeri ilə əlaqədar çətinlikləri aradan qaldırır. Likvid kapital bazanın mövcudluğu sərbəst pul vəsaitlərinə malik iqtisadi subyektlərə asan satıla bilən səhm, istiqraz və s. kimi maliyyə alətlərini almaqla qeyri-likvid istehsal obyektlərinə investisiya qoymağa imkan verir. Maliyyə bazarlarının inkişafı isə məhdud iqtisadi resursları daha gəlirli sahələrə yönəltməklə bağlı çevik qərar vermək üçün əlverişli şərait yarada bilər.

Maliyyə bazarlarının funksiyalarına aşağıdakılar aiddir:

- maliyyə bazarı miqyasına görə kiçik olan pul vəsaitlərini riskə meyilli olmayan iqtisadi agentlərdən sahibkarların xeyrinə yenidən bölgüsünü həyata keçirir;

- maliyyə vasitəçiləri zəruri resursların səfərbər edilmə xərclərini azaltmaqla investisiyanın həyata keçirilməsində mövsümü amillərin təsirini azaldır, coğrafi baxımdan (regionlar, şəhərlər və s. üzrə) və müxtəlif kateqoriyalı borcalanlar üzrə faiz dərəcələrindəki fərqləri aşağı salır və nəticədə, investisiya qoyuluşunu stimullaşdırır,

- maliyyə institutları sənayeləşmə dövründə kapitalın ilkin ehtiyatının səmərəli bölgüsünü mümkün edir və texnoloji innovasiyaların yaranmasına səbəb olur.

2. Banklar öz risklərinə sərbəst vəsaitləri səfərbər edərək pul vəsaitlərinə ehtiyacı olanları kommersiya əsasında maliyyələşdirirlər. Bu

maliyyələşmə mexanizminin mühüm üstünlüklərindən biri, bankların müştərilərlə uzunmüddətli münasibətlərinin formalaşması hesabına onların borcalanlar haqqında ətraflı məlumatlar əldə etməsinə səbəb olmasıdır. Bu baxımdan, bankların sərbəst pul vəsaitlərinin sahibləri ilə borcalanlar arasında vasitəçilik etməsi informasiya assimetriyasını azaldır. Həmçinin, banklarla maliyyələşdirmə halında müştərilərinin maliyyə problemləri yarandıqda, faizlərin aşağı salınması və ya borcun restrukturizasiyasının həyata keçirilməsi asan olur. İnformasiya toplanması ilə bağlı peşəkar kadrların olması və bu işin təmərküzləşməsi fərdi borcverənlərə nisbətən bankların miqyasdan qənaət etmələrinə səbəb olur. Ölkədə bank sisteminin inkişafı ticarəti asanlaşdırır, kiçik sərbəst vəsaitlərin banklar tərəfindən cəlb edilməsi bu vəsaitlərin yerləşdirilməsi ilə bağlı əmanətçilərin risklərini aşağı salır. Bununla yanaşı, bankların müştərilərlə nisbətən uzunmüddətli əməkdaşlığı nəticəsində və müştərilərə nisbətən iri kreditlər verdiyindən, bir çox hallarda onların maliyyə vəziyyətlərinin pisləşdiyi halda belə bu müştəriləri maliyyələşdirməkdə davam edirlər. Bu hal isə, resursların bölgüsünün səmərəliliyini azalda bilər. Həmçinin, bankların firmalarda korporativ idarəetmə səviyyəsinə təsiri qiymətli kağızlar bazarına nisbətən aşağı olur. Qiymətli kağızlar bazasında isə firmaların qiymətli kağızları ilə ticarət aparan çoxlu sayda investisiya şirkətləri informasiyanın yayılmasına və bununla da firma üzərində daha böyük xarici nəzarətin təmin olunmasına səbəb olur. Həmçinin, qiymətli kağızlar bazasının inkişafı firmaların qovuşması və birləşməsini asanlaşdırmaqla milli iqtisadiyyatda miqyasdan qənaətə nail olmağa və iqtisadi səmərəliliyi yüksəltməyə imkan verir.

3. Ölkədə qiymətli kağızlar bazasının inkişafına müxtəlif amillər təsir göstərir. Bunlardan birincisi, ölkədə bazar münasibətlərinin inkişafı ilə bağlıdır. Ölkədə iqtisadi qərarların qəbulu mexanizminin

inkişafi və qeyri-mərkəzləşdirilmiş qərar vermək ənənələrinin formalaşması qiymətli kağızlar bazarmın inkişafına ciddi şəkildə təsir göstərir. Ölkədə kapitalın mərkəzləşdirildiyi və mülkiyyətin strukturunda iri sahibkarların üstünlük təşkil etdiyi şəraitdə qiymətli kağızlar bazasının inkişaf imkanları məhdud olur. Buna həmçinin ölkədə fəaliyyət göstərən firmaların ölçüsü də təsir göstərir. Kiçik və orta firmalar nisbətən kiçik sayda payçılara məxsus olur. Belə firmaların ictimaiyyət üçün maliyyə hesabatlarının və digər informasiyanın açıqlanmasına dair öhdəlikləri məhdud olur. Qiymətli kağızlar bazasının inkişafına ölkədə formalaşmış ənənələr də əhəmiyyətli dərəcədə təsir göstərir. Belə ki, nisbətən qapalı mülkiyyətə üstünlük verən, şərik fəaliyyətə üstünlük verilməyən cəmiyyətlərdə qiymətli kağızlar bazarı zəif inkişaf edir.

Bank sektorundan fərqli olaraq qiymətli kağızlar bazasının fəaliyyətini təmin edən infrastruktur nisbətən mürəkkəb və çoxsahəli olur. Bu, qiymətli kağızların uçotunu, köçürülməsini, onlara və onları buraxan emitentlərə xüsusi tələblərin müəyyən edilməsini və bazar iştirakçılarının bu tələblərə riayət etməsinə nəzarəti həyata keçirməyi və s. tələb edir. Belə halda informasiyanın açıqlanmasının mühüm əhəmiyyəti vardır. Buna görə də, qiymətli kağızlar bazasının inkişafının zəruri şərtlərindən biri qiymətli kağız buraxan emitentlərin özlərinə dair informasiyanı açıqlamalarının aydın qaydalının olmasıdır.

4. Qiymətli kağızlar bazasının inkişafı firmaların iri layihələri maliyyələşdirmələri üçün həm xüsusi, həm də borc vəsaitlərini cəlb etmələri üçün geniş imkanlar verir. Belə şəraitdə, firmalar xüsusi vəsaitlərlə borc vəsaitlərinin optimal nisbətini seçmək imkanı əldə edirlər. Həmçinin, qiymətli kağızların qiyməti qiymətli kağızların emitenti ilə bağlı informasiya əsasında formalaşır. Belə halda, qiymətli kağızlar bazasının inkişafı resursların daha səmərəli bölgüsünə və səmərəli investisiya qərarlarının verilməsinə səbəb olur. Bu amil

qiymətli kağızlar bazarının bank sektoruna nisbətən üstünlüyünü müəyyən edir. Belə ki, qiymətli kağızlar bazasında firmalann informasiyanı açıqlamaq zərurəti bu informasiyanın yayılmasına və daha səmərəli investisiya qərarlarının verilməsinə səbəb olur. Banklar isə informasiyam yalnız özləri alırlar və bu informasiya əsasında yalnız özləri qərar verirlər. Həmçinin, qiymətli kağızlar bazarı firmalann fəaliyyətinin səmərəliliyinə müvafiq olaraq reaksiya verərək, faktiki olaraq firmalann menecmenti üzərində nəzarət funksiyalarını həyata keçirirlər.

İnflyasiya nisbətən yüksək olduqda əmanət sahibi uduzur, kredit alan udur, qiymətli kağız sahibləri isə bu halda daha az zərərlə qaşılaşa bilirlər. Bununla belə, makroiqtisadi şoklar zamanı bank əmanətlərinə nisbətən qiymətli kağızların qiymətləri kəskin şəkildə aşağı düşür, iqtisadi fəallıq dövründə isə qiymətli kağızların qiyməti artır. Bu baxımdan, bank əmanət və kreditlərinə nisbətən qiymətli kağızların qiyməti makroiqtisadi şoklara daha həssas olurlar.

İSTİFADƏ OLUNMUŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI

1. Azərbaycan Respublikasının “Qiymətli Kağızlar haqqında” qanun
2. Azərbaycan Respublikasının “Səhmdar cəmiyyətləri haqqında” qanun

3. Azərbaycan Respublikasının “İnvestisiya fondları haqqında” qanun
4. Cəbiyev R.M. “Azərbaycanda bazar infrastrukturunun formalaşması və inkişafı”. Bakı 2000.
5. A.Kərimov, A.Babayev.” Qiymətli kağızlar bazarı”. Dərslik. Bakı 2003.
6. A.Abbasov. “Azərbaycanda maliyyə bazarının formalaşması və bazar
7. iqtisadiyyatında maliyyə-kredit sisteminin problemləri”. Bakı 2003
8. A.Abbasov. “Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişaf perspektivləri”.Bakı 2005.
9. A.Abbasov. “Qiymətli kağızlar və onlarla əməliyyatlar”.Dərslik.Bakı 2007
10. N.Novruzov, X.Hüseynov.”Maliyyə”. Dərslik. Bakı 2007.
11. R.Əsgərova. “Pul, kredit və banklar”. Dərslik. Bakı 2007.
12. K.Şahbazov - Maliyyə resusları və maliyyə bazarı, B.2005
13. Qiymətli kağızlar bazarı (normativ sənədlər toplusu), B.2000
14. Kərimov A.E., Babayev A.A. “Qiymətli kağızlar bazarı” Bakı 2003.
15. Адекепов Т. «Ванки и фондовой рынок» 1997
16. Вердпикова Т.В. «Рынок ценных бумаг и биржевое дело» 2002
17. Т.Бердикова - Рынок ценных бумаг и биржевое дело, М.2006
18. М.Агарков - Учение о ценных бумаг, М.2006

19. Т.Бредников - Рынок ценных бумаг и биржевое дело, М.2000
20. А.Каратуев - Ценные бумаги: виды и разновидности, М.2007
21. Е.Семенкова - Операции с ценными бумагами, М.2002
22. В.Никифорова - Торговые системы рынка ценных бумаг, М.2000
23. В. Галанов - Биржевое дело, М.2005
24. А.Фельдман - Государственные ценные бумаги, М.2004
25. <http://transparency.az>
26. <http://unec.edu.az>