

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİLNAZİRLİYİ
AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ
BEYNƏLXALQ MAGİSTRATURA VƏ DOKTORANTURA MƏRKƏZİ

**“Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemlərin
həlli yolları”
mövzusunda**

MAGİSTR DİSSERTASİYASI

Məsumə Talıbova Vəli qızı

BAKI - 2019

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİLNAZİRLİYİ
AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ
BEYNƏLXALQ MAGİSTRATURA VƏ DOKTORANTURA MƏRKƏZİ

BMDM-in direktoru
i.ü.f.d., dos. Əhmədov Fəriz Saleh

Təsdiq edirəm

_____ (imza)
“ ___ ” _____ 20__ -ci il

“Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemlərin həlli yolları” mövzusunda

MAGİSTR DİSSERTASIYASI

İxtisasın şifri və adı: 060401 Dünya İqtisadiyyatı

İxtisaslaşma: Beynəlxalq maliyyə və valyuta-kredit münasibətləri

Qrup: 870

Magistrant
Məsumə Talıbova Vəli qızı

_____ imza

Elmi rəhbər
i.e.d., prof. Kərimli İrşad Abdul oğlu

_____ imza

Magistr proqramının rəhbəri
i.ü.f.d., Nəcəfova Kəmalə Akif qızı

_____ imza

Kafedra müdiri
i.e.d., prof. Kəlbiyev Yaşar Atakəşi oğlu

_____ imza

BAKİ - 2019

"Ways of Solving Problems of Investors' Financial Assets in Azerbaijan"

Abstract

Actuality of the research: Investments in the country are the key driving force of the economy and can stimulate the development of all sectors. From this point of view, the development of the country's investment climate, improving infrastructure, creating favorable conditions for investors, attracting foreign investment, and increasing the financial assets of investors are important steps towards economic development.

Purpose of the research: The main purpose of the research is to investigate the problems faced by investors in Azerbaijan and to create a modern, multifunctional and transparent investment climate that will lead to high economic growth. The main task in this direction is to make a positive contribution to the problem solving, based on objective assessment of the problems and the results-based analysis.

Research methodology: economic statistics, statistical grouping, comparative economic analysis.

Database of the research: Data from Baku Stock Exchange, Financial Market Supervisory Authority of the Republic of Azerbaijan, State Statistical Committee, articles by local and foreign researchers, annual reports of the Center for Analysis of Economic Reforms and Communication, World Bank, International Monetary Fund.

Research limitations: Obtaining individual opinions on the problems faced by foreign investors in financial assets in Azerbaijan.

Results of the research: Problems faced by investors in financial assets are identified including majority of existing tariffs and required documents in the stage of entering to the market, incompleteness of the differential approach to the type of assets and the market segment, lack of incentives for listing and lack of tax incentives, weak integration into foreign markets, legal restrictions on the activities of credit institutions in the financial markets

Scientific-practical significance of the results- lies under the fact that the problems of financial markets faced in recent years have been addressed, and the ways of solving these problems as a result of identifying the need for further development measures have been summarised taking into account the effectiveness of the reforms implemented in this direction.

Keywords: investment, financial markets, financial assets, stocks, bonds, loans.

İXTİSARLAR VƏ İŞARƏLƏR

AZIP	Real Vaxt Rejimində Banklararası Milli Hesablaşmalar sistemi
BFB	Bakı Fond Birjası
MDM	Milli Depozit Mərkəzi
İTKM	İqtisadi İslahatların Təhlili və Kommunikasiya Mərkəzi
IOSCO	Beynəlxalq Qiymətli Kağızlar Komissiyası

MÜNDƏRİCAT

GİRİŞ.....	4
I FƏSİL	İNVESTORLARIN MALİYYƏ AKTİVLƏRİNİN NƏZƏRİ-KONSEPTUAL MƏSƏLƏLƏRİ.....
1.1.	İnvestisiya və investorların maliyyə aktivləri anlayışlarının elmi-nəzəri əsasları..... 11
1.2.	İnvestisiyaların və investorların maliyyə aktivlərinin təsnifatı... 20
1.3.	İnvestisiya yatırımlarının hüquqi əsasları və onlardan istifadə imkanları..... 27
II FƏSİL	AZƏRBAYCANDA İNVESTORLARIN MALİYYƏ AKTİVLƏRİNİN MÖVCUD VƏZİYYƏTİNİN TƏHLİLİ VƏ QİYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ.....
2.1.	Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin mövcud vəziyyətinin təhlili..... 31
2.2.	Beynəlxalq reyting agentlikləri tərəfindən Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qiymətləndirilməsi..... 49
III FƏSİL	AZƏRBAYCANDA İNVESTORLARIN MALİYYƏ AKTİVLƏRİNİN GÜCLƏNDİRİLMƏSİ QARŞISINDA DURAN ƏSAS PROBLEMLƏR VƏ ONLARIN MÜMKÜN HƏLL YOLLARI
3.1.	İnvestorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı əsas problemlər və onların həlli istiqamətində aparılmış islahatlar..... 56
3.2.	Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin artırılması və gücləndirilməsi istiqamətlərinin təkmilləşdirilməsi..... 60
NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR.....	73
İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT.....	79
Əlavələrin siyahısı.....	83
Cədvəllərin siyahısı.....	84
Şəkillərin siyahısı.....	84
Qrafiklərin siyahısı.....	84
Diaqramların siyahısı.....	85

Giriş

Mövzunun aktuallığı: İntestisiya anlayışı hələ kapitalizmin yeni yarandığı zamanlardan formalaşmışdır. Bu anlayış makroiqtisadi ekosistemin strateji komponentidir. İntestisiyaların həcmi birbaşa milli gəlirin həcminə, bundan irəli gələrək sosial rifaha, məşğulluğa və digər iqtisadi göstəricilərə təsir edir. Ümumən bu anlayış ölkənin rifahına birbaşa təsir göstərən faktor olaraq hər bir ölkənin iqtisadi-siyasətinin başlıca prioriteti olmaqdadır. Ölkəyə yatırılan investisiyalar iqtisadiyyatın əsas hərəkətverici qüvvəsi olub bütün sektorların inkişafına stimül yaratmağa qadirdir. Məhz bu baxımdan iqtisadi inkişaf makroiqtisadi səviyyədə həm daxili, xüsusən isə xarici investisiyaların həcmindən aslıdır. Ölkənin investisiya mühitinin inkişafı, infrastrukturunun yaxşılaşdırılması, investorlar üçün əlverişli şəraitin yaradılması xarici investisiyaların cəlb edilməsi və investorların maliyyə aktivlərinin artırılması iqtisadi inkişaf istiqamətində atılan mühüm addımlardandır.

Ölkənin investisiya cəlb ediciliyinin artırılması, investisiyalar üçün əlverişli mühitin formalaşdırılmasının daha da inkişaf etdirilməsi ölkə iqtisadiyyatı üçün böyük əhəmiyyətə malik olmaqla ümumi iqtisadi inkişafa öz töhfəsini verir. Bu baxımdan dayanıqlı iqtisadi inkişafa gedən yolda investisiya qoyuluşlarının artırılması investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemlərin aradan qaldırılması və qlobal investisiya meyillərinin araşdırılaraq daxili bazarın bu tələblərə uyğunlaşdırılmasının təmin edilməsi qarşıda duran əsas prioritetlərdəndir. Uyğun coğrafi mövqe, ucuz əmək ehtiyatları, sürətlə inkişaf edən infraqurktura və zəngin təbii resurslara sahib olan ölkəmizin buna rəğmən xarici investisiyaların cəlbi baxımından yüksək olmayan statistik göstəriciləri bu mövzunun araşdırılmasını, mövcud şəraitin qiymətləndirilməsi, mövcud problemlərin təyin edilməsini və həlli yollarının seçilməsini zəruri edərək Azərbaycan üçün də aktuallığını bir daha sübut edir.

İntestisiya axınlarının cəlb edilməsi istiqamətində daxili infraqurkturun beynəlxalq standartlara uyğun formalaşması, əlverişli biznes mühitinin və özəl

sahibkarlığın inkişafına xüsusi diqqətin ayrılması vacib olan və stimullaşdırılması tələb olunan məsələlərdəndir.

Problemin qoyuluşu və öyrənilmə səviyyəsi: Araşdırma işində Azərbaycan iqtisadiyyatına investisiya qoyuluşlarının illər üzrə dəyişmə dinamikası, investorların maliyyə aktivlərinin strukturu və son 5 il üzrə bazarda baş verən dəyişiklikləri əks etdirən statistik göstəricilər təhlil edilmişdir. Azərbaycanda qiymətli kağızların bazara çıxarılması zamanı qarşıya qoyulmuş tələblər, çəkilən xərclər, eyni zamanda təşviqedici tədbirlər, vergi güzəştləri dünya təcrübəsində mövcud analoji nümunələrlə müqayisə olunaraq tədqiq edilmişdir. Mövcud qanunvericilik aktları və qaydalarda bazarın inkişafına mane olan məsələlər qabardılmış və dəyişdirilməsi tövsiyyə olunan formatda, təkliflər şəklində təqdim edilmişdir. Investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı digər problemlərə də toxunulmuş, müxtəlif həll yolları təklif olunmuşdur.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri: Tədqiqatın əsas məqsədi Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemləri araşdıraraq aradan qaldırmaq və yüksək iqtisadi inkişafa gətirib çıxaracaq müasir, çoxfunksional və şəffaf investisiya mühitinin yaradılmasıdır. Bu istiqamətdə əsas vəzifə problemlərin obyektiv qiymətləndirilməsi və nəticəyönümlü analizlərə əsaslanaraq problemlərin həlli üçün müsbət töhfə verməkdir.

Tədqiqatda dövlətin investisiya siyasətinin dünya təcrübəsinə nəzərən təkrar qiymətləndirilməsi və restrukturizasiya olunması, mövcud investisiya mühitinin və infrastrukturunun, maliyyə bazarlarının və alətlərinin, həmçinin, maliyyə aktivlərinin idarəetmə mexanizmlərinin, institusional strukturunun daha da inkişaf etdirilməsi və nəzarət sistemlərinin fəaliyyətinin yaxşılaşdırılması istiqamətində tətbiqi faydalı olaraq qiymətləndirilə bilər.

Tədqiqatın obyektı və predmeti: Tədqiqatın obyektini Azərbaycanın investisiya mühiti və Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemlərin həlli yolları təşkil edir. Tədqiqatın predmeti kimi isə Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemlərin həlli yollarının genişləndirilməsi və effektivliyinin artırılması imkanlarının araşdırılması çıxış edir.

Tədqiqat metodları: Tədqiqat işində iqtisadi statistik, statistik qruplaşdırma, müqayisəli iqtisadi təhlil, müşahidə metodlarından istifadə edilmişdir.

Tədqiqatın informasiya bazası: Tədqiqatın nəzəri və metodoloji əsaslarını investisiyaların tarixi, müxtəlif iqtisadi məktəblərin investisiyalara dair yanaşmaları və nəzəri anlayışlarının mərhələli şəkildə rekonstruksiyası, müasir dövrdə investisiya və bu fəaliyyətin əsas nəzəri anlayışları təşkil edir. Həmçinin, investisiya mühitinin qanunvericilik baxımından xarakteristikası, hüquqi çərçivəsinin miqyası da tədqiqat işinin hüquqi baxımdan nəzəri əsaslarını əks etdirir. Tədqiqat zamanı Azərbaycan Respublikasında və dünya praktikasında investisiyalara yönəldilmiş maliyyə aktivlərinin idarə olunmasını əks etdirən Qaydalar, Azərbaycan Respublikasının qanunları, normativ-hüquqi aktları, Azərbaycan Respublikası Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatasının və digər müvafiq iqtisadi və maliyyə sektorunun qurumlarının investisiyalara və investorların maliyyə aktivlərinə dair məlumatları əks etdirən rəy və hesabatları və s. təhlil edilmişdir.

Tədqiqatın məhdudiyyətləri: Bu mövzuda keyfiyyət göstəricilərini göstərən statistik məlumatların olmaması, investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemləri qiymətləndirmək üçün ehtimallar üzərindən qiymətləndirmə aparılmasına səbəb olmuşdur.

Nəticələrin elmi-praktiki əhəmiyyəti: Tədqiqatın elmi yeniliyi son dönmə maliyyə bazarlarındakı vəziyyətin təhlil edilərək problemlərin önə çıxarılması, bu istiqamətdə aparılmış islahatların nəticəyönümlülüyünün tədqiq olunması və daha hansı tədbirlərin görülməsinə ehtiyacın olmasının müəyyənləşdirilməsi nəticəsində ölkədə investorların maliyyə aktivlərinin qarşısında duran problemlərin aradan qaldırılması istiqamətində aktual həll yollarını özündə cəmləşdirməsidir.

Mövzu ilə əlaqədar Bakı Fond Birjasının, Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatasının, Dövlət Statistika Komitəsinin məlumatlarından, yerli və xarici tədqiqatçıların məqalələrindən, İqtisadi İslahatların Təhlili və Kommunikasiya Mərkəzinin, Dünya Bankı, Beynəlxalq Valyuta Fondu və Asiya İnkişaf Bankının hesabatlarından istifadə edilmişdir.

Tədqiqatın nəticələrindən investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması, investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemlərin həll edilməsi istiqamətində istifadə oluna bilər.

Dissertasiya işinin strukturu və həcmi: Dissertasiya giriş, 3 fəsil, 7 paraqraf, nəticə, təkliflər, ədəbiyyat siyahısı və xülasə ilə birgə 90 səhifədən ibarətdir.

Araşdırma işinin ilk fəslində investisiya və investorların maliyyə aktivləri anlayları, investisiya qoyuluşlarının növlərinin, obyekt və subyektlərinin, ümumi aktivlərin və ayrıca maliyyə aktivlərinin təsnifatı, investisiya fəaliyyətinin hüquqi-metodoloji çərçivəsi barədə məlumatlar öz əksini tapmışdır.

İkinci fəsildə Azərbaycanın mövcud investisiya mühitində investorların maliyyə aktivlərinin analizi, statistik rəqəmlərdən istifadə etməklə, həmçinin beynəlxalq reyting agentliklərinin rəyləri diqqətə alınmaqla müqayisəli şəkildə aparılaraq hazırkı vəziyyət təhlil edilmişdir. Beynəlxalq təcrübədən yararlanaraq isə ən yaxşı təcrübələr nəzərə alınmaqla orta meyarlar nəzərə alınmaqla Azərbaycanda tətbiqi istiqamətləri araşdırılmışdır.

Üçüncü fəsildə təhlil zamanı aşkarlanmış problemlər qabardılaraq onların həlli üçün ən səmərəli yollar araşdırılmış, bu sahədə aparılmış islahatlar təhlil edilmiş, onların problemlərin həlli və ümumən bazarın inkişafına təsirləri qiymətləndirilmiş və əlavə olaraq ehtiyac duyulan islahat tədbirləri təklif şəklində öz əksini tapmışdır. Sonda isə tədqiqatın aparılması əsnasında əldə olunmuş nəticələr qeyd olunmuş və bu istiqamətdə müvafiq təkliflər formalaşdırılmışdır.

I FƏSİL. İNVESTORLARIN MALİYYƏ AKTİVLƏRİNİN NƏZƏRİ- KONSEPTUAL MƏSƏLƏLƏRİ

1.1 İnvestisiya və investorların maliyyə aktivləri anlayışlarının elmi- nəzəri əsasları

İnvestisiya (ing. investment) — maddi və ya sosial səmərə əldə etmək üçün sahibkarlıq və ya digər istiqamətlərə maliyyə, maddi və ya intellektual yatırımın qoyulmasıdır. Yatırımlara pul vəsaiti, paylar, səhmlər, kreditlər, məqsədli bank əmanətləri və s. aiddir. İnvestisiyalar iqtisadi nəzəriyyənin yığım anlayışı ilə bənzər fikir formalaşdırsa da yığım və investisiyalar arasında müəyyən mahiyyət və struktur baxımından fərqlər mövcuddur. Belə ki, yığımlar iqtisadi münasibətlər sistemində əsasən istehlakçılar tərəfindən toplanır, investisiyalar isə biznes mühitinin qarşı tərəfdəki subyektləri olan istehsalçılara xas fəaliyyət hesab olunur. Yığımlar investisiyalara çevrilə də bilər, sadəcə yığım olaraq saxlanılıb daha sonra xərclənə də bilər. Beləliklə biz investisiyaları yığımlardan qaynaqlanan və gələcəkdə qazanc gətirəcək daha faydalı xarakterə malik fəaliyyət kimi adlandırma bilərik.

İnvestisiya prosesləri iqtisadi inkişafın əsasını təşkil edir. Belə ki, investisiya fəaliyyəti nəticəsində yeniliklər, layihələr işlənib hazırlanır, daha sonra həyata keçirilir. Bu proses əsaslı qoyuluşların təhlilini, planlaşdırılmasını və idarə edilməsini özündə birləşdirən vahid kompleks şəkildə işləyir. İnvestisiya mənfəət əldə etmək məqsədilə istifadə olunan dəyərlərin bütövlükdə toplusudur. Yəni, yalnız şəxsi məqsədlə deyil, eyni zamanda dövlətin mənafeyi üçün həyata keçirilən fəaliyyət növü hesab olunur.

İnvestisiyalara dair müxtəlif yanaşmalar mövcuddur. Ənənəvi nəzəriyyələrə neoklassik, neokeyns və marksist konsepsiyalarını aid etmək olar. Müasir nəzəriyyələrə isə investisiyaların maliyyə və mənfəət nəzəriyyələri, çevik sürətləndirmə (akselerator) nəzəriyyəsi, portfel investisiyalar nəzəriyyəsi, Tobinin q nəzəriyyəsi və s. aiddir.

Merkantilizim bu sahədə olan ilkin elmi istiqamətdir. Merkantilizmin tərəfdarları xəzinə yığımının xalqın başlıca məqsədi olmadığını anlayırdılar,

baxmayaraq ki onlar investisiya sözündən istifadə etmirdilər. Merkantilistlər hesab edirdilər ki, xəzinənin artırılması və iqtisadiyyatdakı zəifliklərin ortadan qaldırılması üçün pulun istehsalat sahələrinə investisiya edilməsi mühüm amillərdən biridir.

İnvestisiya əməliyyatları Fiziokratlar tərəfindən daha dəqiq analiz edilmişdir. Fiziokratlar yalnız əkinçilikdə sərf olunan kapitalın məhsuldar formasını investisiya olaraq qəbul edirdilər. Kapital məfhumunu iqtisadi nəzəriyyəyə ilk dəfə təqdim edənlər məhz fiziokratlar olmuşdur.

Adam Smitin – Klassik iqtisadi nəzəriyyənin yaradıcısının fikrincə, xalqın zəhmətinin illik yekununun artırılmasının iki üsulu var : məhsuldarlığın artırılması və işçilərin sayının artırılması ilə. Hər iki üsul - maşın və avadanlıqların inkişaf etdirilməsi və yeni iş yerlərinin qurulması əlavə kapitalla ehtiyac yaradır. Bununla da A.Smit xalqın var-dövlətinin artımı ilə kapitalın milli səviyyədə artımını birbaşa olaraq əlaqələndirir.

Digər alim və iqtisadçılarla yanaşı alman filosofu və iqtisadçısı Karl Marks kapital haqqında təlimlərində investisiya nəzəriyyəsini inkişaf etdirmişdir.

Qeyd olunan nəzəriyyədə investisiya əməliyyatları ictimai və fərdi səviyyədə fərqləndirilmiş, əməliyyatların məqsədi və məzmunu təyin edilmiş, məcmu ictimai məhsulun satışı nəzəriyyəsi çərçivəsində istehsal vasitələrinin istehsal həcmi ilə onlara tələbat (pulla ifadə edilmiş) arasında qarşılıqlı əlaqə müəyyən edilmişdir.

Yeni nəzəriyyələrə misal olaraq isə Çevik Sürətləndirmə Nəzəriyyəsi, yaxud İnvestisiyada Geriləmələr nəzəriyyəsini göstərmək olar. Bu nəzəriyyə əsas kapitalın nizamlanması modeli kimi də tanınır. Çevik sürətləndirmə nəzəriyyəsi müxtəlif formalarda Chenery, Goodwin, Koyck və Junankar tərəfindən işlənilib hazırlanmışdır.

Junankar məhsul və əsas kapital arasında nizamlanmadakı geriləmələr haqqında fikir irəli sürmüşdür. O bunu müəssisə səviyyəsində izah edərək daha sonra ümumiləşdirilmiş səviyyəyə tətbiq etmişdir. Fərz edək ki, məhsula tələbdə artım var. Buna cavab vermək üçün ilk növbədə müəssisə öz inventarından, daha sonra isə öz əsas (nizamnamə) kapitalından daha intensiv şəkildə istifadə edəcək.

Əgər məhsula tələbdəki artım böyük olarsa və bu tələb müəyyən müddətə davam edərsə, o zaman müəssisə əsas kapitalla tələbini artıracaq. Bu qərar qəbulunda geriləmə adlanır.

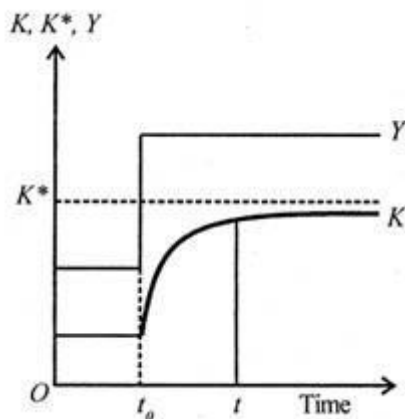
Kapital maliyyə kapital bazarında asanlıqla əlçatan və həddən artıq səviyyədə olmadığından, kapitalın alınması üçün maliyyənin əldə edilməsində maliyyə geriləməsi yaşanır. Eyni zamanda, kapitalın sifarişi və onun çatdırılması arasında çatdırılma gecikməsi baş verir.

Nəzərə alaq ki, “ayrı-ayrı müəssisələrin qərar vermə və çatdırmada gecikmələri fərqlidir və daha sonra ümumilikdə tələbdə artımın əsas kapitalla təsiri zamanla paylanır”. Bu o deməkdir ki, t zaman müddətində əsas kapital məhsulun bütün əvvəlki səviyyələrindən asılıdır, yəni,

$$K_t = f(Y_t, Y_{t-1}, \dots, Y_{t-n}).$$

Bu Şəkil 1-də təsvir olunur. Burada t_0 müddətində əsas kapital və məhsul səviyyəsi arasında sabit əlaqə vardır. Məhsula olan tələb artdıqda, əsas kapital qərarvermə və çatdırma gecikmələrindən sonra məhsulun əvvəlki səviyyələrindən asılı olaraq tədricən artır (K əyrisində göstərilədiyi kimi). Məhsulda artım T əyrisi ilə göstərilir. Nöqtəli xətt K optimal əsas kapital olub, t müddətində K əsas kapitalı bərabərləşdirir (P.N.Junankar “Investment: Theories and Evidence”, 1972).

Şəkil 1.Çevik sürətləndirmə nəzəriyyəsində kapital və zamanın asılılığı



Mənbə: P.N.Junankar “Investment: Theories and Evidence”

Sürətləndirmə nəzəriyyələri müəssisələrin investisiya qərarlarında kapital xərcinin rolunu nəzərə almırlar. Bunu nəzərə alan digər nəzəriyyə investisiyanın

maliyyə nəzəriyyəsidir. Bu nəzəriyyə Ceyms Duesenberri tərəfindən işlənib hazırlanmış və investisiyanın kapital xərci nəzəriyyəsi kimi də adlanır.

Sürətləndirmə nəzəriyyələrinin alimlərinin fikrincə bazar faizi dərəcəsi müəssisələr üçün kapital xərcini əks etdirir ki, bu da investisiyanın məbləği ilə dəyişmir. Bu o deməkdir ki, qeyri –məhdud vəsaitlər müəssisə üçün bazar faiz dərəcəsi ilə mövcuddur.

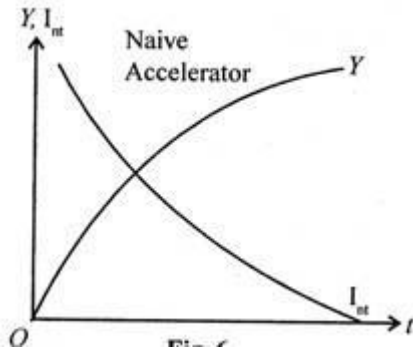
Başqa sözlə, vəsaitlərin müəssisəyə təchizi çox elastikdir. Reallıqda, vəsaitlərin qeyri-məhdud təchizi istənilən zaman müddətində bazar faiz dərəcəsi ilə müəssisə üçün əlçatan deyil. İntestisiya xərcləmələri üçün daha çox vəsait tələb olduğundan, vəsait xərci (faiz dərəcəsi) artır. İntestisiya xərclərini maliyyələşdirmək üçün müəssisə mövcud istənilən faiz dərəcəsi ilə bazardan borc götürə bilər.

Duesenberri qeyd edir ki, “yeni səhmlərin buraxılması ilə maliyyələşdirmənin xərci adətən iri müəssisələr üçün 7 – 10 faiz olmaqla, adi qaydadır. Bura yerləşdirmə xərcləri, üstəgəl emissiya nəticəsində mövcud səhmlərin dəyərində hər hansı azalma daxildir. Fərqlilik istiqrazların və səhmlərin maliyyələşdirilməsinin fərqli vergi rejimi ilə daha da artır.”

Digər müasir nəzəriyyə İntestisiyanın Mənfəət Nəzəriyyəsidir. Mənfəət nəzəriyyəsi mənfəəti, xüsusilə də, bölüşdürülməmiş mənfəəti maliyyə investisiyası üçün daxili vəsait mənbəyi kimi nəzərdən keçirir. İntestisiya mənfəət, mənfəət də öz növbəsində gəlirdən asılıdır. Bu nəzəriyyədə mənfəət cari və yaxın keçmişdəki mənfəət səviyyəsi ilə əlaqəlidir.

Beləliklə, əgər mənfəət yüksək olarsa, bölüşdürülməmiş (təkrar investisiya olunan) qazanc da yüksək olacaqdır. Buna görə də, müəssisələr öz əlavə mənfəətlərini bankda saxlamaq əvəzinə, təkrar investisiya etməyə üstünlük verirlər və bu məqsədlə də qiymətli kağızlar satın alır, yaxud səhmdarlara dividendlər verirlər. Əks təqdirdə, əgər mənfəətləri düşərsə, onlar öz investisiya layihələrini kəsməli olurlar. Bu mənfəət nəzəriyyəsinin likvidlik versiyasıdır (S.Mohamed “Macroeconomic theories of investment and development of a New Economic Theory”,

Şəkil 2.Mənfəət nəzəriyyəsində gəlir və zamanın asılılığı



Mənbə: S.Mohamed “Macroeconomic theories of investment and development of a New Economic Theory”

Nobel mükafatı laureatı iqtisadçı *Ceyms Tobin investisiyanın q nəzəriyyəsini* təklif etmişdir. Bu nəzəriyyə müəssisənin investisiya qərarını fond birjasında (səhm bazarında) enib- qalxmalar ilə əlaqələndirir. Əgər müəssisə investisiya qoyuluşu üçün səhm bazarında öz səhmlərini buraxmaqla şəxsi kapitalı hesabına maliyyələşdirmə həyata keçirirsə, onun səhm qiymətləri müəssisənin investisiya qərarlarını əks etdirir.

Müəssisənin investisiya qərarları “Tobinin q-si” adlanan aşağıdakı əmsaldən asılıdır:

$$q = \text{Əsas kapitalın Bazar Dəyəri} / \text{Kapitalın Əvəzlənmə Xərçi}$$

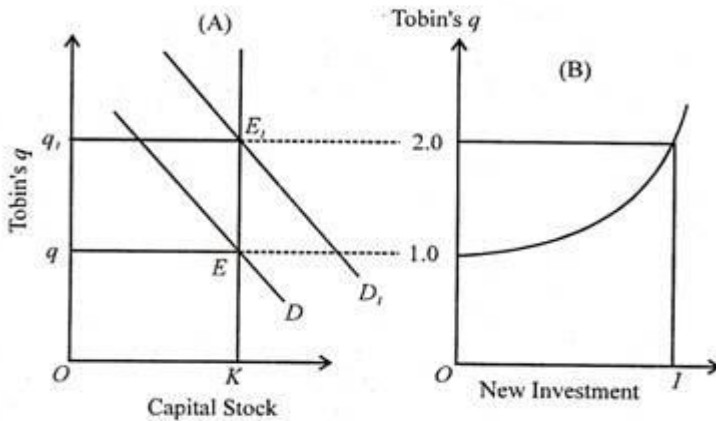
Müəssisənin əsas kapitalının numeratorda(sayğacda) bazar dəyəri onun fond birjası tərəfindən müəyyən edilən qaydada kapitalının dəyəridir. Müəssisə kapitalının denominatorda əvəzləmə qiyməti mövcud əsas kapitalın bugünkü qiymətlərlə satın alındığı təqdirdə, faktiki qiymətidir. Beləcə, Tobinin q nəzəriyyəsi müəssisənin maliyyə aktivlərini (onun səhmlərinin bazar dəyərini) onun real kapitalının (səhmlər) əvəzləmə xərcləri ilə əlaqələndirməklə xalis investisiyanı izah edir.

Tobinə görə, xalis investisiya q- nin ($q > 1$) 1-dən böyük olub- olmamasından, yaxud 1 ($q < 1$)-dən kiçik olub- olmamasından asılı olacaqdır. Əgər $q > 1$ olarsa, müəssisənin fond birjasında səhmlərinin bazar dəyəri onun real kapitalının, avadanlıqların və s. əvəzlənmə qiymətindən daha böyükdür.

Kapitala tələbat əsasən iki faktordan asılıdır. Birincisi, insanların zənginlik səviyyəsindən (İnsanların zənginlik səviyyəsi (rifahı) nə qədər yüksək olarsa, insanlar öz sərvət portfelində daha çox səhmin olmasına üstünlük verəcəkdir). İkincisi, hökumət istiqrazları, yaxud daşınmaz əmlak kimi digər aktivlərdən real gəlirlərdən. Hökumət istiqrazlarında real faiz dərəcəsində enmə insanları sərvətin başqa formaları ilə müqayisədə səhmlərə daha çox sərmayə yatırmağa sövq edəcəkdir. Bu isə kapitala tələbatı artıracaq və kapitalın bazar dəyərini onun əvəzlənmə qiymətindən yuxarı qaldıracaqdır.

Bu, Tobinin q -nin dəyərində vahiddən yuxarı artım deməkdir. Bu, tələb əyrisinin sağa D_1 -ə istiqamətlənməsi kimi göstərilir. Əvəzlənmə qiyməti artaraq kapitalın bazar qiyməti ilə bərabərləşdikdə, yeni bərabərlik uzun müddətli perspektivdə E_1 –də yadılır. Q -nin qiymətində q_1 -ə doğru artım OI -yə doğru yeni investisiyada artıma gətirib çıxarır (Şəkil 3-ün (B) panelində göstəriləyi kimi).

Şəkil 3. Tobinin q nəzəriyyəsində q əmsalının kapital və yeni investisiyalar ilə əlaqəsi



Mənbə: P.Bolton, H.Chen, N. Wang “A Unified Theory of Tobin’s q , Corporate Investment, Financing, and Risk Management”

Tobinin q investisiya nəzəriyyəsinin vacib təsirləri vardır. Tobinin q nisbəti müəssisələr üçün fond birjası əsasında investisiya yatırmaq stimulunu yaradır. O yalnız kapitalın cari məhsuldarlığını göstərmir, eyni zamanda gözlənilən gələcək məhsuldarlığı da əks etdirir. Əgər q -nin qiyməti 1-dən daha böyük olarsa, gələcəkdə investisiyanın da daha yüksək olacağı gözlənilir.

Tobinin q investisiya nəzəriyyəsi müəssisələri, hətta q hazırda 1-dən az olduqda belə, xalis investisiya etməyə təşviq edir. Onlar belə iqtisadi siyasətlər

qəbul edə və bununla da, öz səhmlərinin bazar dəyərini artıraraq gələcək məhsuldarlığı təmin edə bilərlər (P.Bolton, H.Chen, N. Wang “A Unified Theory of Tobin’s q , Corporate Investment, Financing, and Risk Management”, 1989).

Məşhur nəzəriyyələrlə bərabər investisiyalar ilə bağlı bir sıra fərziyələr də irəli sürülmüşdür. XX əsrin 60-cı illərində Yujin Fama və Pol Samuelson biri birindən asılı olmadan səmərəli bazar fərziyyəsini formalaşdırmışdılar və bu fərziyyənin əsasını bazar qiymətlərinin bütün əlçatan məlumatları əks etdirməsi fikri təşkil edir.

Səmərəli bazar fərziyyəsi aşağıdakı əsas müddəalara əsaslanır:

1. Bazarın bütün iştirakçıları bazar qiymətləri ilə bağlı tarixi məlumatları, ictimaiyyət üçün əlçatan məlumatları və şəxsi məlumatları əldə etmək üçün bərabər hüquqlara malikdirlər.
2. Əvvəldə nəzərdə tutulur ki, bazarın bütün iştirakçıları rəasional şəkildə hərəkət edirlər, yəni əgər risk ağılabatan gəlir səviyyəsi ilə kompensasiya edilmirsə, iştirakçılar risk etmirlər.
3. Bazar iştirakçılarının heç biri müəyyən risk səviyyəsi üzrə bazardan əldə edilən gəlirdən əhəmiyyətli dərəcədə artıq olan uzunmüddətli gəlir əldə edə bilməyəcək.
4. Bazar qiymətləri təsadüfi şəkildə dəyişir, bu səbəbdən keçmiş tendensiyalar və nümunələr əsasında gələcək qiymətlər haqqında fikir bildirmək mümkün deyil (Mark Blaug “Great Economists since Keynes: An Introduction to the Lives and Works of One Hundred Modern Economists”, 1989).

Baxmayaraq ki, təklif edilən fərziyyə təkzib edilməyib, lakin onun əsas müddəaları ciddi tənqiddə məruz qalmışdır.

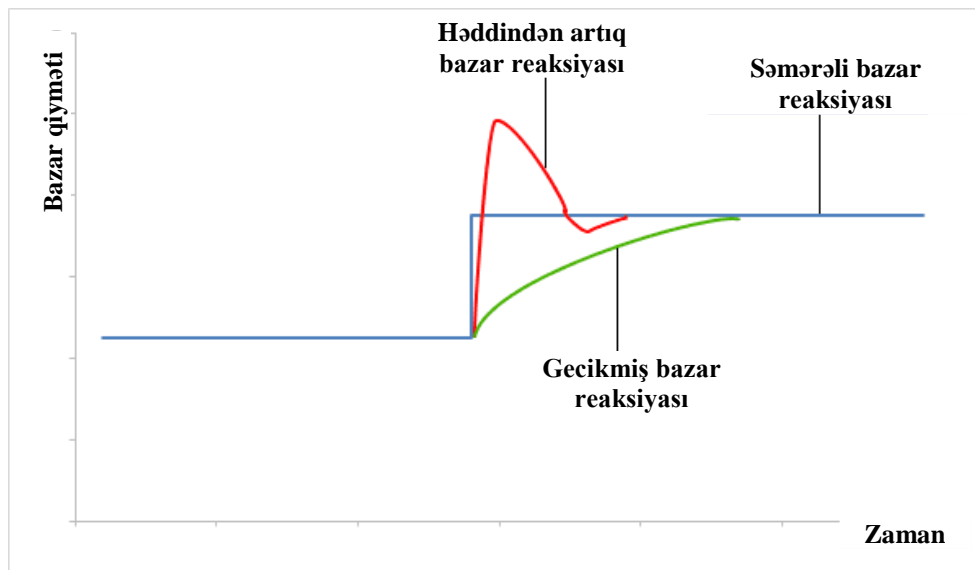
1. Real bazarlarda məlumatlar bütün iştirakçılar üçün əlçatan deyil.
2. Praktiki psixologiya həmçinin bütün insanların rəasional şəkildə hərəkət etməsi fikrini əsaslı olaraq şübhə altına alır.
3. Real bazarlarda mütəmadi olaraq təhlil fiqurları kimi tanınan nümunələr yaranır hansılar ki, investora çox yaxşı tanışdır və gələcək qiymət dəyişiklikləri barədə yüksək ehtimalla fərziyələr irəli sürməyi mümkün edir. Misal üçün, bu

fıqurlara “baş və çiyinlər”, “ikiqat zirvə”, “dayaz dib”, “üçbucaq” və s. aiddir (Robert C. Merton, ”Paul Samuelson And Financial Economics”, 2006)

4. Yuxarıda qeyd edilən tənqidi nəzərə alaraq, aydın olur ki, səmərəli bazar açıq şəkildə fəaliyyət göstərə bilmir, bu səbəbdən bu fərziyyənin növbəti dəfə işlənilib hazırlanması zamanı bazar səmərəliliyinin məlumata əlçatanlıq səviyyəsinə görə fərqlənən üç əsas forması (zəif, orta və güclü bazar səmərəliliyi) müəyyən edilmişdir.

Real bazarlar səmərəlidirmi? sualına cavab axtararsaq, aydındır ki, real bazarlar üçün bazar səmərəliliyinin güclü forması səciyyəvi deyil, daha aydın şəkildə bunu bazarın yaxşı xəbərlərə münasibəti nümunəsi ilə təsvir etmək olar. Ən yaxşı halda real bazarda məlumatların yayılması müəyyən zaman fərqləri ilə baş verir, məlumat sızmaları, şayiələr və xəbərler fərqli zaman kəsiklərində və qeyri-parallel paylandığı üçün bazarda qiymətlər də fərqli dərəcədə dəyişir.

Şəkil 4. Səmərəli bazar nəzəriyyəsində bazarın səmərəliliyinə əsasən qiymət dəyişmələri



Mənbə: Mark Blaug “Great Economists since Keynes: An Introduction to the Lives and Works of One Hundred Modern Economists”

Əgər real bazar həqiqətən səmərəli olsa idi, o zaman qiymətlər düzxətli şəkildə dəyişərdi. Halbuki, təcrübədə belə bir şərait müşahidə edilmir, çünki real bazarlar üçün xəbərlərə həddindən artıq və ya gecikmiş reaksiya səciyyəvidir, hansı ki, qrafikdə əks edilmişdir.

Yuxarıda qeyd edilənləri ümumiləşdirərək, belə qərara gəlirik ki, əksər hallarda real bazarları müəyyən dərəcədə səmərəli hesab etmək olar, lakin müstəsna hallarda səmərəli bazar fərziyyəsi işləmir.

Bazar portfeli müasir portfel nəzəriyyəsinin bir çox müddəasının əsaslandığı əsas nəzəri konsepsiyalardan biridir. Bazarda olan bütün aktivlər məhz bazarda mövcud olan nisbətdə bura daxil olmalıdır. Bu nisbəti müəyyən etmək üçün, bazarda müəyyən bir aktivin ümumi dəyərini bazarda mövcud olan bütün aktivlərin ümumi dəyərinə bölmək lazımdır.

Bazar portfelinin nəzəri konsepsiyası aşağıdakı ilkin müddəalara əsaslanır:

1. Bazarın tarazlığı. Başqa sözlə desək, bazarda həddindən artıq qiymətləndirilən və ya qiymətləndirilməmiş aktivlər mövcud deyil, yəni hər hansı bir aktiv üzrə tələb olunan gəlirlər gözlənilən gəlirə bərabərdir.
2. Risksiz faiz dərəcəsi. Nəzərdə tutulur ki, bazarda risksiz aktiv mövcuddur, hansından ki, gəlir risksiz faiz dərəcəsi şəklində əldə edilir. Bu halda istənilən investor risksiz faiz dərəcəsi ilə limitsiz maliyyələşmə təmin edə və ya ala bilər.
3. Bütün aktivlər sonsuz bölünür. Bu şərtin yerinə yetirilməsi zəruridir ki, investor bazarda iştirak etdiyi nisbəti dəqiqliklə təkrar edə bilmək üçün lazımı sayda istənilən aktivi əldə edə bilsin.
4. Dəyişməyən aktiv sayı. Hər növ aktivlərin toplusu və miqdarı müəyyən vaxt ərzində dəyişməz qalır.

Bazar portfeli üzrə tənqidçilər bildirirlər ki, hazırkı konsepsiya yalnız nəzəri xarakter daşıyır və onu təcrübədə tətbiq etmək mümkün deyil. Bura bütün mümkün aktivlər daxil olmalıdır: qiymətli kağızlar, daşınmaz əmlak, qiymətli metallar, incəsənət əsərləri, zərgərlik məmulatları və s. yəni sərmayə nöqtəyi nəzərindən dəyərli olan bütün aktivlər.

Həmçinin, konsepsiyanın ilkin müddəaları da ciddi tənqiddə məruz qalır:

1. Real bazarlar heç zaman tarazlıq vəziyyətində olmurlar.
2. Risksiz faiz dərəcəsi də həmçinin nəzəri bir anlayışdır, çünki real bazarlarda risksiz aktivlər mövcud deyil.

3. Aktivlərin sonsuz bölünməsi nəzəriyyəsi də real bazarlarda hər zaman mümkün deyil.

4. Real bazarlarda aktivlərin toplusu və miqdarı mütəmadi olaraq dəyişir və bu bazar portfelinin strukturunun mütəmadi olaraq dəyişməsinə səbəb olur.

Tənqidə baxmayaraq, bu nəzəri konsepsiya təcrübədə geniş tətbiq edilmişdir, lakin müəyyən dəyişikliklərə məruz qalmışdır. İnvestorlar tez-tez S & P 500, FTSE 100, DAX, Nikkei 225 və s. kimi müxtəlif göstəriciləri müəyyən bir bazar üçün meyar kimi istifadə edirlər. Baxmayaraq ki, bu göstəricilərin strukturu bazar portfelinin strukturunu əks etdirmir, onlar ayrı-ayrı bazarın strukturunu kifayət qədər dəqiq şəkildə əks etdirə və investorların fərdi portfelinin effektivliyini qiymətləndirəcək bir bələdçi kimi xidmət edə bilər.

Həmçinin bazar portfeli konsepsiyası müasir portfel nəzəriyyəsində geniş tətbiq edilir, misal üçün onun əsasında kapital aktivlərinin qiymətləndirilməsi modeli, qiymətli kağızlar bazarının xətti, və kapital bazarının xətti hazırlanmışdır (¹ Treynor, Jack L. (1961). "Market Value, Time, and Risk", səh 68).

1.2 İnvestisiyaların və investorların maliyyə aktivlərinin təsnifatı

İnvestisiyaların dolğun təsnifatı İ.A.Blank tərəfindən aşağıdakı formada təsnifləşdirilmişdir:

- Qoyulma obyektlərinə görə;
- İnvestisiyalaşdırmada iştirak xarakterinə görə;
- İnvestisiyalaşdırma müddətinə görə;
- İnvestisiya resurslarının mülkiyyət formasına görə;
- Ərazi əlamətlərinə görə.

İnvestisiya xərcləri –firmaların və şirkətlərin kapital qoyuluşlarıdır. İnvestisiya xərclərinə aşağıdakılar aiddir:

1. sahibkarlar tərəfindən istehsalatda istifadə üçün maşınların, avadanlığın və dəzgahların yekun satın alınmaları,
2. bütün inşaat işləri,
3. ehtiyatların dəyişməsi.

Əsas fondların yenilənməsi üçün investisiyaların mənbəyi – amortizasiya ayırmalarıdır. Dünyanın inkişaf etmiş ölkələrində əsas kapitalla ümumi investisiyalarda bu cür ayırmaların xüsusi çəkisi 50%-dək təşkil edir.

İqtisadi ədəbiyyatda investisiya resurslarının çox zaman aşağıdakı tərifinə rast gəlinir: “investisiya obyektlərinə vəsait qoyuluşlarının həyata keçirilməsi üçün cəlb edilən pul vəsaitləri və digər aktivlər”. Beləliklə, investisiya resursları pul forması ilə yanaşı aşağıdakı alternativ formalarda da cəlb edilə bilər:

- təbii resurslar (torpaq, su resursları, faydalı qazıntılar və s.);
- əmək resursları (əmək qabiliyyətli yaşda olan işçi qüvvəsi);
- maddi-texniki resurslar (əsas istehsalat fondları və dövriyyə kapitalı);
- informasiya resursları (ETTKİ, intellektual-informasiya xidmətlərinin bütün növləri).

Bir qayda olaraq, alternativ formalarda cəlb edilən investisiya resurslarının payı az olur, onların əksər hissəsi isə pul formasında səfərbər edilir. İqtisadi ədəbiyyatda pul formasında cəlb edilən investisiya resursları investisiyaların maliyyələşmə mənbələri adlandırılır (Treyner, Jack L. (1961). "Market Value, Time, and Risk").

İnvestisiya resurslarının təsnifatı V.V. Şeremetin “İnvestisiyaların idarə edilməsi” adlı vəsaitində verilmişdir. Burada təsnifat bir neçə əlamət üzrə aparılır, məhz: mülkiyyət münasibətləri üzrə; mülkiyyət növləri üzrə; mülkiyyətçilərin səviyyələri üzrə.

Mülkiyyətin növləri baxımından investisiya resursları aşağıdakı qruplara bölünür:

- dövlət investisiya resursları (büdcə vəsaitləri və büdcədən kənar fondların vəsaitləri, dövlət borcları, səhm paketləri və digər əsas və dövriyyə fondları, dövlət mülkiyyətində olan əmlak və s.);
- kommərsiya və qeyri-kommərsiya xarakterli təsərrüfat subyektlərinin, ictimai birliklərin, fiziki şəxslərin, o cümlədən xarici investorların investisiya, o cümlədən maliyyə resursları. Bu investisiya resurslarına müəssisələrin, eləcə də kollektiv investorların, o cümlədən investisiya fondlarının və şirkətlərinin özəl və cəlb edilmiş vəsaitləri və digərləri daxildir;

- xarici investorların (xarici dövlətlər, beynəlxalq maliyyə və investisiya institutları, ayrı-ayrı müəssisələr, institusioanal investorlar, banklar və kredit təşkilatları) investisiya resursları.

Mülkiyyətçilərin səviyyələri baxımından investisiya resursları aşağıdakı kimi bölünür:

1. Dövlət səviyyəsində:

- büdcələrin və büdcədən kənar fondların özəl vəsaitləri;
- dövlət kredit və sığorta sistemlərinin cəlb edilmiş vəsaitləri;
- dövlətin xarici və daxili borcunu təşkil edən borc götürülmüş vəsaitlər.

2. Müəssisə səviyyəsində:

- özəl vəsaitlər (mənfəət, amortizasiya ayırmaları, müxtəlif təsərrüfatdaxili ehtiyatlar);
- cəlb edilmiş vəsaitlər və səhmlərin satışından əldə edilən vəsaitlər və digərləri;
- büdcə, bank və kommərsiya kreditləri şəklində səfərbər edilən borc götürülmüş vəsaitlər (faizli və faizsiz ödənişli və ödənişsiz əsasda).

Maliyyələşmə obyektini baxımından real investisiya mənbələri aşağıdakı məqsədlər üçün səfərbər edilən növlərə bölünür:

- kapital qoyuluşları;
- istehsal ehtiyatlarına tələbatın təmin edilməsi.

Riskin yaranma dərəcəsi üzrə mənbələri riskə səbəb olan və risksiz növlərə bölmək olar. Bu əlamət üzrə təsnifat investisiyaların maliyyələşdirilməsinin optimal strukturunun müəyyənləşdirilməsi zamanı zəruri və faydalı ola bilər.

Riskin yaranmasına səbəb olan mənbələrə cəlb edilməsi müəssisənin risklərinin artmasına gətirib çıxaran mənbələri aid etmək lazımdır. Bunlara aşağıdakılar aid edilir: dividendlərin ödənilməsinin zərərinə olaraq vəsait qoyuluşu məqsədləri üçün yönəldildikdə müəssisənin mənfəəti; borc mənbələrindən alınmış vəsaitlər (bu vəsaitlərin cəlb edilməsi müəssisənin maliyyə riskini artırır, belə ki, onların cəlb edilməsi istifadə üçün müəyyən faizin ödənilməsi ilə birlikdə borcun

təyin edilmiş müddətdə şərtsiz qaytarılması öhdəliyi ilə əlaqədardır); adi səhmlərin emissiyasından əldə edilən vəsaitlər (bu mənbənin istifadəsi səhmdarlıq riski ilə əlaqədardır).

Risksiz maliyyələşmə mənbələrinə o mənbələr aiddir ki, onların istifadəsi müəssisənin risklərinin artmasına gətirib çıxarmır, bu – bölüşdürülməmiş mənfəət, amortizasiya ayırmaları, sistem daxili məqsədli maliyyələşmə (vəsaitlərin konkret məqsədlər üçün yuxarı təşkilatlardan aşağı təşkilatlara daxil olması) və başqalarıdır.

Cəlb edilmə üsuluna görə bütün maliyyələşmə mənbələrini xarici və daxili mənbələrə bölmək olar. Daxili mənbələrə təsərrüfat subyekti daxilində səfərbər edilməsi mümkün olan bütün mənbələr (mənfəət, amortizasiya ayırmaları və s.), xarici mənbələrə – xaricdən cəlb edilən mənbələr (kredit şəklində alınmış vəsaitlər, qiymətli kağızların emissiyasından əldə edilmiş vəsaitlər və s.) aiddir.

Real investisiyaların maliyyələşmə mənbələrinin bu təsnifatı, təsnifatın ən mühüm əlamətlərini nəzərə alır və istənilən təşkilati-hüquqi formaya malik olan müəssisələr çərçivəsində real investisiyaların iqtisadi əsaslandırılması və planlaşdırılması zamanı istifadə edilə bilər.

İnvestisiya resurslarının mənbələrinin göstərilmiş təsnifatından görünür ki, müəssisə özünün investisiya təcrübəsində bir neçə müxtəlif maliyyələşmə mənbələrindən istifadə edə bilər. Bu halda kapitalın strukturunun optimallaşdırılması məsələsi aktualdır.

Müəssisələrin investisiya fəaliyyətinin özəl maliyyələşmə mənbələrinin strukturunda mənfəət əsas rol oynayır. O, müəssisənin xalis gəlirinin izafi məhsulun dəyərini ifadə edən əsas forması kimi çıxış edir. Vergilərin və digər icbari ödənişlərin ödənilməsindən sonra müəssisələrin sərəncamında xalis mənfəət qalır, onun bir hissəsi investisiyalara yönəldilə bilər. Bir qayda olaraq, mənfəətin investisiya məqsədlərinə yönəldilən hissəsi yığım fondunda və ya müəssisədə yaradılan analogi təyinatlı digər fondlarda toplanır.

Cəlb edilmiş vəsaitlərə daimi əsasda təqdim edilmiş vəsaitlər aid edilir, onlar üzrə bu vəsaitlərin sahiblərinə gəlirin (dividend, faiz şəklində) ödənilməsi

mümkündür və onlar demək olar ki, sahiblərinə qaytarılmaya bilərlər. Bunlardan: səhmlərin emissiyasından əldə edilən vəsaitləri, nizamnamə kapitalına əlavə ödəmələri (payları), eləcə də ödənişsiz və ya paylı əsasda məqsədli dövlət maliyyələşməsini göstərmək olar.

Borc götürülən resurslara müəyyən müddətə ssudaya götürülən və faizin ödənilməsi ilə birlikdə qaytarılmalı olan pul resursları aiddir. Borc götürülən vəsaitlərə aşağıdakılar aiddir: istiqrazların, buraxılmasından, digər borc öhdəliklərindən əldə edilən vəsaitlər, habelə bankların, digər maliyyə-kredit institutlarının, dövlətin kreditləri.

Cəlb edilmiş və borc götürülmüş vəsaitlərin səfərbər edilməsi müxtəlif üsullarla həyata keçirilir, onlardan əsasları aşağıdakılardır: qiymətli kağızlar bazarı, kredit resursları bazarı, dövlət maliyyələşməsi vasitəsilə kapitalın cəlb edilməsi.

Qərb ölkələrində kapitalın cəlb edilməsinin ənənəvi üsullarından əlavə (səhmdarlıq, borc maliyyələşməsi, kreditləşmə, icarə və s.) yeni üsullar, məsələn, franşayzinq, lizinq, forfeytinq, vençur maliyyələşməsi, selenq və başqaları da yaranmışdır. Ən əlverişli üsulun seçimi investora investisiya resurslarına qənaət etməsini təmin edir və sərmayə qoyuluşlarının həyat siklinin bütün mərhələlərində itkilərin qarşısını alır.

Aktiv – özəl şəxsin, korporasiyanın və ya ölkənin malik olduğu və idarə etdiyi, onlara gələcəkdə müəyyən gəlir gətirəcəyini gözlədiyi iqtisadi dəyərə malik bir resursdur.

Aktivləri biznesin dəyərini artırmaq və ya əməliyyat fəaliyyəti aparanda üstünlüyü təmin etmək üçün əldə edirlər. Ümumilikdə aktivə şirkətin istehsalat avadanlığı və ya fərdi şəxsin icarəyə verdiyi mənzil olmasından asılı olmayaraq pul vəsaitləri axınını yarada bilən bir obyekt kimi baxmaq olar.

Eyni zamanda aktiv hüquqi şəxsin bütün əmlakını əks etdirən mühasibat balansı maddəsidir. Mühasibat uçotu kontekstində aktivlər dövriyyə aktivləri və ya qeyri-dövriyyə aktivləri ola bilərlər. Dövriyyə aktivlərindən bir il ərzində tam istifadə olunur. Bunlara nağd vəsaitlər, debitor borcluluğu və ehtiyatlar aiddir.

Qeyri-dövriyyə aktivlərinə o aktivlər aiddir ki, onların faydalı istifadəsi bir ildən çoxdur. Məsələn, avadanlıqlar, binalar, daşınmaz əmlak.

Dövriyyə aktivləri –mühasibat balansının əməliyyat fəaliyyəti aparılan zaman bir il ərzində nağd pullara çevriləcək bütün aktivlərin dəyərini əks etdirən bir bölməsidir. Dövriyyə aktivlərinə nağd vəsaitlər, debitor borcluluğu, ehtiyatlar, pula gedən qiymətli kağızlar, verilən avanslar və digər çevik nağd vəsaitlərə çevrilə bilən pula gedən aktivlər daxildir. Firmalar üçün dövriyyə aktivləri çox vacibdir, çünki onlardan gündəlik əməliyyatların və cari xərclərin maliyyələşdirilməsi üçün istifadə olunur. Şəxsi maliyyədə dövriyyə aktivləri şəxsin qeyri-dövriyyə aktivlərini satmadan ödənilməmiş borc öhdəliklərini qaytarmaq üçün tez çevirə biləcəyi aktivlər ola bilər. Şəxsi maliyyədə dövriyyə aktivlərinə uzun-müddətli sərmayə ilə əlaqəsi olmayan nağd vəsaitlər və bankdakı pullar, pula satıla bilən qiymətli kağızlar daxildir. Başqa sözlə, istənilən hər şey əgər dəyəri varsa və pula gedirsə, dövriyyə aktivi ola bilər. Böyük Britaniyada dövriyyə aktivləri “current accounts” adlandırılır.

Qeyri-dövriyyə aktivləri –bunlar firmaya məxsus olan və qazanc əldə etmək üçün əməliyyat fəaliyyətində istifadə olunan, uzun müddətə istifadə edilə bilən maddi əmlak obyektidir. Qeyri-dövriyyə aktivlərindən bir ildən uzun müddətə istifadə olunur və ya nağd pula çevrilirlər. Binalar, daşınmaz əmlak, avadanlıqlar və mebel qeyri-dövriyyə aktivlərinə misaldır.

Adətən, ticarət markası və patent kimi qeyri-maddi uzun-müddətli aktivləri qeyri-dövriyyə aktivlərinə aid etmirlər. Bunlar mühasibat balansının “qeyri-maddi aktivlər” bölməsinə aiddir.

Maliyyə aktivləri –əsasında fiziki aktivlər deyil, müqavilə öhdəlikləri duran pul dəyərinin qeyri-maddi əksidir. Torpaq və ya daşınmaz əmlak kimi fiziki aktivlərin fiziki dəyəri olduğu halda, maliyyə aktivi nağd vəsaitlərə çevrilənə qədər öz dəyəri olmayan bir sənəddir. Maliyyə aktivlərinin ən çox yayılan növləri istiqrazlar, səhmlər, depozit sertifikatları, bank depozitləri və s.i. ibarətdir.

Maliyyə aktivlərinin ən çox yayılmış növlərindən biri depozit sertifikatıdır. Bu sərmayəçi ilə bank arasında elə bir razılaşmadır ki, burada sərmayəçi müəyyən

məbləgdə pulu müəyyən müddətə depozitdə saxlamağa razılaşır, bank isə bu məbləği qaytarmağı və müəyyən faiz dərəcəsi ilə faiz ödəməyi öhdəsinə götürür. Əgər sərmayəçi müəyyən müddət ərzində pulun qaytarılmasını tələb etməzsə, bank daha yüksək faiz dərəcəsi təklif edə bilər, yox əgər əksinə, sərmayəçi depozit sertifikatı üzrə əsas məbləğin qaytarılmasını sertifikatın etibarlılıq müddəti bitənədək tələb edərsə, onda ona bank tərəfindən məsələn, faizlərin tam və ya qismən itirilməsi ilə ifadə olunan şəkildə cərimə sanksiyası tətbiq olunur.

Maliyyə aktivlərinin ən çox yayılmış digər növlərindən biri də istiqrazlardır. İstiqrazlar qısa və uzun müddətli layihələrin maliyyələşdirilməsini təmin etmək üçün korporasiyalar və ya hökumət tərəfindən buraxılır. Hüquqi sənəd formasında olan istiqrazlarda sərmayəçinin borc alana müəyyən müddətə verdiyi pul məbləği, faiz dərəcəsi, əsas məbləğin və faizlərin qaytarılması qaydası göstərilir.

Səhmlər maliyyə aktivlərinin qaytarılma müddəti olmayan yeganə növüdür. Səhmlərə investisiya yatırılması investora şirkətə pay sahibliyi verir ki, bunun nəticəsində o şirkətin mövcud olduğu müddət ərzində və öz səhmlərini satana qədər dividendlər şəklində şirkətin gəlirinin bir hissəsini almaq hüququ əldə etmiş olur.

Bank depozitində yerləşdirilən pullar da, həmçinin, maliyyə aktivləri hesab olunur. Bank hesabında nağd vəsaitlər yerləşdiriləndə, müqavilə və hesab qalığı barədə bank çıxarışı vəsaitlərin olmasını sübut edir. Depozitdə yerləşdirilən nağd vəsaitlər fiziki aktiv hesab olunmurlar, çünki bank bu pulları öz biznesini maliyyələşdirmək üçün istifadə edir və müqavilə şərtlərində göstərilən müddətdə qaytarmağı öhdəsinə alır (Шеремет В.В. Управление инвестициями. Том 2., 1998).

1.3 İntestisiya yatırımlarının hüquqi əsasları və onlardan istifadə imkanları

İntestisiyanın mahiyyəti hər bir ölkənin müvafiq qanunvericilik aktları vasitəsilə müəyyən edilir. Azərbaycanda investisiyanın hüquqi təsbiti “İntestisiya fəaliyyəti haqqında” qanunda öz əksini tapmışdır. Müvafiq qanunla Azərbaycanda investisiya fəaliyyətinin ümumi sosial, iqtisadi və hüquqi şərtləri

müəyyənləşdirilmişdir. “İnvestisiya fəaliyyəti haqqında” qanunda investisiya məqsədi ilə sahibkarlıq və digər istiqamətlərə qoyulan maliyyə vəsaitləri, eyni zamanda, maddi və intellektual sərvətlər kimi xarakterizə edilmişdir. Həmin qanunda investisiya qoyuluşu ilə bağlı həyata keçirilən tədbirlərin məcmusu investisiya fəaliyyəti kimi xarakterizə olunur. Müvafiq fəaliyyəti reallaşdıran subyektlər isə investorlar adlandırılır. Qanuna əsasən investorlar investisiyaların xarakterinə və mülkiyyətin formasına görə iki qrupa-fərdi və institusional investorlara ayrılır.

İnvestisiya fəaliyyəti ilə bağlı maraq doğuran məsələlərdən biri də onu həyata keçirən subyektlərlə bağlıdır. Bu baxımdan, Azərbaycan Respublikasının qanunvericiliyinə əsasən istənilən vətəndaş (eyni zamanda xarici vətəndaş və dövlətlər) investisiya fəaliyyətinin subyektii (investor və ya iştirakçı) ola bilər.

Azərbaycan Respublikası investorlarının digər dövlətin ərazisində investisiya fəaliyyəti isə həmin dövlətin müvafiq qanunvericiliyi ilə tənzimlənir. İnvestisiya fəaliyyəti subyektlərinin hüquqları həmin qanunda öz təsbitini tapmışdır.

Qeyd olunmalıdır ki, qanunvericiliklə sadəcə investorların hüquqları deyil, eyni zamanda vəzifələri də müəyyənləşdirilmişdir. Belə ki, investorlar qanunvericilik ilə müəyyənləşdirilmiş hallarda və qaydada müvafiq öhdəlikləri həyata keçirməyə borcludurlar. Hüquqların təminatında ölkədə investisiya fəaliyyəti ilə məşğul olan müvafiq qurumların yaradılması da önəmli amillərdəndir. Belə qurumlar dövlət (nazirlik, idarə, şöbə, komitə və s.), özəl (birlik, agentlik və s.) və qarışıq (komitə, idarə, birlik, agentlik) formalarında olur.

Dövlət tərəfindən verilən təminatlar həm yerli, həm də xarici investorlara eyni səviyyədə aid olmalıdır. Belə ki, bununla ölkədən «kapital qaçışı»-nın qarşısını almaq olar. “Xarici investisiyaların qorunması haqqında” qanun ölkə ərazisində xarici investisiyaların hüquqi və iqtisadi prinsiplərini müəyyənləşdirir. Qanun investorların hüquqlarının qorunmasına təminat verir. Xarici investorlar üçün yaradılmış hüquqi mühit bəzi istisnalar nəzərə alınmaqla, Azərbaycan Respublikasının fiziki və hüquqi şəxsləri üçün mövcud olan mühitdən az əlverişli olmamalıdır.

“İnvestisiya şirkətləri tərəfindən investisiya xidmətlərinin həyata keçirilməsi haqqında” Qaydaya əsasən İnvestisiya şirkətləri müştərilərdən sifarişləri mütləq şəkildə ya kağız formada imzalanmış şəkildə, ya da ki, elektron vasitələrdən istifadə etməklə qəbul edə bilər, bir şərtlə ki, müştəri elektron platformaya öz elektron imzası ilə daxil olsun.

Təcrübədə bankların qiymətli kağızlar bazarına birbaşa çıxış əldə etməsi onların rahatlıqla, daha az xərclərlə səhm bazarında alqı-satqı etməsinə imkan yaradır. İnkişaf etmiş ölkələrin bir çoxu bu sistemə tam keçsə də, bəziləri isə məhdud formada bu xidmətlərin göstərilməsinə icazə verir. Ölkəmizdə isə mövcud qanunvericiliyə əsasən bu fəaliyyəti ancaq investisiya şirkətləri göstərir.

“Banklar haqqında” Qanuna əsasən bank hüquqi və fiziki şəxslərdən depozitlərin, digər qaytarılan vəsaitlərin cəlb olunması, öz hesabına kreditlərin verilməsini, eyni zamanda, müştərilərin istəyi ilə hesablaşma-kassa əməliyyatları və köçürmələrini həyata keçirən hüquqi şəxsdir.

2016-cı ilədək Azərbaycanda bank sektoruna nəzarəti Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı tərəfindən həyata keçirilirdisə, 2016-cı ildən bu funksiyayı Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatası (Palata) həyata keçirməyə başladı.

Bankların Palatadan aldığı bank lisenziyasında qadağan edilmədiyi halda maliyyə aktivlərinin alınması və satılması fəaliyyəti ilə məşğul ola biləcəyi qeyd edilir. Digər tərəfdən Qanunun 32.3-cü maddəsi isə müəyyən olunmuş fəaliyyət növlərindən hər hansı biri üçün qanunvericiliklə əlavə razılıq (lisenziya) tələb edildikdə həmin lisenziyanın da alınmasının vacibliyini vurğulayır.

Qeyd etmək lazımdır ki, bir çox ölkələrin təcrübəsində həmin ölkələrin qiymətli kağızlar bazarını tənzimləyən qanunvericilik aktlarında hansı investisiya xidmətlərinin mövcud olduğu barədə ayrıca məlumat verilir, sonrakı bəndlərdə isə bu xidmətlərin hansıları ilə kimlərin məşğul ola biləcəyi ayırd edilir, lakin “Qiymətli kağızlar bazarı haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunun 4-cü fəslə birbaşa investisiya şirkətini və onun müstəsna fəaliyyət kimi göstərə biləcəyi investisiya xidmətlərini müəyyən edir.

Qanunun 30-cu maddəsi ilə investisiya şirkətləri tərəfindən Azərbaycan

Respublikasının qiymətli kağızlar bazarında təklif edilə biləcək xidmət dairəsinə aşağıdakılar aiddir:

- Əsas investisiya xidmətləri - müştəri sifarişlərinin qəbulu və icra edilməsi; investisiya portfelinin idarə edilməsi; konsultasiya; qiymətli kağızların anderraytinqi; marja ticarəti.
- Yardımcı investisiya xidmətləri- qiymətli kağız hesablarının idarə edilməsi, əməliyyatların həyata keçirilməsi; əqdlərin bağlanması üçün borc verilməsi; tədqiqat və təhlillərin aparılması; istiqrazlar üzrə təminatın verilməsi; xarici valyuta mübadiləsi (<http://www.e-qanun.az/framework/30333>), 2018).

Göründüyü kimi, Qanunun 4-cü fəslə yalnız investisiya şirkətlərinin fəaliyyətini tənzimləyir və yalnız investisiya şirkətləri üçün müstəsna fəaliyyət dairəsinə müəyyən edir, digər şəxslərin isə qiymətli kağızlar bazarında investisiya xidməti təklif edə bilməməsinə dair hər hansı müddəa qeyd etmir. Buna baxmayaraq, digər şəxslərin (məsələn banklar) qiymətli kağızlar bazarında iştirak edə bilməməsinin əsas səbəbi onların Qanunun 3-cü fəslinə uyğun olaraq bazarın digər aparıcı iştirakçıları tərəfindən üzvlüyə qəbul edilə bilməməsidir. Belə ki, hazırki struktura əsasən investisiya xidmətlərini göstərən təşkilatın fond birjasında əməliyyatlar keçirə bilməsi, həmçinin qiymətli kağızların saxlanması və klirinqinin aparılması kimi xidmətlərdən istifadə edə bilməsi üçün mütləq Bakı Fond Birjasına (BFB) və Milli Depozit Mərkəzinə (MDM) üzv olmalıdır. “Qiymətli kağızlar bazarı haqqında” AR Qanununa əsasən mərkəzi depozitarın üzvləri investisiya şirkətləri və investisiya fondlarının depozitarlarıdır (maddə 19.1). Həmin Qanununun 47.1-ci maddəsinə əsasən fond birjasının üzvü də yalnız investisiya şirkətlərinin ola biləcəyi qeyd edilir. Bundan başqa, Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə əsasən (1078-20.7-ci maddə) əqdlər investisiya şirkəti vasitəsilə bağlanmadıqda notarial qaydada təsdiq olunmalıdır. Bankların isə hüquqi şəxslərin kapitalında iştirakı riskli olduğuna görə məhdudlaşdırılır. (<http://www.e-qanun.az/framework/5825>).

“Konsolidasiya əsasında prudensial hesabatların tərtibi, təqdim edilməsi və nəzarət Qaydaları”na uyğun olaraq konsolidə edilmiş hesabatlar yarımillik və illik

qaydada təqdim edilir. Buna əlavə olaraq banklar Bazel I tələblərinə uyğun hazırlanmış konsolidə edilməmiş hesabatlarını (solo hesabatlar), investisiya şirkətləri isə Bazel II tələblərinə uyğun hazırlanmış prudensial hesabatlarını aylıq intervallarla Palataya təqdim edirlər (<http://www.e-qanun.az/framework/11390>). Banklar üçün kapital tələbləri investisiya şirkətlərindən fərqlənir. Banklar hesabatlarını FİNA sistemi ilə göndərdikləri halda, investisiya şirkətlərinin prudensial hesabatları hələ bu sistemə inteqrasiya edilməyib. Qeyd edək ki, qanunvericiliklə banklar üçün minimum nizamnamə kapitalı 50 milyon, investisiya şirkətləri üçün isə 300 000 manat nəzərdə tutulub. Göründüyü kimi hesabatlıq sistemlərindəki fərqlilik də cari vəziyyətdə bu təşkilatlara nəzarətin fərqli aparılmasını tələb edir.

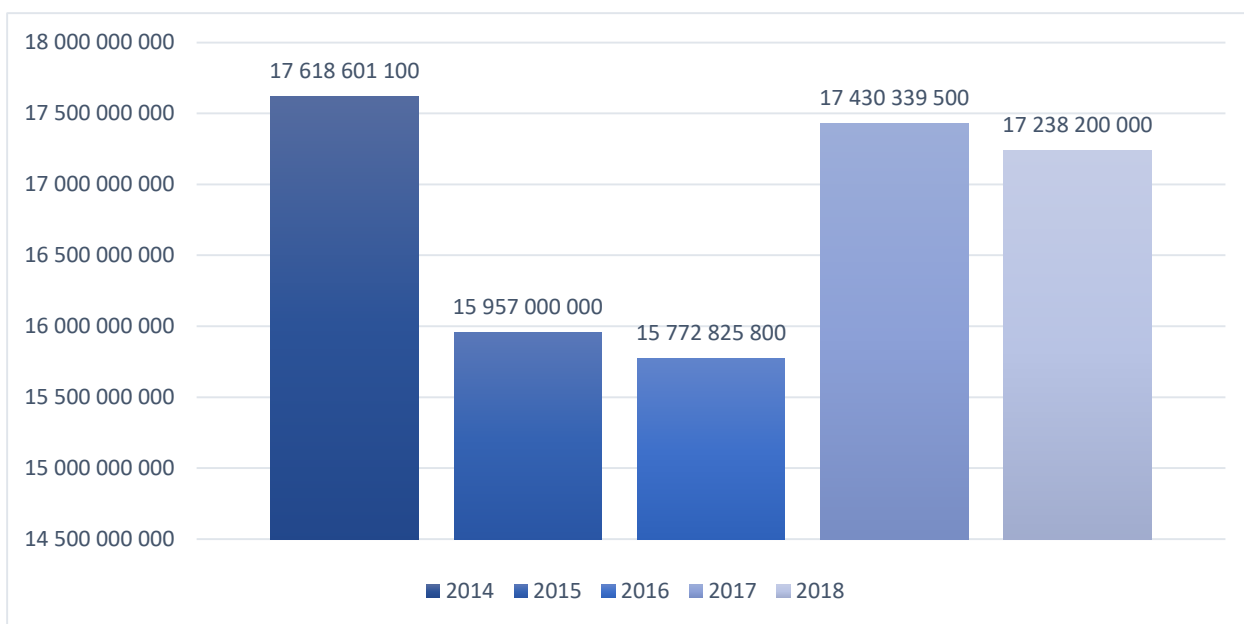
Beləliklə, Azərbaycan Respublikasında bankların qiymətli kağızlar bazarında birbaşa (vasitəçi olmadan) iştirakı müsbət dəyərləndirilərsə ilk növbədə “Qiymətli kağızlar bazarı haqqında” Qanun ilə bu bazarda təklif edilə biləcək investisiya xidmətlərinin ümumi dairəsi müəyyənləşdirilməli və investisiya şirkətlərindən əlavə olaraq kimlərin bu xidmətlərin göstərilməsinə icazəsi olduğu qeyd olunmalıdır.

II FƏSİL. AZƏRBAYCANDA İNVESTORLARIN MALİYYƏ AKTİVLƏRİNİN MÖVCUD VƏZİYYƏTİNİN TƏHLİLİ VƏ QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ

2.1. Azərbaycanca investorların maliyyə aktivlərinin mövcud vəziyyətinin təhlili

Bütün dünya ölkələri iqtisadi inkişaf, sabitlik və tərəqqi naminə ölkədə investisiya fəaliyyətinin genişləndirilməsində maraqlıdırlar. Bu istiqamətdə bir sıra addımlar atılır, daxili investisiya mühiti yaxşılaşdırılır, yeni infrastruktur formalaşdırılır və digər bu kimi tədbirlər görülür. Bütün bunların səbəbi ölkə iqtisadiyyatında investisiyaların payını artırmaq, xüsusən də xarici investorların maraqlarını və onlarla birlikdə xarici kapitalı ölkəyə cəlb etməkdir.

Qrafik 1. Azərbaycanda əsas kapitalla yönəldilmiş investisiyalar.



Mənbə: Dövlət Statistika Komitəsi, 2014-2018-ci illər.

Azərbaycanda xarici investisiyaların cəlbi istiqamətində ötən ilin statistik göstəricilərinə nəzər yetirdikdə, 2018-ci ildə əsas kapitalla 17238,2 milyon manat məbləğində, yaxud 2017-ci illə müqayisədə 4,4% az vəsait yönəldilmişdir. Bu azalma neft sektoruna yatırılmış investisiyaların azalması ilə bağlı olmuş, qeyri-neft sektoruna yönəldilən vəsaitin həcmi isə 22%, o cümlədən, qeyri-neft sənayesinə qoyulmuş investisiyalar 23%-ə qədər artımı nümayiş etdirir. (<https://www.stat.gov.az/news/macroeconomy.php?page=3>, n.d.).

Azərbaycanın investisiya mühitini dəyərləndirmədən öncə investisiya cəlbediciliyi anlayışına aydınlıq gətirmək uyğun olardı. Ümumi olaraq bütün dünyada ölkələrin xarici investisiya cəlbediciliyinə təsir edən faktorlar aşağıdakılardır:

1. Siyasi sabitlik və təhlükəsizlik;
2. Ölkənin təbii iqtisadi xüsusiyyətləri
3. Makroiqtisadi göstəriciləri
4. Təkmil, proqnozlaşdırıla bilən biznes və investisiya mühiti
5. Şəffaflıq və anti-korrupsiya tədbirləri
6. Ədalətli məhkəmə və qanunun aliliyi
7. Yaxşı idarəetmə

Ayrı-ayrı faktorların təhlilinə keçməzdən əvvəl onu qeyd edək ki, Azərbaycanın investorlar üçün əhəmiyyətli olan, müsbət mövqeyə malik olduğu faktorlar aşağıdakılardır:

1. Siyasi sabitlik və təhlükəsizlik. Azərbaycanın gərgin qlobal və regional geosiyasi vəziyyətdə böyük sərvətlərindən biri siyasi sabitlik və təhlükəsizlikdir. Dünyanın müxtəlif bölgələrində, o cümlədən inkişaf etmiş ölkələrdə baş verən siyasi hadisələr, terror aktları investorlar üçün investisiya nətəcəliliyini sərhədləyir və bu kontekstdə Azərbaycanın yeni investisiya hədəfi kimi əhəmiyyəti artmış olur. Bu üstünlükdən geniş istifadə edilməsi, investisiya təşviqi zamanı bu faktorun qabardılması ilə bağlı kompleks tədbirlərin görülməsi zəruridir.

2. Ölkənin təbii iqtisadi xüsusiyyətləri (coğrafi mövqeyi, təbii resurslar, ucuz işçi qüvvəsi, iqlimi, torpağı, mədəni-tarixi özəlliyi və s.). Azərbaycanın yerləşdiyi coğrafi mövqeyi, iqlim və torpaq xüsusiyyətləri (kənd təsərrüfatına investisiya üçün), mədəni-tarixi özəlliyi (turizmin inkişafı üçün) təbii amillər içərisində ən əsas üstünlüyə malik olduğu amillərdir. Eyni zamanda, ölkənin karbohidrogen və digər ehtiyatlarla zəngin olması da üstünlüyə malik olduğu sahələrdəndir. Azərbaycanın Rusiya, İran, Türkiyə və Orta Asiya kimi böyük bazarlara quru və ya dəniz çıxışının olması ölkənin regional istehsal və transit qovşağı kimi

formalaşmasına böyük imkanlar yaradır. Lakin bu potensialdan, xüsusilə transmilli şirkətlərin Azərbaycanda istehsal müəssisələri açıb regionun digər ölkələrinə ixrac etməsi potensialından hələ də tam istifadə etmək mümkün olmur. Yaradılmış sənaye parkları, aqroparklar, texnoparklar və sənaye məhəllələrinin perspektiv inkişafı yalnız regional və qlobal dəyər zəncirlərində müvafiq iştirak imkanlarından asılıdır.

Devalvasiyadan sonra xarici investorlar üçün daha bir cəlbedici amil orta əmək haqqının 318 ABŞ dolları təşkil etməsi və xarici investisiya təşviqi baxımından qonşu rəqib ölkələrlə müqayisədə ən aşağı olmasıdır (<https://www.stat.gov.az/news/macroeconomy.php?page=3&arxiv=1>, 2018). Məsələn, Türkiyə, Gürcüstan və Qazaxıstanda orta əmək haqları müvafiq olaraq 440, 370 və 430 ABŞ dolları səviyyəsindədir.

3. Biznes və investisiya mühiti üzrə təkmil sistem. Son illərdə investisiya mühitində qeyd edilən istiqamətlər üzrə ciddi irəliləyişlərə nail olmuşdur və beynəlxalq reyting agentlikləri də bu irəliləyişləri qeydə almışlar. Ancaq biznes mühitinin digər komponentləri üzrə çətinliklər olduğundan qeyd edilən islahatlar xarici investisiya cəlbinə lazımı səviyyədə təsir edə bilmir.

4. Fiziki infrastruktur. Azərbaycanda son 10 il ərzində fiziki infrastruktur əhəmiyyətli şəkildə təkmilləşmişdir və regionun digər ölkələri ilə müqayisədə daha təkmil vəziyyətdədir. Bununla Azərbaycan neft gəlirinin hesabına investisiya cəlbediciliyi üçün alt faktor olan infrastruktur üzrə əsas problemlərini həll etmiş sayıla bilər.

Ancaq yuxarıdakı üstünlüklərə baxmayaraq nə rəqiblərlə müqayisədə aşağı əmək haqqı, nə nisbətən təkmil investisiya mühiti, nə də ki, inkişaf etmiş infrastruktur qeyri-neft sektoruna xarici sərmayə cəlbində öz sözünü tam deyə bilmir. Bunun əsas səbəbləri isə əvvəldə qeyd edilən digər faktorlar üzrə Azərbaycanın əlavə islahatlara ehtiyacının olmasıdır.

İlk növbədə investisiya qoyuluşlarının neft sektoruna deyil, digər sektorlara, xüsusən də sahibkarlığa, qiymətli kağızlara yönləndirilməsi və təşviqi ölkənin iqtisadi inkişafı üçün çox böyük əhəmiyyətə malik olacaqdır.

Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin mövcud vəziyyətinin təhlilini apardığımız zaman əsas diqqət yetirilməli məqam qiymətli kağızlar bazarında dəyişiklikləri əks etdirən statistik göstəricilərdir.

Qrafik 2. Azərbaycanda 2014-2018-ci ildə qiymətli kağızlar bazarının statistikasi



Mənbə: Maliyyə Bazarlarına Nəzarət palatası, <https://www.fimsa.az>, 2014-2018.

Son illərin statistik məlumatlarına nəzər yetirdikdə təsbit olunur ki, 2016-cı ildən başlayaraq həm ümumi olaraq bazarda aparılan əməliyyatların məbləğini göstərən, həmçinin, əməliyyatların sayını əks etdirən rəqəmlərdə (əqd sayı) müsbət artım müşahidə olunur. Bu artımı məhz 2016-cı ildən başlayaraq həyata keçirilən bir sıra islahat tədbirləri ilə əlaqələndirmək olar. Belə ki, son illərdə investisiya və biznes mühitinin daha da yaxşılaşdırılması istiqamətində mühüm qərarlar qəbul edilmişdir. İnstitusional islahat tədbiri olaraq Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatası yaradılmışdır. Ölkənin maliyyə bazarlarının fəaliyyətinin səmərəli şəkildə təmin olunması, eləcə də kreditörün, investorların və sığorta olunanların hüquqlarının qorunması üçün Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatasının yaradılması böyük əhəmiyyətə malik olmuşdur. Eyni zamanda "Azərbaycan Respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol

Xəritəsi" və "Azərbaycan Respublikasında maliyyə xidmətlərinin inkişafına dair Strateji Yol Xəritəsi"-nin hazırlanması, bu xəritələrdən irəli gələn tədbirlər planına uğun olaraq həyata keçirilmiş tədbirlər ümumi olaraq investisiya mühitinin yaxşılaşması və maliyyə bazarlarının inkişafında öz müsbət təsirlərini nümayiş etdirmişdir,eyni zamanda, icra müddəti 2020-ci ilədək davam edən tədbirlər planı bu nəticələrin daha da yaxşılaşmasını proqnozlaşdırmağa zəmin yaratmaqdadır.

Cədvəl 1. Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının detallı statistikas

	2017		2018		Məbləğ üzrə fərq
	Əqd sayı	Məbləğ (mln AZN)	Əqd sayı	Məbləğ (mln AZN)	
KORPORATİV QIYMƏTLİ KAĞIZLAR	2948	3,659	3613	2,196	-40.00%
İlkin bazar	167	2,267,	220	1,326	-41.49%
Təkrar bazar	2781	1,392,	3398	869	-37.57%
DÖVLƏT QIYMƏTLİ KAĞIZLARI	1096	6,066	1725	13,340	2.2 dəfə
İlkin bazar	998	5,980	1416	13,081	2.2 dəfə
Təkrar bazar	98	86,	309	259	3dəfə
TÖRƏMƏ MALİYYƏ ALƏTLƏRİ	8393	5,940	10638		
REPO/ƏKS- REPO	9	,	3	8,406	41.52%
REPO/ƏKS- REPO	51	51,	335	611	12dəfə
QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARI	8803	15,71	11206	24,55	
	4	8	1	4	56.22%
İlkin bazar	1165	8,248	1636	14,407	74.68%
Təkrar bazar	8686	7,470	11042	10,146	35.84%
	9	,	5	6	

Mənbə: Maliyyə Bazarlarına Nəzarət palatası, <https://www.fimsa.az>, 2017-2018

Qiymətli kağızlar bazarının detallı təhlilini aparmaq məqsədi ilə ən son statistik göstəricilərin dinamikasını nəzərdən keçirdikdə qeyd etmək olar ki, bazarda pozitiv kəmiyyət və keyfiyyət dəyişiklikləri qeydə alınmışdır. Belə ki, ümumi olaraq qiymətli kağızlar bazarında 2018-ci il üçün 56 % artım qeydə alınmışdır. Sözügedən dövr ərzində ümumi olaraq qiymətli kağızların ilkin bazarında 75%, təkrar bazarında isə 36% artım müşahidə olunmuşdur. Ayrı-ayrılıqda alt komponentlərə nəzər yetirdikdə dövlət qiymətli kağızları ümumi

olaraq 2 dəfədən çox, törəmə maliyyə alətləri bazarı isə 41% artmışdır. Rekord artım repo və əks repo əməliyyatlarının statistikasında müşahidə olunur. Belə ki, 2017-ci il ilə müqayisədə 2018-ci ildə göstəricilər 12 dəfə artmışdır. Qeyd etmək lazımdır ki, bu göstəricilər 2016-cı illə müqayisədə 2017-ci ildə də 25 dəfə artım nümayiş etdirmişdir. Yeganə mənfi rəqəmlər korporativ qiymətli kağızlar bazarında qeydə alınmışdır. Ümumi olaraq sözügedən bazar ötən il ilə müqayisədə 40% geriləmiş, həm ilkin, həm də təkrar bazarda azalma müşahidə olunmuşdur. Lakin korporativ qiymətli kağızlar bazarında 2017-ci ildəki geriləmə 58% təşkil etdiyini də nəzərə alaraq qeyd etmək lazımdır ki, cari ildə bu tendensiya nisbətən azalmışdır. Korporativ qiymətli kağızlarda azalmanın başlıca səbəbi isə korporativ istiqrazların azalmasıdır. Belə ki, cari ildə korporativ istiqrazlar ötən illə müqayisədə 22% azalaraq 1.3 mlrd. manat təşkil etmişdir. Bunun səbəbi isə 2017-ci ildə dövlət əhəmiyyətli layihələrin yerli qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə maliyyələşməməsidir. Lakin 2016-cı illə müqayisədə 2017-ci ildəki geriləmə faizi 79% qeydə alınmışdır. Bunu nəzərə alaraq geriləmə dərəcəsinin azaldığını qeyd etmək olar.

Son illərdə dövlət qiymətli kağızlarında müşahidə olunan artıma gəldikdə isə, bazarın həcmnin artım dinamikasına Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyinin daxildən borclanma siyasəti və Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankının milli valyutaya olan təzyiqlərin azaldılması məqsədilə not buraxılışlarının böyük təsir göstərdiyini qeyd etmək lazımdır ([https://www.fimsa.az/assets/upload/files/QK-Hesabat%202018\(4\).pdf](https://www.fimsa.az/assets/upload/files/QK-Hesabat%202018(4).pdf)).

Törəmə maliyyə alətləri bazarının ümumi həcmi keçən ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə artmasına baxmayaraq artım göstəricisi ümumi olaraq xaotik və dayanıqsız dinamika ilə müşayiət olunduğu üçün investisiyaların cəlb edilməsi və xüsusilə də maliyyə bazarlarının inkişafı istiqamətində işlər davam etdirilməlidir. Hal-hazırda bazarda valyuta derivativləri (fiyçers, forvardlar, svaplar və opsiyonlar) üçün tələbat yüksəkdir. Həmin maliyyə alətləri üzrə Türkiyə sürətlə inkişaf etmişdir və hətta 2015-ci ildə derivativ birjası fəaliyyətə başlamışdır. Gürcüstanda da fəaliyyət göstərən 10 kommersiya bankı tərəfindən valyuta forvard məhsulları

üzrə xidmət göstərilir. Bu tədbirlər sahibkarlıq fəaliyyətinin inkişafında mühüm rola malikdirlər. Azərbaycanda fəaliyyət göstərən kommersiya bankları isə bu növ maliyyə xidmətləri göstərmir. Bu istiqamətdə müvafiq dövlət qurumları tərəfindən təkanverici tədbirlərin görülməsi zəruri hesab edilir.

Kapital bazarları vasitəsilə maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsi əsasən fond birjalrı vasitəsilə təşkil edilir. Fond birjalrının dövlət tərəfindən tənzimlənməsi səbəbilə birjada ticarət olunan kağızlar daha yüksək nüfuza malik olur. Bu da investorların həmin kağızlara marağının artması və şirkətlərin daha aşağı xərclərlə vəsait cəlb etməsinə şərait yaradır. Şirkətin qiymətli kağızlarının fond birjalrında ticarətinin təşkili listing adlanır. Qiymətli kağızları tənzimlənən bazarlarda listingə çıxaran emitentlər uzunmüddətli kapital cəlb etmə, yeni investorlara çıxış, müsbət imicin formalaşması, likvidlik və təkrar bazar, işçilərin motivasiyası, şirkətin bazar dəyərinin müəyyənləşdirilməsi, təsisçilərin çıxış imkanı kimi üstünlükləri əldə edir.

Bakı Fond Birjası (BFB) Azərbaycanda yeganə fond birjası olub, tənzimlənən bazarlarda qiymətli kağızlarla ticarəti təşkil edir. Hazırda BFB-də ölkənin bir sıra şirkətlərinin qiymətli kağızları ticarət olunur. Bu o deməkdir ki, həmin qiymətli kağızlar öncəliklə BFB-nin listing qaydalarına müvafiq şəkildə listingdən keçmişdir.

Dünya Bankının “Kapital Bazarlarının Müasirləşdirilməsi Layihəsi” çərçivəsində BFB-nin listing qaydaları yenidən işlənmiş, səhm və istiqraz bazarları ayrılmışdır. Eyni zamanda, bazarlar listing səviyyələrinə görə seqmentlərə bölünmüşdür. BFB-nin 30 yanvar 2015-ci il tarixdə təsdiq edilmiş “Bakı Fond Birjasında qiymətli kağızların listingi, delistingi və ticarətə buraxılması Qaydaları”na müvafiq olaraq həm səhm, həm də istiqraz bazarları üzrə əsas, standart və alternativ bazar olmaqla üç bazar seqmenti mövcuddur. Hər bir seqment üzrə listing tələbi fərqlidir. Belə ki, tələblər əsas bazar seqmentinə daxil olmaq üçün daha yüksək, standart seqment üçün orta, alternativ bazar seqmenti üçün isə daha aşağıdır.

Əsas bazar seqmentində listingə daxil olmaq üçün emitentlərdən təşkilati və maliyyə məlumatlarının açıqlanması, eyni zamanda, idarəetmə standartlarının tətbiqi, mənfəətlilik tələb edilir. Səhm bazarı üzrə əsas bazar seqmentində “Azərbaycan Beynəlxalq Bankı” ASC -nin səhmləri listingdədir. İstiqraz bazarı üzrə əsas bazar seqmentində Maliyyə Nazirliyinin dövlət istiqrazları, Mərkəzi Bankın notları, Azərbaycan İpoteka Fondu və Azərbaycan Respublikasının Dövlət Neft Şirkətinin korporativ istiqrazları listingdən keçmişdir.

BFB-nin səhm və istiqrazlar üzrə əsas bazar seqmentində listing tələblərindən ən əsasları, xalis mənfəət və aktivlərin dəyərinin yüksək olması, İFRSə uyğun maliyyə hesabatları, son 1 illik və 6-aylıq audit olunmuş hesabatların hazırlanması, emitentin daxili audit komitəsinə, mütəmadi olaraq yenilənən və onun fəaliyyətinin mühüm istiqamətlərini işıqlandıran veb sahifəyə malik olması və nizamnaməsinin ictimaiyyətə açıqlanmasıdır.

Standart bazar seqmentində listing tələbləri bir qədər yumşaqdır (əlavə cədvəl 2). Emitent maliyyə hesabatlarını yerli mühasibat standartlarına uyğun hazırlaya bilər. Emitentin nizamnamə kapitalının həcmi ən azı 500 000 manat olmalıdır. Həmçinin, sərbəst dövriyyənin minimum həcmi 5 faiz və ya 125 000 manat olmalıdır. Bundan başqa, sərbəst tədavül azı 20 səhmdarın arasında bölüşdürülməlidir, lakin əsas bazara aid olan tələblərdəki kimi bir səhmdara 5%-dən artıq pay məxsus ola bilməz. Standart bazar seqmentində standartların tətbiqi edildiyi ancaq, nisbətən orta maliyyə və əməliyyat göstəriciləri nümayiş etdirən şirkətlərin qiymətli kağızları ticarət olunur. Hazırda standart bazar seqmentində səhm bazarında 2 emitent, istiqraz bazarında isə 5 emitent listingdən keçmişdir.

Adıçəkilən bazar seqmentlərinin listing tələblərinə ödəməyən qiymətli kağızlar Alternativ bazar seqmentində listingə çıxma bilirlər. Bu bazar seqmentində ümumi normalara cavab verən kiçik həcmli şirkətlərin qiymətli kağızları ticarət olunur. Hazırda alternativ bazar seqmentində səhm bazarında 862 emitent, istiqraz bazarında isə 8 emitent listingdən keçmişdir (<https://bfb.az>, 2017).

Kapital bazarlarında maliyyələşmək istəyən emitentlər ilk növbədə Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatasına müraciət edərək, qiymətli kağızlarının dövlət

qeydiyyatına alınmasını, kütləvi təklif olduqda isə emissiya prospektinin təsdiq edilməsini təmin etməlidir. Bundan sonra, qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və anderraytinqini həyata keçirən investisiya şirkəti ilə, habelə qiymətli kağızların saxlanması və reyestrinin aparılması xidmətlərini göstərməsi barədə Milli Depozit Mərkəzi (MDM) ilə müqavilə bağlamalıdır. Sonda isə emitent Bakı Fond Birjasına (BFB) müraciət edərək, qiymətli kağızlarının birjanın səhm və ya istiqraz bazarının müvafiq seqmentində listingdən keçməsinə təmin etməlidir. Bundan sonra, emitentlər listingə müraciət etmək üçün müvafiq sənədləri (əlavə cədvəl 3) BFB-yə təqdim edir.

Səhm və istiqraz bazarlarının müxtəlif bazar seqmentində listingə çıxmaq istəyən emitentlər 2016-cı ildən etibarən birdəfəlik ödənişdən azad edilmişdir. Eyni zamanda, listing tariflərinin qiymətli kağızların ümumi məbləğinə uyğun olaraq differensiallaşdırılması prinsipi ləğv edilmiş və sabit tarif rejimi tətbiq edilməyə başlanmışdır. Emitentlər hazırda aşağıdakı məlumatlara əsasən müvafiq bazar seqmentinə uyğun illik tariflər ödəyir:

Şəkil 5. Bazar seqmentinə uyğun olaraq listing tarifləri

Əsas bazar	• 1000 manat
Standart bazar	• 500 manat
Alternativ bazar	• 200 manat

Mənbə: Bakı Fond Birjası, <https://bfb.az/tarifler/>

Tariflər Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı və Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyinə şamil olunmur. Eyni zamanda, Azərbaycan İpoteka Fondu tərəfindən buraxılmış dövlət təminatlı istiqrazlar, Azərbaycan Respublikasının mühüm iştirak payına (51%) sahib olduğu səhmdar cəmiyyətlər və

Bazel prinsiplərinə uyğun olaraq sıfır riskli və ya risksiz hesab edilən beynəlxalq təşkilatlar tərəfindən buraxılan istiqrazlar listing tariflərindən azaddır.

Qiymətli kağızlar bazarında tətbiq olunan mövcud tarif siyasətinin emitentlərə təsirinin qiymətləndirilməsi məqsədilə 2 istiqamət əsas götürülmüşdür. Emitentlərə qiymətli kağızların tənzimlənən bazarda listingi və ticarəti üzrə BFB tərəfindən tətbiq edilən listing tarifləri və həmçinin MDM tərəfindən depozitar və kliring fəaliyyətlərinin göstərilməsi məqsədilə tətbiq edilən tariflər təhlil edilmişdir. Tariflərin təhlilinin effektiv həyata keçirilməsi məqsədilə bazara bütün olaraq yanaşılmış, bu məqsədlə BFB və MDM-in tariflərindən əlavə emissiya prospektinin təsdiq edilməsi üzrə dövlət rüsumu, habelə investisiya şirkətləri tərəfindən tətbiq olunan komissiya xərcləri və banklar tərəfindən tətbiq olunan köçürmə komissiyaları nəzərə alınmışdır.

BFB-də qiymətli kağızların həm yerləşdirilməsi, həm də təkrar bazarda ticarəti üzrə əqdin tərəflərindən komissiya tutulur. Komissiyalar qiymətli kağızın növündən asılı olaraq dəyişir. Belə ki, mövcud tarif cədvəlinə əsasən listingdən keçmiş emitentlər səhmlərin fond birjasında yerləşdirilməsi üzrə 0,05% (minimum 0,5 və maksimum 500 manat) komissiya ödəyir. Korporativ istiqrazların fond birjasında yerləşdirilməsi zamanı emitentlər qiymətli kağızın tədavül müddətindən asılı olmayaraq 0,04% komissiya ödəyir. Qeyd olunan tariflərə müvafiq olaraq emitent ümumi dəyəri 10 milyon manat məbləğində səhm yerləşdirdikdə BFB-yə cəmi 500 manat, 10 milyon manat məbləğində istiqraz yerləşdirdikdə isə BFB-yə cəmi 4000 manat komissiya ödəyir. Həmçinin qiymətli kağızların yerləşdirilməsi zamanı əqdin digər tərəfi olan investorlar BFB-yə qeyd olunan məbləğdə, yəni emitentlərlə eyni məbləğdə komissiya ödəyirlər.

Dövlət qiymətli kağızlarının, həmçinin Mərkəzi Bankın notlarının yerləşdirilməsi zamanı Mərkəzi Bank və Maliyyə Nazirliyi tariflərdən azad edilmişdir. Komissiya qiymətli kağızın tədavül müddətinə müvafiq olaraq alıcı tərəfdən tutulur (notlar üzrə 0,05%, dövlət istiqrazları üzrə 0,04% - 0,25% məbləğində komissiya).

Təkrar bazar əqdləri üzrə BFB-nin komissiyaları daha aşağıdır. Belə ki, səhmlərin təkrar bazarında əqdin tərəfləri minimum 0,5 və maksimum 200 manat məbləğində, korporativ istiqrazların təkrar bazarında isə 0,0125% məbləğində komissiya ödəyir. Dövlət qiymətli kağızlarının təkrar bazarında əqdin tərəfləri olan investorlardan 0,0125% məbləğində komissiya tutulur. Bazarda likvidliyin artırılması məqsədilə marketmeyker əqdləri üzrə tariflər daha aşağı məbləğdə müəyyən edilmişdir (marketmeykerlərdən səhmlər üzrə minimum 0,5 və maksimum 200 manat, istiqrazlar üzrə isə 0,0075%, dövlət qiymətli kağızları və ipoteka istiqrazları üzrə 0,01%) (<https://bfb.az/tarifler/>, 2018).

MDM tərəfindən qiymətli kağızlar saxlanmaya qəbulu və qiymətli kağız mülkiyyətçilərinin reyestrinin aparılması üzrə tariflər emitentlərin yerləşdiyi yərə uyğun olaraq differensiallaşdırılmışdır. Belə ki, Bakı şəhərində yerləşən emitentlər depozitar fəaliyyətlərinin göstərilməsi üçün MDM-ə qiymətli kağız buraxılışının ümumi nominal dəyərinin 0,1%-ni, digər şəhər və rayonlarda yerləşən emitentlər isə 0.05%-ni ödəyir.

Emitentlər (Bakı şəhərindən yerləşənlər) qiymətli kağızlarını birjada və ya birjadankənar bazarda buraxılmasından asılı olmayaraq MDM-ə qiymətli kağızların saxlanmaya qəbulu üzrə birdəfəlik ödəniş olaraq buraxılışın ümumi nominal dəyərinin 0,025%-i, saxlanma xərci olaraq illik 0,025%, qiymətli kağız mülkiyyətçilərinin reyestrinin formalaşdırılması üzrə birdəfəlik ödəniş olaraq 0,025%, reyestrin aparılması üzrə illik 0,025% ödəniş edirlər (0.1%). Bu deməkdir ki, 10 milyon manat məbləğində qiymətli kağız buraxaraq ilk dəfə kapital bazarlarından maliyyələşmək istəyən emitent qeyd olunan xidmətlər üzrə MDM-ə 10 000 manat (0.1%) ödəniş etməli olur (ƏDV daxil deyil). Bundan əlavə, kapital bazarlarından təkrar maliyyələşmək istəyən emitentlərə əlavə emissiyalar üzrə 0.1% (minimum 5 və maksimum 1500 manat) tariflər müəyyən edilmişdir. Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyi və Mərkəzi Bankı qeyd olunan xidmətlər üzrə tariflərdən azaddır.

MDM tərəfindən investisiya qiymətli kağızlarına ISIN kodları ödənişsiz əsasda verilir, CFI kodlarının verilməsi zamanı isə hər qiymətli kağız buraxılışı

üzrə 100 manat məbləğindən xidmət haqqı tutulur. Emitentlərə hesabların açılmasına 8 manat, qiymətli kağız sahiblərinin reyestrinin təqdim olunması ildə bir dəfə ödənişsiz və hər əlavə reyestrə görə 30 manat haqq tutulur. Bundan əlavə, qiymətli kağızlar üzrə dividendlərin və istiqrazlar üzrə faizlərin hesablanması və onların ödənilməsində vasitəçilik xidmətinə görə dividend və faiz üçün ayrılmış məbləğdən 0,2% xidmət haqqı tutulur.

Qiymətli kağızlarla klirinq xidməti hazırda yalnız MDM tərəfindən göstərilir. Qiymətli kağızlar bazarında klirinq əməliyyatlarının həyata keçirilməsi, o cümlədən əqdlərin bağlanması nəticəsində pul vəsaitləri və qiymətli kağızlar üzrə öhdəliklərin və tələblərin müəyyənləşdirilməsi, habelə pul vəsaitləri üzrə hesablaşmaların aparılması xidmətləri MDM tərəfindən ödənişsiz əsasda göstərilir.

MDM klirinq və hesablaşmalar daha effektiv icra edilməsi məqsədilə 2017-ci ilin aprel ayında “AZİPS” (Real Vaxt Rejimində Banklararası Milli Hesablaşmalar sistemi) qoşulmuş, beləliklə ödənişlərin icrası avtomatlaşdırılaraq real vaxt rejimində aparılmağa başlanılmışdır. Mərkəzi Bank tərəfindən “AZİPS”lə icra olunan əməliyyatlar üzrə MDM-ə tariflər müəyyən edilsə də, MDM tərəfindən həmin tariflər emitentlərə və investora ötürülmədən ödənilir (<http://www.mdm.az/images/files/2018-11/295bfbf2afbc0aa.pdf>, 2018).

Emissiya prospekti üzrə dövlət rüsumuna gəldikdə isə “Dövlət rüsumu haqqında” Qanunla qiymətli kağızların qeydiyyatına alınması və dövlət reyestrinə daxil edilməsi üçün dövlət rüsumu müəyyən edilmişdir. Qiymətli kağızları kütləvi təklif edən və tənzimlənən bazarda ticarətə buraxan emitentlərin emissiya prospektləri Palata tərəfindən təsdiq edilir və bu zaman emitentlər aşağıdakı cədvələ uyğun olaraq diferensial dövlət rüsumu ödəyirlər:

Cədvəl 2. Emissiya prospektinin təsdiq edilməsi tarifləri

Emissiya prospektinin təsdiq edilməsi üçün	Dövlət rüsumu
• emissiya məbləği 99 000 manatadək olduqda;	220 manat
• emissiya məbləği 99 000 manatdan 198 000 manatadək olduqda;	440 manat
• emissiya məbləği 198 000 manatdan çox olduqda.	880 manat

Mənbə: <http://www.e-qanun.az/framework/2860>

Azərbaycandakı tarifləri beynəlxalq təcrübə ilə müqayisə etmək məqsədilə İstanbul, Moskva və Qazaxıstan Birjalarındakı listing şərtləri nəzərdən keçirilmişdir:

İstanbul Birjası (Borsası)

Türkiyədə fond birjası fəaliyyətini yerinə yetirən Borsa İstanbulun səhmlər üzrə BİST Ulduzlar və BİST Əsas olmaqla iki listing kateqoriyası və hər birində iki segment mövcuddur. Tələblər BİST Ulduzlar 1-ci qrupunda şirkətin ümumi bazar dəyəri azı 1 mlrd lirə, 2-ci qrupunda isə azı 400 mln lirə olaraq təyin olunmuşdur. BİST Əsas üçün isə bu istiqamətdə tələblər qoyulmamışdır.

Borsa İstanbulun kütləvi təklif edilən korporativ istiqrazlar üzrə isə listing tələbləri aşağıdakı kimidir:

- şirkətin fəaliyyət müddəti ən azı 2 il olmalıdır;
 - son 2 il üzrə audit olunmuş maliyyə hesabatlarında ən azı 1 ili üzrə xalis mənfəət əldə edilməlidir;
 - şirkətin ümumi kapitalı onun nizamnamə kapitalından yuxarı olmalıdır;
 - şirkətin maliyyə vəziyyəti dayanıqlı olmalıdır
- (https://www.borsaistanbul.com/borsa_uyeleri/basvuru-dokumanlari, 2018).

Moskva Birjası

Moskva Birjası 2011-ci ildə yenidən təşkil edilmiş və ticarət dövriyyəsinə görə Avropanın ən böyük fond birjalarından biri hesab olunur, səhmlər, istiqrazlar, törəmə alətlər və əmtəələrlə ticarəti təşkil edir. Moskva Birjasında səhmlər üzrə 2 bazar segmenti var və onlar üzrə listing tələbləri 1-ci səviyyə üçün Şirkətin bazar dəyərinin və sərbəst tədavül həcmnin adi səhmlərin ən azı 3 mlrd rubl olmaqla 10%-i, imtiyazlı səhmlərin ən azı 1 mlrd olmaqla, 50%-inin sərbəst tədavüldə olması müəyyənləşdirilmişdir, 2-ci səviyyə üçün isə bu rəqəm müvafiq olaraq 2 mlrd və 0.5 mlrd təşkil edir. Fəaliyyət müddəti və İFRS-ə uyğun audit olunmuş hesabatların açıqlandığı illərin sayının 1-ci səviyyə üçün 3, 2-ci səviyyə üçün isə ən az 1 il olması tələb olunur

Moskva Birjasında korporativ istiqrazlar üzrə də 2 bazar segmenti var və onlar üzrə listing tələbləri 1-ci səviyyə üçün buraxılışın həcmi ən az 2 mlrd rubl, 2-

ci səviyyədə isə 0.5 mlrd rubldur. Fəaliyyət müddəti və İFRS-ə uyğun audit olunmuş hesabatların açıqlandığı illərin sayı isə hər iki səviyyə üçün ən azı 3 ildir. Bu birjada 2-ci səviyyədə istiqrazların listingi üçün korporativ idarəetmə tələbləri və kredit reytingi tələbləri qoyulmamışdır (<https://www.moex.com/s21>, 2018).

Qazaxıstan Fond Birjası

Qazaxıstan Fond Birjası post sovet ölkələri arasında ən böyük birjalardan biri hesab olunur və səhm, istiqraz və törəmə maliyyə alətləri ilə ticarəti təşkil edir. Qazaxıstan Fond Birjasının listing üzrə 3 bazarı mövcuddur: Əsas bazar, Alternativ bazar və Qarışıq bazar. Səhm və istiqrazlar əsas və alternativ bazarda ticarət olunur, qarışıq bazarda isə islam qiymətli kağızları, investisiya fond payları və törəmə maliyyə alətləri listingdədir. Səhm bazarı üzrə listing tələblərindən əsas göstərici olan səhmlərin sayının Premium və alternativ bazar üçün ən azı 1 mln ədəd olması təyin olunmuşdur, Standart bazar üçün isə belə bir tələb göstərilməmişdir (http://kase.kz/ru/kase_rules/, 2018)

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafına təsir edən digər faktor vergi dərəcələridir. Azərbaycan Respublikasının Vergilər Məcəlləsində qiymətli kağızlar bazarının işləmə prinsipləri və xarakterikasına uyğun vergi mühiti müəyyən edilməmişdir, Məcəllədə qiymətli kağızlar bazarında tətbiq edilən vergi rejimi barədə dəqiq və ətraflı məlumat mövcud deyil. Vergilər Məcəlləsinin 102.1.22-ci maddəsinə müvafiq olaraq qiymətli kağızlar bazarında 2016-cı ildən etibarən 7 (yeddi) il müddətində emitentlər tərəfindən qiymətli kağızlar üzrə ödənilən dividend, diskont və faiz gəlirləri vergidən azad olunsa da, hazırda tətbiq edilən mövcud vergi rejimi beynəlxalq təcrübəyə uyğun hesab olunmur. (<http://www.taxes.gov.az/modul.php?name=qanun&cat=3>, 2018). Ümumilikdə qiymətli kağızlar bazarı üzrə xüsusi vergi rejimi müəyyən edilmədiyini üçün, bazar investorlar üçün cəlbedici deyil.

Mövcud qanunvericilik şirkətlərə qiymətli kağızların kütləvi təklif edilməsi üçün əlavə stimullar yaratmır, listingdə olan və olmayan şirkətlər fərqləndirilmir. Mövcud vergi qanunvericiliyində şirkətlərin listingə çıxmasının stimullaşdırılması məqsədilə heç bir vergi güzəşti müəyyən edilməmişdir. Bundan əlavə, investorlar

tərəfindən qiymətli kağızlarla tənzimlənən bazar ilə tənzimlənməyən bazarda ticarətdən əldə edilən gəlir üzrə diferensial vergi rejimi tətbiq edilmir. Beynəlxalq təcrübədə bu cür güzəştlərin tətbiqi listingin təşviqi üzrə ən effektiv addımlardan biri hesab olunur və intensiv istifadə edilir.

Tayland hökuməti Tayland Fond Birjasının həm əsas, həm də alternativ listinginə çıxan emitentlərə 2001-ci ildən 2009-cu ilədək mənfəət vergisi üzrə güzəştlər təklif edərək şirkətlərin listingə çıxışının təmin edilməsinə uğurla nail olmuşdur. Listingin stimullaşdırılması üzrə vergi güzəştləri aşağıdakı cədvələ uyğun olaraq iki mərhələdə tətbiq edilmişdir:

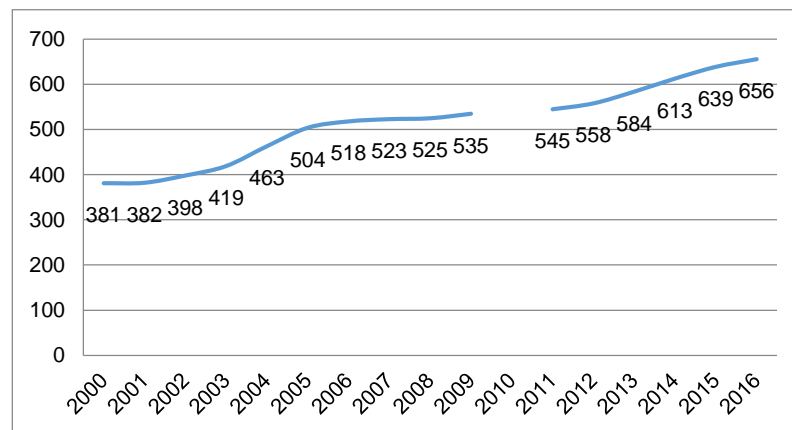
Cədvəl 3. Tayland birjasında listingdə olan şirkətlərə vergi güzəştləri

Taylanda listingdə olan şirkətlərə tətbiq edilən vergi dərəcələri			
	2001-2006	2007-2009	2010-indiyədək
Mənfəət vergisi	30%		20%
Əsas bazar seqmenti üzrə mənfəət vergisi	İPO-dan sonra 5 il ərzində 25%	İPO-dan sonra 3 il ərzində 25%	
Digər bazar seqmenti üzrə mənfəət vergisi	İPO-dan sonra 5 il ərzində 20%	İPO-dan sonra 3 il ərzində 20%	

Mənbə: Tayland Fond Birjası-<https://www.set.or.th/set/mainpage.do?language=en&country=US>

2001-2009-cu illərdə ölkədə korporativ təşkilatlar üzrə mənfəət vergisi 30% olmuşdur. 2001-2006-cı illəri əhatə edən ilk mərhələdə 5 il müddətinə əsas bazar seqmentində listingə çıxan böyük şirkətlərə 5%, digər bazar seqmentdə listingə çıxan kiçik və orta şirkətlərə isə 10% vergi güzəşti verilmişdir.

Qrafik 3. Tayland Fond Birjasının listingdəki şirkətlərinin statistikas



Mənbə: Tayland Fond Birjası <https://www.set.or.th/set/mainpage.do?language=en&country=US>

2000-ci illə müqayisədə 2009-cu ildə əlavə 154 yerli şirkət listingə cəlb olunmuşdur. 2010-cu ildən etibarən həm listingdə olan, həm də olmayan bütün

korporativ təşkilatlar üzrə mənfəət vergisi 20% olmuşdur və artıq formalaşmış bazarda listingə çıxan emitentlərin sayı artmağa davam etmişdir (<https://www.set.or.th/set/mainpage.do?language=en&country=US>, 2017).

İndoneziyada korporativ təşkilatlar üzrə mənfəət vergisi 25%, listingin stimullaşdırılması məqsədilə ölkədə fond birjasında listingə çıxmış şirkətlərə isə 5% vergi güzəşti ilə 20% tətbiq olunur. Həmçinin, ilkin kütləvi təklif (İPO) zamanı səhmlərin yerləşdirilməsi üzrə əqdin məbləğinin 0,1% həddində vergi tutulur. Listingdə olmayan şirkətlərin səhmlərinin yerləşdirilməsi üzrə vergi əqdin məbləğinin 5%-i olaraq müəyyən edilmişdir (<https://www.idx.co.id/en-us/>, 2018).

Vyetnamda da 2005-ci ilin sonunda fond birjasında yalnız 32 şirkət listingə çıxarkən, 1 il müddətinə mənfəət vergisi üzrə vergi güzəştinin tətbiqi nəticəsində (listingə çıxmayan şirkətlərə mənfəət vergisi 28%, listingə çıxan şirkətlərə isə 14%) 2006-cı ildə listingə olan şirkətlərin sayı 161-ə yüksəldi və bu güzəştin qısa müddət tətbiq edilməsinə baxmayaraq artım davamlı oldu və 2016-cı ildə birjada 320 şirkət listingdədir. İnkişaf etməkdə olan və qiymətli kağızlar bazarında artım müşahidə olunan digər ölkələrin təcrübəsində də bu tip güzəştlərin tətbiq edildiyini aşkarlamış olduq. Belə ki, Banqladeş, Türkiyə, Koreya və s ölkələrdə də bu üsulla stimullaşdırma siyasəti həyata keçirilmişdir (<https://www.hsx.vn/>, 2018).

Beynəlxalq praktikada qiymətli kağızların təkrar satışından əldə olunan kapital artımından yaranan gəlirlərin vergiyə cəlb olunması üzrə preferensial yanaşma tətbiq olunur. Əlavə olaraq, spekulyativ məqsədli investisiyalar ilə müqayisədə uzunmüddətli investisiyaların daha geniş miqyasda stimullaşdırılır. Bununla yanaşı, bəzi ölkələrdə kapital artımından yaranan gəlirlər ümumiyyətlə vergiyə cəlb olunmur. Qazaxıstanda rezident hüquqi və fiziki şəxslər tərəfindən 3 il müddətində saxlanılan və neft-qaz sənayəsinə aid olmayan müəssisələrin səhmlərinin üzrə kapital artımından yaranan gəlirlər vergiyə cəlb edilmir. Həmçinin rezident fiziki şəxslər Qazaxıstan birjasında listing olunan müəssisələrin səhmlərinin və dövlət qiymətli kağızların təqdim edilməsinə görə gəlir vergisindən azaddırlar. Rusiyada hüquqi şəxslərin 5 il müddətində saxladığı listingdən keçməmiş müəssisələrin səhmləri və ya innovasiya sektorunda işləyən

müəssisələrin listing olunan səhmləri üzrə kapital artımından yaranan gəlirlər vergiyə cəlb edilmir. Rezident fiziki şəxslər 3 il müddətində saxladığı Rusiya birjasında listing olunan müəssisələrin səhmlərinin təqdim edilməsi üzrə gəlir vergisindən azaddırlar. Türkiyədə rezident hüquqi şəxslərin 2 il müddətində saxladığı qiymətli kağızlar üzrə kapital artımından yaranan gəlir 5 il boyunca müəssisənin balansında xüsusi ehtiyat fondunda saxlanıldıqda, bu gəlirlərin 75%-i mənfəət vergisindən azaddır. Rezident və qeyri-rezident fiziki şəxslərin İstanbul birjasında listing olunan səhmlərin satışından yaranan gəlirləri vergiyə cəlb olunmur. Gürcüstanda fiziki şəxslər tərəfindən iki ildən çox saxlanılan qiymətli kağızlar üzrə kapital artımından yaranan gəlirlər mənfəət vergisindən azaddır.

Bazarın inkişafında əhəmiyyətli rol oynayan digər subyekt-kapital bazarlarında əsas institusional investorlar hesab olunan İnvestisiya fondlarıdır. Bununla əlaqədar, kapital bazarları inkişaf etməkdə olan ölkələr müxtəlif vergi güzəştləri tətbiq etməklə bazarda institusional investorların aktiv iştirakını təşviq edir. İnvestisiya fondlarının vergi siyasəti düzgün olmadıqda kollektiv investisiya sxemlərinə yatırımlar ilə fərdi yatırımlar arasında əhəmiyyətli fərq yaranmır. Bu isə, investisiya fondlarına olan marağı azaltmaqla yanaşı, kollektiv investisiya sxemlərinin inkişafına maneə yaradır.

Beynəlxalq praktikada investisiya fondlarının fəaliyyətinin təşviq olunması məqsədilə müvafiq vergi güzəştləri tətbiq olunmaqdadır. Belə ki, Türkiyə və Slovakiyada investisiya fondunun gəlirlərindən mənfəət vergisi, gəlirlər investorlarla bölüşdürüldükdə isə həmin investorlardan gəlir vergisi tutulmamaqdadır. Avropanın əksər ölkələrində investisiya fondlarının əldə etdikləri gəlirlər mənfəət vergisinə cəlb olunmur. İnvestisiya fondlarının gəlirlərindən mənfəət vergisi tutulmadığı bir çox Avropa ölkələrində fondun mənfəətinin investorlara paylanması zamanı həmin investorlara gəlir vergisi tətbiq edilir. Əlavə olaraq, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Yunanıstan, Macarıstan, İtaliya, Hollandiya, Polşa, Portuqaliya, Türkiyə və Böyük Britaniya kimi ölkələr investisiya fondlarında payların satışından əldə edilmiş kapital gəlirindən kapital vergisi tutmur.

Bundan başqa sektorun elektronlaşması da çox önəmli faktorlardandır. Hal-hazırda beynəlxalq maliyyə bazarlarında əksər proseslər (sifarişlərin qəbulu, icrası və müqavilə bağlandıqdan sonra həyata keçirilən xidmətlər) elektronlaşdırılmışdır. Son dövrlərdə ölkəmizdə də proseslərin optimallaşdırılması məqsədilə əməliyyatların elektronlaşdırılması istiqamətində bir çox tədbirlər görülmüşdür. Strateji Yol Xəritəsində də 2020-ci ilə qədər qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatların tamamilə elektronlaşdırılması nəzərdə tutulmuşdur. Digər tərəfdən əsas məqamlardan sayılan bir amil olaraq deyə bilərik ki, müştərilərdən alınan müraciətlərdən də görüldüyü kimi, ölkəmizin qiymətli kağızlar bazarında aktivliyin daha da artırılması üçün bütün proseslərin elektronlaşdırılması beynəlxalq səviyyədə zəruriyyətə çevrilmişdir. (http://iqtisadiislahat.org/store//media/documents/SYX/İqtisadiyyat_Yol_%20xeritesi.pdf, 2016).

Qeyd edək ki, hal-hazırda mövcud qanunvericilik sifarişlərin elektron vasitələrlə qəbuluna imkan verir (AzFinance və InvestAZ İnvestisiya şirkəti tərəfindən), lakin bir şərtlə ki, müştəri sistemə elektron imza vasitəsilə daxil olsun. Bu amil isə əksər fiziki şəxslərin imkanlarını məhdudlaşdırır. Belə ki, ölkəmizdə elektron imzadan istifadə fiziki şəxslər üzrə az həcmdədir. Bundan əlavə beynəlxalq təcrübədə elektron imzadan istifadə mütləq şəkildə tələb olunmur.

İnvestisiya şirkəti tərəfindən təqdim edilən elektron mühit (proqram təminatı) vasitəsi ilə müştərilərdən sifarişlərin qəbulunu məhdudlaşdıran əsas amillərdən biri də proqram təminatları üçün vahid standartların tətbiq edilməməsi və bu istiqamətdə həm BFB, həm MDM, həm İnvestisiya şirkətlərinin, həm də Nəzarət Palatasının birgə işinin qurulmamasıdır. Belə ki, qeyd edildiyi kimi, İnvestisiya şirkətlərinin bəziləri artıq öz proqram təminatlarını yaradıblar. Lakin mərkəzi ticarət sistemə inteqrasiya olunması məsələləri hələ də açıq müzakirə mövzudur.^{[1][2][3][4][5][6][7][8][9][10][11][12][13][14][15][16][17][18][19][20][21][22][23][24][25][26][27][28][29][30][31][32][33][34][35][36][37][38][39][40][41][42][43][44][45][46][47][48][49][50]}

Qloballaşma prosesi, bankların kapital bazarlarına daha geniş çıxış imkanları, innovativ yanaşma və maliyyə texnologiyalarının dinamik inkişafı (FinTech) bankların kapital bazarlarına inteqrasiyasını əsaslandıran mühüm amillər olmuşdur. Bununla əlaqədar olaraq, hətta tarixən universal bank fəaliyyətinə icazə verməyən

dövlətlər (ABŞ, Böyük Britaniya və Yaponiya) tərəfindən 90-cı illərdən etibarən bu istiqamətdə mühüm addımlar atılmışdır. Azərbaycanda isə müvafiq qanunvericilik bankları bu fəaliyyəti göstərməsinə əngəl olmaqdadır. Artıq nəzərdən keçirilmiş olan qanunvericilik aktlarının dəyişdirilməsi və bankların maliyyə bazarlarında fəaliyyətinə şərait yaradılması ümumi bazarın inkişafı üçün tövsiyyə olunan məsələlərdəndir.

Xarici investisiyaların cəlbi və Maliyyə bazarlarının inkişafı məqsədilə dövlət müəssisələrinin özəlləşdirmə prosesinin sürətləndirilməsi və IPO emissiyasına başlanılması xüsusi önəm daşıyır. İlk növbədə sözügedən proseslər dövlət təşkilatlarının fəaliyyəti üçün əlavə vəsaitlər yaradacaq. Həmin vəsaitlər yığılmış daxili və xarici borcun ödənişi və ya yeni layihələrin maliyyələşdirilməsi üçün istifadə oluna bilər. Azərbaycan iqtisadiyyatının xüsusiyyətlərini nəzərə alaraq qeyd etmək lazımdır ki, dövlət təşkilatlarına investisiya edərkən daxili investorların gəlir mənbəyi haqqında məlumatın tələb olunmaması bu proseslərin sürətlənməsinə şərait yaradacaqdır.

2.2. Beynəlxalq reyting agentlikləri tərəfindən Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qiymətləndirilməsi

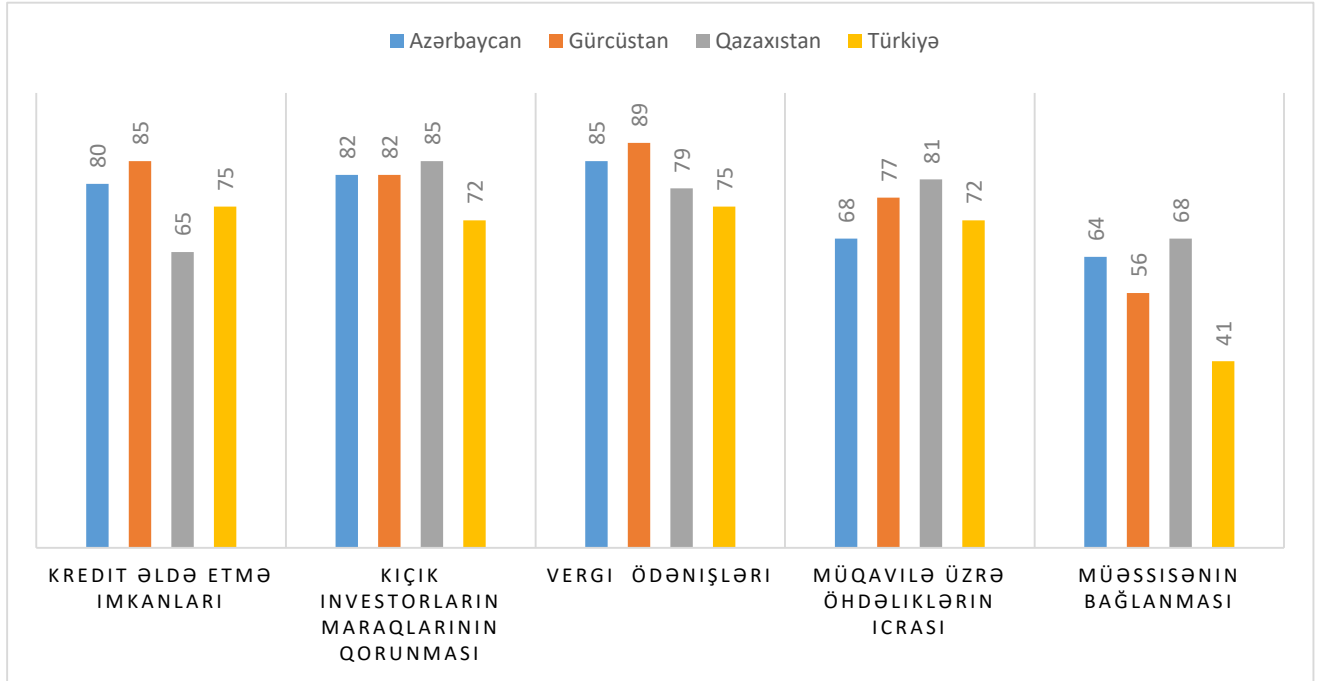
Beynəlxalq reyting agentliklərinin rəyləri, xarici investorların investisiya yatırımları üçün seçimlərinə, qərar vermə prosesinə çox böyük təsirə malik faktorlardandır. Bu səbəbdən beynəlxalq reytinglərdə ölkənin hazırkı vəziyyətinin təhlil edilməsi qarşıya qoyulmuş problemin həlli yolunda atılması vacib addımlardandır.

Dünya Bankının “Doing Business” hesabatı ölkənin investisiya mühiti ilə bağlı xarici investorların qərarlarına təsir edən nüfuzlu “Biznesə başlamanın asanlıığı” reytingini formalaşdırır. Azərbaycan “Biznesə başlamanın asanlıığı” reytingində ötən il ilə müqayisədə 32 pillə irəliləmiş və 190 ölkə arasından 25-ci yerdə qərarlaşmışdır.

Reytingi formalaşdıran 10 indikatorun 5-i investorların maliyyə aktivlərinə birbaşa və dolaylı yolla təsir edir. Bu indikatorlara Kredit əldə etmə imkanları,

“Kiçik investorların maraqlarının qorunması”, “Xarici ticarətin aparılması”, “Vergi ödənişləri”, “Müqavilə üzrə öhdəliklərin icrası” və “Müəssisənin bağlanması” indikatorlarını aid etmək olar.

Qrafik 4. “Doing Business”də ölkələr üzrə hər bir indikatora müvafiq toplanılmış ballar



Mənbə: Dünya Bankının “Doing Business” Hesabatı,2019, <http://www.doingbusiness.org>

Cədvəl 4. Doing Business Hesabatının 5 indikatoru üzrə Azərbaycan və qonşu ölkələrin tutduğu pillə

İndikatorlar üzrə ölkələrin tutduğu pillə	Azərbaycan	Gürcüstan	Qazaxıstan	Türkiyə
Kredit əldə etmə imkanları	22	12	60	32
Kiçik investorların maraqlarının qorunması	2	2	1	26
Vergi ödənişləri	28	16	56	80
Müqavilə üzrə öhdəliklərin icrası	40	8	4	19
Müəssisənin bağlanması	45	60	37	109

Mənbə: Dünya Bankının “Doing Business” Hesabatı,2019, <http://www.doingbusiness.org>

1) Hər bir indikator üzrə 190 ölkə arasında tutduğumuz mövqenin qonşu ölkələrlə müqayisəli təhlilini apardıqda da görə bilirik ki, “kredit əldə etmə” üzrə Azərbaycan 22-ci pillədə olmaqla qonşu ölkələrdən yalnız Gürcüstandan geri qalır. Yuxarıda göstərilmiş 5 indikator arasında Azərbaycan ötən il ilə müqayisədə ən

çox məhz bu indikator üzrə irəliləmişdir (100 pillə). Bunun səbəbi isə bu istiqamətdə aparılmış islahat tədbirləridir. Bu tədbirlərdən biri “Daşınar əmlakın yüklülüyü haqqında” Qanunun qəbul olunması və Daşınar Əmlakın Yüklülüyünün Dövlət Reyestrinin formalaşdırılması nəticəsində girov kimi istifadə edilə bilən aktivlərin əhatə dairəsinin genişləndirilməsidir. Digər önəmli islahat isə “Azərbaycan Kredit Bürosu” MMC-nin yaradılmasıdır.

2) Azərbaycan “kiçik investorların maraqlarının qorunması” indikatoru üzrə bu pilləni Gürcüstanla paylaşmaqla 2-ci yerdədir. Bu indikator üzrə qonşulardan Qazaxıstan daha yaxşı nəticə ilə 1-ci yerdədir. Türkiyə isə 26-cı pillədə qərarlaşmışdır. Onu da qeyd etmək lazımdır ki, sözügedən indikator üzrə Azərbaycan ötən il ilə müqayisədə 8 pillə irəliləmişdir. Bu indikator üzrə islahat tədbiri olaraq “Mülki Məcəllə”yə müəyyən dəyişikliklər edilmişdir ki, bunun nəticəsində məhdud məsuliyyətli cəmiyyətlərdə səhmlərin üçüncü şəxslərə satılmasından öncə şirkətin hazırkı səhmdarlarına təklif olunmalı, bəyannamə tarixindən sonra 30 gün ərzində dividendlər ödənilməlidir. Eyni zamanda, səhmdar cəmiyyətlər tərəfindən direktorlara individual əsasda ödənilən kompensasiya illik hesabatlarda açıqlanmalıdır. Bu dəyişikliklərin nəticəsində səhmdarların haqqlarının qorunması və onların əsas korporativ qərarların verilməsində rolunun artırılması, mülkiyyətin və nəzarət mexanizmlərinin müəyyənləşdirilməsi, eləcə də geniş korporativ şəffaflığın tələb edilməsi ilə kiçik investorların qorunması gücləndirilmişdir.

3) “Vergi ödənişləri” indikatoru üzrə də Azərbaycan yalnız Gürcüstandan geri qalaraq 190 ölkə arasında 28-ci pillədə yer almışdır. Ötən il ilə müqayisədə bu indikator üzrə də 7 pillə irəliləmiş müşahidə olunur. Bu indikator üzrə “AR Vergi Məcəlləsi”nə edilmiş dəyişikliklər nəticəsində Azərbaycanda elektron qaimə-faktura və sosial sığorta ayırmaları üzrə vahid sistemin tətbiqi ilə vergilərin ödənişi sadələşdirilmiş və mənfəət vergisi bəyannaməsi üzrə onlayn platforma təkmilləşdirilmişdir.

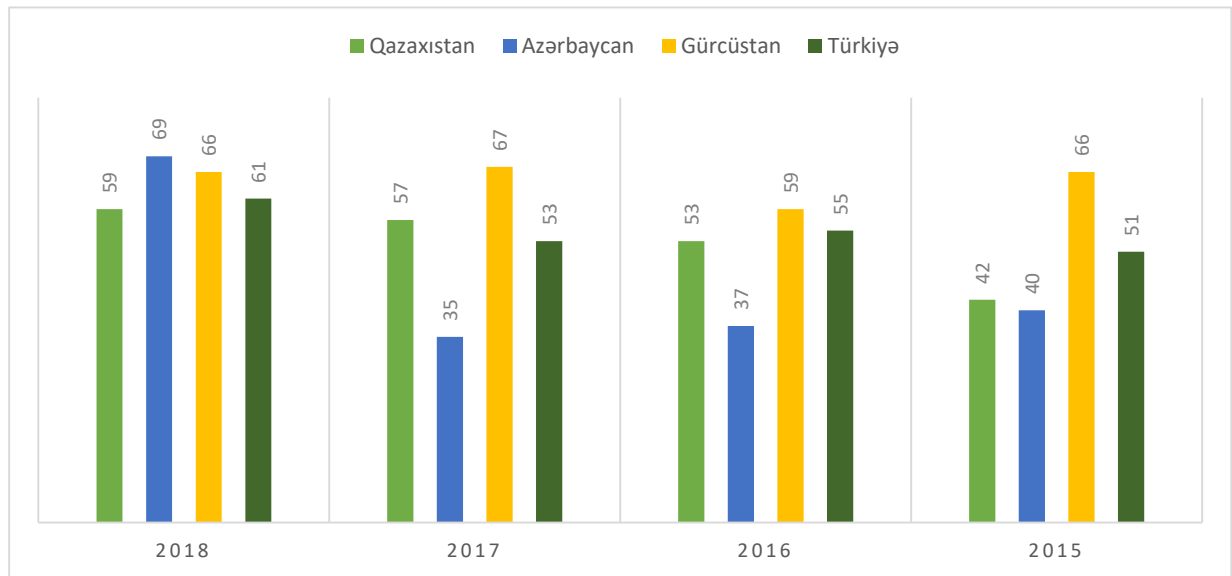
4) “Müqavilə üzrə öhdəliklərin icra edilməsi” indikatoru üzrə isə ölkəmiz müqayisə etdiyimiz qonşu ölkələr arasında sonuncu olmaqla 40-cı pillədədir. Bu

indikator üzrə ötən illə müqayisədə 2 pillə geriləmə müşahidə olunur. Bu geriləmin səbəbi Azərbaycanda bu sahədə islahatların həyata keçirilməməsi, digər ölkələrdə isə müəyyən tədbirlərin görülməsi nəticəsində irəliləmənin baş verməsidir.

5) “Müəssisələrin bağlanması” indikatorunda ötən illə müqayisədə 2 pillə irəliləyiş baş vermiş və Azərbaycan cari ildə 45-ci pillədə yer almışdır. Bu indikator üzrə qonşu ölkələrdən yalnız Qazaxıstan Azərbaycandan öndə mövqə tutmuşdur. İslahat tədbiri olaraq “Müflisləşmə və iflas haqqında” AR Qanununda dəyişikliklər qeyd etmək olar ki, edilmiş dəyişikliklər nəticəsində imtiyazlı əməliyyatlar aradan qaldırılaraq müflisləşmənin həlli asanlaşdırılmışdır (<http://www.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2019>, 2018)

Dünya İqtisadiyyatı Forumu tərəfindən buraxılmış Qlobal Rəqabətlik Hesabatı da investorların qərarlarına təsiri olan reytinglər sırasındadır.

Qrafik 5. Qlobal rəqabətlik indeksi: ölkələr üzrə müvafiq toplanılmış ballar



Mənbə: Dünya İqtisadi Forumunun “Qlobal Rəqabətlik” Hesabatı, 2015-2018.

Azərbaycan 2015-ci ildən qonşu ölkələr arasında 1-ci olmasına baxmayaraq 2018-ci ildə metodologiyanın dəyişməsi səbəbi ilə geriləmişdir. Hazırda ölkəmiz 140 ölkə arasında 69-cu pillədə yer alıb.

Reytingin investisiyalara təsir edə biləcək indikatorlarına dair nəticələri aşağıdakı cədvəldə təqdim edilmişdir.

Cədvəl 5. Qlobal rəqabətlik indeksi: ölkələr üzrə hər bir indikatora müvafiq toplanılmış ballar

Komponent adı	Azərbaycan		Gürcüstan		Türkiyə		Qazaxıstan	
	DƏYƏR	SIRA	DƏYƏR	SIRA	DƏYƏR	SIRA	DƏYƏR	SIRA
Müəssisələr	4.6	33	4.2	50	3.8	71	4.0	60
İnfrastruktur	4.5	51	4.2	69	4.5	53	4.2	68
Makroiqtisadi sabillik	4.8	65	5.1	48	5.1	50	4.2	98
Əmək bazarı	5.0	17	4.4	53	3.4	127	4.6	35
Maliyyə sistemi	3.8	79	4.1	63	3.8	80	3.3	114

Mənbə: Dünya İqtisadi Forumunun “Qlobal Rəqabətlik” Hesabatı, 2018.

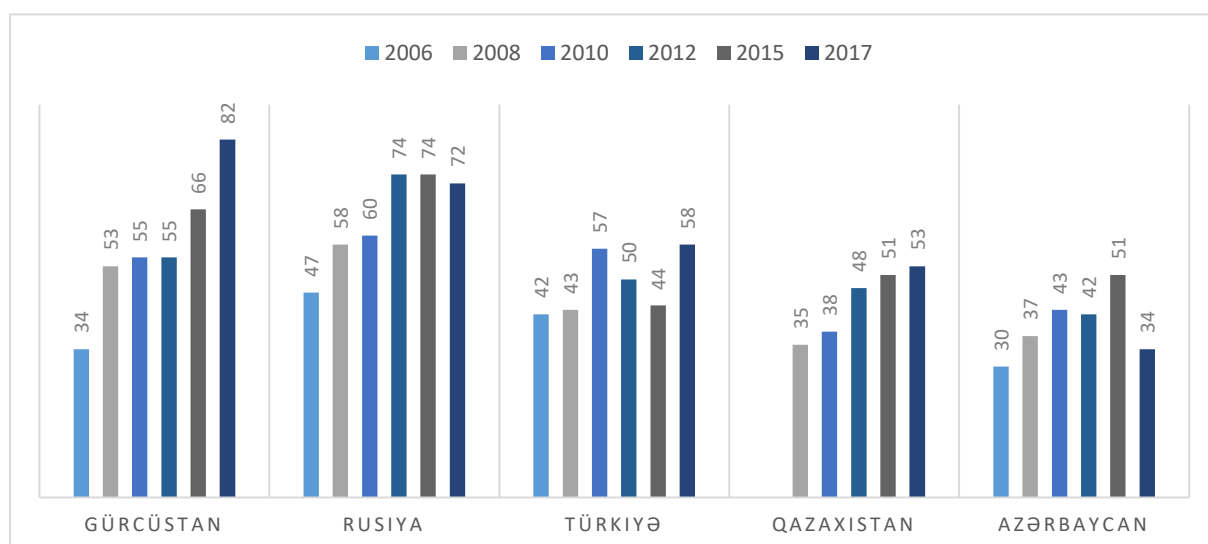
Azərbaycan müəssisələr, infrastruktur və əmək bazarı indikatorları üzrə qonşu ölkələrlə müqayisədə daha yüksək pillələrdə yer olsa da, Makroiqtisadi sabillik indikatoru üzrə Gürcüstan və Türkiyəyə nisbətən geridə qalmışdır. Maliyyə sistemi indikatoru üzrə isə qonşu ölkələrdən yalnız Gürcüstandan az bal toplamışdır (<http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/competitiveness-rankings/#series=>, 2018).

Digər önəmli beynəlxalq qiymətləndirmə meyarı Açıq Büdcə İndeksi (OBİ)-dir. Bu indeks Beynəlxalq Büdcə Tərəfdaşlığının (İBP) apardığı “Açıq Büdcə Sorğusu “(OBS) vasitəsilə təyin olunur. Bu sorğu dövlət büdcəsinin şəffaflığı və hesabatlılığı sistemini qiymətləndirir .

Büdcə məlumatlarının ictimaiyyət üçün əlçatanlığı Açıq Büdcə İndeksinin hesablanması üçün əsas meyar kimi qəbul olunmuşdur. Bu indikator büdcə formalaşdırılması prosesi zamanı müxtəlif məqamlarda bütün ölkələrin açıqlamalı olduğu səkkiz əsas büdcə sənədlərinin məzmunu və vaxtında açıqlanması nəzərə alınaraq qiymətləndirilir.

“Açıq Büdcə Sorğusu” 2006-ci ildən etibarən əsasən iki ildə bir dəfə olmaqla, cəmi 6 dəfə aparılmışdır.(2006, 2008, 2010, 2012, 2015 və 2017-ci illər) OBS- in altıncı hesabatı son 18 ay ərzində 115 ölkədən olan tərəfdaşlar ilə birgə aparılan tədqiqat prosesi nəticəsində hazırlanmışdır.

Qrafik 6. "Açıq Büdcə İndeksi" üzrə Azərbaycanın mövqeyinin qonşu ölkələrlə müqayisəsi



Mənbə: Beynəlxalq Büdcə Tərəfdaşlığı (İBP), "Açıq Büdcə Sorğusu", 2006-2017.

Azərbaycan aparılan bütün Açıq Büdcə Sorğularında iştirak etmişdir. 2017-ci ildə Azərbaycan 34 bal ilə 78-ci pillədə yer alıb. Qonşu ölkələr arasında Gürcüstan 82 balla 5-ci, Rusiya 72 balla 15-ci, Türkiyə 58 balla 32-ci, Qazaxıstan isə 53 balla 42-ci yerdə qərarlaşmışdır. Cari il üçün dünya üzrə orta göstərici isə 42 baldır.

Ümumi olaraq illər üzrə Azərbaycanın topladığı ballar 2006-cı ildə 30, 2008-ci ildə 37, 2010-cu ildə 43, 2012-ci ildə 42, 2015-ci ildə 51, 2017-ci ildə isə 34 bal şəklində dəyişmişdir.

2017-ci ildə Azərbaycanın reytingdə mövqeyinin geriləməsinin əsas səbəbləri:

- İcra orqanlarının büdcə təklifi ilə bağlı təqdim etdiyi sənədlərin yetərinə dolğun məlumatları əks etdirməməsi;
- Vətəndaşlar üçün büdcənin gecikməyə görə qeydə alınmaması;
- İl ərzində hazırlanan hesabatların yetərinə dolğun məlumatları əks etdirməməsi;
- Yarımillik hesabatın təqdim olunmaması;
- İlin yekunlarına dair hesabatda məlumatların azaldılmasıdır.

Bundan başqa, İlkin büdcə bəyanatının heç bir hesabat ilində təqdim edilməməsi də reytingdə bal azlığına gətirib çıxaran səbəblərdən hesab olunur (<https://www.internationalbudget.org/open-budget-survey/open-budget-index-rankings/>, 2016).

Reytinglərdə ölkənin mövqeyinin yaxşılaşdırılması istiqamətində həyata keçirilmiş addımlardan Azərbaycan Respublikasında biznes mühitinin əlverişliliyinin artırılması və beynəlxalq reytinglərdə ölkəmizin mövqeyinin daha da yaxşılaşdırılmasına dair Tədbirlər Planının təsdiqlənməsini qeyd etmək məqsədmüvafiqdir.

III FƏSİL. AZƏRBAYCANDA İNVESTORLARIN MALİYYƏ AKTİVLƏRİNİN GÜCLƏNDİRİLMƏSİ QARŞISINDA DURAN ƏSAS PROBLEMLƏR VƏ ONLARIN MÜMKÜN HƏLLİ YOLLARI

3.1 İnvestorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı əsas problemlər və onların həlli istiqamətində aparılmış islahatlar

Azərbaycanda investisiya mühiti və maliyyə bazarlarının cari vəziyyətinin təhlili zamanı hazırda Azərbaycanın kapital bazarının zəif bazar kapitallaşması, emissiyaların azlığı, kiçik həcmli prospektlər və aşağı səviyyəli likvidliklə xarakterizə olunduğunu aşkarlamış olduq ki, bu da öz növbəsində uzunmüddətli investisiyalar üçün əmanətlərin cəlb olunmasına mane olur və özəl sektoru dayanıqlı maliyyələşmə imkanlarından məhrum edir.

Ölkədə investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması, bazara daxil olma şərtlərinin asanlaşdırılması, ədalətli və şəffaf zəmin formalaşdırılması, yerli şirkətlərin qiymətli kağızlarının buraxılışı üçün stimullaşdırıcı tədbirlərin və müxtəlif güzəştlərin tətbiq edilməsi, eyni zamanda xarici investisiyaların cəlb edilməsi üçün təşviqedici addımların atılması Azərbaycanın iqtisadi-siyasətinin bir hissəsinə çevrilmişdir. Belə ki, “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” Dövlət Proqramının tədbirlər planının 3-cü hissəsində maliyyə bazarlarında tələb və təklifin dəstəklənməsi, o cümlədən fond bazarında ticarətin artırılması, mövcud maliyyə bazarı alətlərinin istifadəsinin genişləndirilməsi və yeni maliyyə alətlərinin tətbiqinin təşviqi məqsədilə bir sıra tədbirlər müəyyən edilmişdir.

Ölkə başçısı tərəfindən maliyyə bazarlarının inkişafına dair ən önəmli islahatlar isə daha sonrakı dövəmdə həyata keçirilmişdir. Bu istiqamətdə diqqət yetirilməli məqam islahatların alqoritminin nə dərəcədə doğru seçilməsidir. 2016-cı ildən Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatasının (bundan sonra Palata) yaradılması daha sonra Palatanın aktiv iştirakı ilə davam edən zəncirvari islahatların ilk xəlqəsi olmuşdur. Palata İnvestisiya mühitinin yaxşılaşdırılması istiqamətində tənzimləmələri və nəzarəti həyata keçirmək məqsədi ilə yaradılmışdır. Ölkənin maliyyə bazarlarının səmərəli fəaliyyətinin təmin olunması, həmçinin,

investorların, kreditorların və sığorta olunan subyektlərin hüquqlarının qorunması üçün Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatası böyük əhəmiyyətə malik olmuşdur.

Cari ildə digər institusional islahat İqtisadi İslahatların Təhlili və Kommunikasiya Mərkəzinin (İİTKM) yaradılması olmuşdur. Bu qurum ölkənin iqtisadi inkişafına xidmət edən islahatların həyata keçirilməsinin bütün etaplarında iştirak edərək yerli şəraitə uyğun hansı islahatlara ehtiyacın olmasını müəyyənləşdirir, daha optimal yollarla həyata keçirilməsini təmin edir. Sonrakı etapda İİTKM islahat tədbirlərinin reallaşdırılması və təsirinin qiymətləndirilməsi, eyni zamanda geniş kütləyə çatdırılması məqsədi ilə kommunikasiyasını həyata keçirir. 2018-ci ildən etibarən isə İİTKM-in operatoru olduğu EnterpriseAzerbaijan.com Portalı yaradılmışdır. Portalın məqsədi ölkənin investisiya cəlb ediciliyini yüksəltmək və iqtisadiyyatın inkişafı üçün alternativ maliyyələşdirmə mənbələrindən istifadə imkanlarını artırmaqdır. Portal mütəmadi yenilənən, istifadəyə rahat, əlçatan, təhlükəsiz, sürətli və əlverişli platforma olaraq Azərbaycan Respublikasında hazırlanan investisiya layihələri, aktivlər, təbii resurslar və investisiya imkanları haqqında məlumatları özündə əks etdirir

2016-cı ildə təsdiq edilmiş Strateji Yol xəritələri isə növbəti islahatlar üçün təlimat rolunu oynamışdır. Xüsusən Azərbaycan Respublikasında maliyyə xidmətlərinin inkişafına dair Strateji Yol Xəritəsində kompleks islahatlara gətirib çıxaran tədbirlər toplusu yer almışdır. Sözügedən strateji yol xəritəsinin maliyyə bazarlarının inkişafına və maliyyə bazarı iştirakçılarının bilik və bacarıqlarının artırılmasına həsr olunmuş iki strateji hədəfi (2-ci və 5-ci strateji hədəf) bu istiqamətdə ehtiyac duyulan bütün islahatları özündə ehtiva etmiş hesab edilə bilər.

Belə ki, Strateji Yol Xəritəsinin "Maliyyə bazarlarının inkişafı"na dair 2-ci sərlövhəli strateji hədəfində emitent və investorların maliyyə bazarlarına çıxış imkanlarının genişləndirilməsinə dair kompleks tədbirlər müəyyən edilmişdir. Bu hədəf çərçivəsində kapital bazarları vasitəsilə maliyyələşmənin təşviq edilməsi, listinqə çıxış imkanlarının genişləndirilməsi, investorların və emitentlərin maliyyə bazarlarında aktivliklərinin artırılması, həmçinin səhm, korporativ istiqraz və pul bazarının inkişaf etdirilməsi nəzərdə tutulur. 2-ci strateji hədəflə müəyyən edilmiş

məqsədlərə çatmaq üçün üç prioritet istiqamət müəyyən edilmiş və bu prioritetlər çərçivəsində 15 tədbirin icrası nəzərdə tutulur.

“2.1. Emitentlər və maliyyə vasitəçiləri üçün əlverişli mühitin yaradılması” prioritetində müəssisə və şirkətlərin kapital bazarları vasitəsilə maliyyələşməsinin təşviq edilməsi, fond birjasında listinqə çıxış imkanlarının genişləndirilməsi və təksahiblik düşüncə tərzinin dəyişdirilməsinə dair tədbirlər müəyyən edilmişdir. Eynilə “2.2. İnvestorların maliyyə bazarlarına çıxış imkanlarının artırılması” prioritetində yerli və xarici investorların kapital bazarlarına çıxış imkanlarının artırılması, onların bazarda iştirakının stimullaşdırılması, infrastrukturun təkmilləşdirilməsi və şəffaflığın artırılmasına dair tədbirlər müəyyən edilmişdir. “2.3. Banklararası pul bazarında aktivliyin artırılması” prioritetində pul bazarının inkişafına xidmət edən fəaliyyətlərin əlaqələndirilməsi, banklararası əməliyyatların vahid platformada aparılması, Mərkəzi Bankın açıq bazar əməliyyatlarında təminat olaraq qiymətləndirilən qiymətli kağızların spektrinin genişləndirilməsi, Marketmeyker institutunun yaradılması kimi tədbirlər müəyyən edilmişdir.

Eyni zamanda 5-ci hədəf “Maliyyə bazarı iştirakçılarının bilik və bacarıqlarının artırılması” hədəfi üzrə müəyyən edilmiş tədbirlər nəticəsində savadlılığın artırılması maliyyə sisteminin inkişafına, dayanıqlılığının təmin edilməsinə səbəb ola bilər.

Qeyd olunan prioritetlər üzrə gözlənilən nəticə indikatorları olaraq 2020-ci ildə ÜDM-ə 110 mln manat birbaşa və 15 mln manat dolaylı olmaqla, toplamda 125 mln manat müsbət təsirin olması və fond birjasında listinqə iqtisadiyyatın mühüm sektorlarında fəaliyyət göstərən 5 şirkətin çıxması müəyyən edilmişdir(http://iqtisadiislahat.org/store//media/documents/SYX/strateji_yol_xeritesi_maliyye_xidmetlerinin_inkishafi_15122016.pdf , 2016).

Əlavə olaraq, 2 iyun 2017-ci ildə Azərbaycan Respublikasında biznes mühitinin əlverişliliyinin artırılması və beynəlxalq reytinglərdə ölkəmizin mövqeyinin daha da yaxşılaşdırılmasına dair Tədbirlər Planı təsdiq edilib. Tədbirlər Planınının 1.2-ci bəndi Qlobal Rəqabətlik Hesabatında mövqeyin yaxşılaşdırılması istiqamətində Maliyyə bazarlarının inkişafı tədbirini özündə

ehtiva etməkdədir. Bu tədbirin alt tədbirləri olaraq bank sisteminin kapitallaşdırılması və likvidliyin təmin olunması, lizinq və alternativ maliyyə alətləri bazarının inkişafı ilə KOS subyektlərinin maliyyəyə əlçatanlıqlarının artırılması, maliyyə vasitəçiləri və emitentlər üçün əlverişli mühitin təmin edilməsi, investorlar üçün maliyyə bazarlarına çıxışın asanlaşdırılması, pul bazarının aktivliyin artırılması, maliyyə sektorunun mütəxəssislərinin bilik və bacarıqlarının təkmilləşdirilməsi, sektorda hesabatlılığın artırılması kimi tədbirlər yer almışdır. Bu da öz növbəsində adı çəkilən tədbirlərin həyata keçirilməsinə birbaşa dövlət nəzarətinin olmasına işarədir. Eyni zamanda, tədbirlər planının icrasının təmin olunması və buna nəzarətin gücləndirilməsi məqsədilə aidiyyəti qurumların nümayəndələrinin üzv olduğu Komissiyanın yaradılması və ciddi şəkildə fəaliyyət göstərməsi bu istiqamətdə uğurlu nəticələrin əldə olunmasına inamı artırmaqdadır.

Bundan başqa, ölkədə bank sektorunda beynəlxalq təcrübə ilə müqayisədə böyük boşluq hesab edilən kredit tarixçələrinin və ödəmə qabiliyyətləri barədə məlumatlarını toplayan qurumun olmaması 2016-cı ildə bu istiqamətdə qəbul olunmuş islahat tədbiri ilə öz həllini tapmışdır. Belə ki, “Kredit büroları haqqında” Qanun qəbul olunub qüvvəyə mindikdən sonra, 6 Mart 2018-ci il tarixindən Büro öz işinə start verərək kredit təşkilatları ilə məlumat mübadiləsini həyata keçirməyə başladı. “Azərbaycan Kredit Bürosu” MMC 8 bank tərəfindən təsis olunmuşdur. Onun əsas fəaliyyət istiqamətləri kredit tarixçəsi, ödəmə qabiliyyəti və icra intizamı haqqında məlumatların toplanması, arxivləşdirilməsi, təhlil olunması və hesabatların hazırlanmasıdır. Bu islahat tədbiri nəticəsində risklərin idarə olunması, məlumat assimetriyasının azaldılması, borcalanlara dair müxtəlif araşdırmalara sərf olunan vaxt və xərclərə qənaət edilməsi, risklərin azaldılması nəticəsində isə maliyyəyə çıxış imkanlarının yaxşılaşması kimi müsbət təsirlər təsbit edilmişdir.

Digər institusional islahat isə “Azərbaycan Respublikasının İpoteka və Kredit Zəmanət Fondu” nun yaradılmasıdır. Fond Azərbaycan Respublikasında ipoteka kreditləşməsinin təmin edilməsi, habelə sahibkarların manatla aldıkları kreditlərə

təminat və hesablanmış faizlərin bir hissəsinə subsidiya verilməsini həyata keçirir.

Kreditlərin alınmasını asanlaşdıran digər islahat tədbiri olaraq isə 2017-ci ildə “Daşınar əmlakın yüklülüyü haqqında” qanun qəbul olunmuşdur. Eyni zamanda, Daşınar Əmlakın Yüklülüyünün Dövlət Reyestri formalaşdırılmışdır ki bunun nəticəsində girov kimi istifadə edilə bilən aktivlərin əhatə dairəsinin genişləndirilməsi maliyyə mənbələrinə əlçatanlılığı artıracaq faktorlardandır.

Bundan başqa, ölkənin investisiya cəlbediciliyinin artırılması istiqamətində önəmli tədbirlərdən olan Rəqabət Agentliyinin yaradılması ilə bağlı tədbirlər görülmüşdür. Belə ki, Azərbaycan Respublikasında milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsinin 4-cü prioriteti olan ”Əlverişli biznes mühitinin yaradılmasında hökumətin aparıcı rolunun daha da gücləndirilməsi” üzrə “Azərbaycan Respublikasının Rəqabət Agentliyinin yaradılması haqqında” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərman layihəsi hazırlanmışdır. Eyni zamanda, ölkədə biznes mühitinin əlverişliliyinin artırılması və beynəlxalq reytinglərdə ölkəmizin mövqeyinin daha da yaxşılaşdırılması ilə bağlı Komissiya çərçivəsində Rəqabət Məcəlləsinin yeni layihəsi hazırlanmışdır(http://iqtisadiislahat.org/store//media/documents/SYX/2017/1_Milli_iqtisadiyyat_opt.pdf, tarixsiz).

Strateji Yol Xəritələri və müvafiq Dövlət proqramlarında əks olunan maliyyə Bazarlarının inkişafı və investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması istiqamətində olan tədbirlərin icrası 2020-ci ilədək davam edəcəkdir. Bu istiqamətdə mövcud problemlərinin artıq təsbit olunması və həlli istiqamətində tədbirlərin müəyyənləşdirilməsi yaxın gələcəkdə müsbət nəticələrin əldə olunacağına işarədir.

3.2 Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin artırılması və gücləndirilməsi istiqamətlərinin təkmilləşdirilməsi

Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qarşısında duran mövcud əngəllərin aradan qaldırılması məqsədi ilə hər bir problemin daha detallı və beynəlxalq təcrübədə ən uğurlu nümunələrlə müqayisə edilərək təhlil edilməsi, nəticədə yerli şəraitə uyğun təkliflərin hazırlanması məqsədə müvafiqdir.

Artıq qeyd edildiyi kimi fond birjalarında ticarət olunan kağızların nüfuzu daha yüksək olur və buna uyğun olaraq da investorların onlara olan marağını artırır. Bunun başlıca səbəbi birjaların dövlət tərəfindən tənzimlənməsi, qaydalar vasitəsilə listingin həyata keçirilməsi, bir sözlə qiymətli kağızların klassifikasiyasının aparılmasıdır. Məhz bunun üçün bütün birjalarda listingə dair tələblər müəyyənləşdirilmişdir. Bu tələblərlə listingin həyata keçirilməsi investor üçün ilkin etapda seçim etməni asanlaşdırır. Tələblər isə qiymətli kağızların növü və segmentasiyasına uyğun olaraq müəyyənləşdirilir. Belə ki, demək olar bütün birjalarda, bazarların ayrılması ilə yanaşı segmentasiya da həyata keçirilir. Bunun əsas məqsədi tələblərin daha həssas şəkildə, onları yerinə yetirə biləcək şirkətlərə müvafiq olaraq qoyulması ilə şirkətlərin listingə cəlb edilməsini stimullaşdırmaqdır. Bununla belə, hətta ən aşağı segment üzrə tələblər müəyyənləşdirilmişdir. Bu ilkin olaraq birjanın imici ilə yanaşı, investorların qorunması üçün də nəzərdə tutulur. ABŞ-da aşağı dəyərli və heç bir yoxlamadan keçməyən “penny stock”lar heç bir halda birjalarda listingə alınmır. Bütün hallarda premium və üst segmentlərdə tələblər daha ağırdır ki, bütün şirkətlər listingə daxil ola bilməsin və “listing klubu”nun prestiji təmin edilsin. Bununla yanaşı bir çox birjada istiqrazlar üçün segmentasiya nəzərdə tutulmayıb.

“Bakı Fond Birjasında qiymətli kağızların listingi, delistingi və ticarətə buraxılması Qaydaları” beynəlxalq təcrübəyə uyğun hazırlanmışdır. Bununla belə, Qaydaların bəzi tələblərinin yerli bazarın xarakteri nəzərə alınmaqla optimizasiyasına ehtiyac vardır. Belə ki, listingə müraciətlə bağlı emitentlərdən tələb olunan sənədlərin sayı çox hesab olunur. Qaydaların 7.1-ci bəndinə əsasən qiymətli kağızların listingə çıxması üçün emitent tərəfindən 16 sənəd fiziki olaraq BFB-yə təqdim edilməlidir. Bu sənədlərin bəziləri qiymətli kağızların dövlət qeydiyyatına alınması zamanı Palataya təqdim edilir. Sənədlərin çox olması onların hazırlanması üçün sərf olunan vaxtı artırır. Nəzərə alınmalıdır ki, qiymətli kağızların birjadankənar bazarda qapalı üsulla yerləşdirilməsi emitentlərin listingə çıxmasına maneə törədə bilər. Qeyd olunanları nəzərə alaraq:

- Listinqə müraciət prosesinin elektronlaşdırılması və sənədlərin BFB tərəfindən elektron sistem vasitəsilə qəbul edilməsi məqbul hesab edilir. Bu zaman Palata tərəfindən yoxlanılmış sənədlərin (dövlət qeydiyyatı reyestrindən çıxarış və nizamnamə) notarial qaydada təsdiq edilmiş surəti və Palata tərəfindən təsdiq edilmiş emissiya prospekti əvəzinə yalnız onların skan versiyaları təqdim oluna bilər.
- Listinqə müraciət zamanı tələb olunan sənədlərin siyahısından hazırlanması uzun vaxt aparan emitent hesabatı (Forma №2) çıxarıla bilər. Bu sənəddə tələb olunan məlumatlar artıq emissiya prospektində əks olunur.
- Palata, MDM və BFB arasında məlumatların elektron mübadiləsi imkanlarının yaradılması və beləliklə Palataya təqdim edilən hesabatların yenidən MDM və BFB-yə təqdim edilməməsi məqsədəuyğun hesab edilir. Bu emitentlərin sənəd yükünü azaldacaq.

Bundan başqa listinqə tələblərlə bağlı da aşağıdakı məsələlər üzrə dəyişikliklər məqsədmüvafiq hesab edilir:

- Səhmlərin əsas listinqinə çıxmaq üçün tələb olunan nizamnamə kapitalının minimum məbləği 2,5 milyon manat, standart listinqdə isə 500 min manat müəyyən edilmişdir. Bu məbləğlər yerli bazar üçün yüksək hesab edilə bilər. Bazarın stimullaşdırılması məqsədilə daha aşağı səviyyədə nizamnamə kapitalı tələbinin olması məqsədəuyğun hesab edilir.
- Səhmlərin əsas listinqinə çıxmaq istəyən şirkətlər üçün korporativ idarəetməyə dair tələblər (emitentın idarəetmə orqanlarında son 6 ay ərzində mühüm dəyişikliklərin olmaması, emitentın direktorlar (müşahidə) şurasında ən azı 3 üzv olmalı və onlardan ən azı üçdə biri müstəqil üzv olmalıdır) müəyyən edilmişdir. Beynəlxalq təcrübə göstərir ki, bu cür tələblərin geniş yayılmış praktika deyil, yalnız, Moskva Birjasında 2014-cü ildən tətbiq edilir. Bu tələblər eyni zamanda istiqrazların əsas bazar seqmentinə də şamil olunmuşdur. İstiqrazlar üçün bu cür tələblərin qoyulması beynəlxalq təcrübəyə uyğun deyil. İstiqrazların əsas bazar seqmentinə emitentın xalis aktivlərinin dəyəri ən azı 2,5 milyon manat, standart bazar seqmentində isə 500 min manat müəyyən edilmişdir. Beynəlxalq

təcrübə göstərir ki, istiqraz buraxan emitentin xalis aktivinə yox əsasən buraxılışın minimum həcminə tələb qoyulur. Bundan əlavə, Palatanın “Emitentin istiqraz buraxılışının maksimum həcminə dair tələblər haqqında” Qaydalarla emitentin xalis aktivləri nəzərə alınmaqla buraxılışın həcmi müəyyən edilir. Qeyd olunan tələblər listingin stimullaşdırılmasına maneə ola bilər və onların aradan qaldırılması məqsədəuyğun hesab edilir.

Əlavə olaraq qeyd etmək olar ki, mövcud tələblərə əsasən korporativ qiymətli kağızların BFB-də listingə çıxması üçün onlar mütləq emissiya prospekti ilə müşayiət edilməlidir. Bu tələb eyni zamanda alternativ bazar segmentinə də şamil olunur. Bu isə öz növbəsində, qiymətli kağızları emissiya prospekti tərtib etmədən qapalı üsulla birjadankənar bazarda yerləşdirmiş emitentlərin BFB-də listingə çıxmasına imkan vermir. Listingin stimullaşdırılması məqsədilə qeyd olunan kağızlar olmadan alternativ bazarda listingə çıxma imkanı yaradıla bilər.

Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı digər problem vergi məsələsidir. Belə ki, Vergilər Məcəlləsində səhmlərin nə ilkin, nə də digər kütləvi təkliflərdən əldə edilən gəlirlərlə bağlı tətbiq olunan vergi rejimi barədə ətraflı məlumat mövcud deyil. Hazırda səhmlərin ilkin kütləvi təklifi əşyaların satışı (sale of goods) kimi tanınır və səhmlərin emissiyasından əldə edilən gəlirlər adi qaydada mənfəət vergisinə cəlb olunur. Lakin ilkin kütləvi təklifin mahiyyəti əşyaların və ya xidmətlərin satışı yox, kapital artımıdır. Səhmlərin emissiyası kapital artımı və ya kreditin verilməsi kimi tanınır, lakin onun aktivlərin satışı kimi tanınması məqbul hesab edilmir. Kreditlərlə gəldikdə isə, kreditinin məbləği vergiyə cəlb olunmur, lakin kreditor tərəfindən kredit müqaviləsi üzrə əldə olunan mənfəət vergiyə cəlb olunur. Eynilə səhmlərin emissiyasından əldə olunan vəsaitlər vergiyə cəlb olunmamalı, lakin investorlar tərəfindən səhmlərə investisiya edilən vəsaitlər üzrə əldə edilən gəlirlər (dividendlər) vergiyə cəlb oluna bilər.

Bundan başqa, Azərbaycan Respublikasının Vergilər Nazirliyi hüquqi şəxslərin emissiya etdikləri səhmlərin nominal dəyərindən artıq qiymətə yerləşdirilməsi zamanı yaranan fərqi (vəsaiti) vergitutma obyektinə hesab edərək onu vergiyə cəlb edir. Beləliklə, ilkin kütləvi təklif zamanı səhmin satış qiyməti onun

nominal qiymətindən yuxarı olduqda, yaranmış fərq ilə səhmlərin sayının hasili 20% həddində mənfəət vergisinə cəlb edilir. Bu mövqə Vergilər Məcəlləsinin 13.2.12, 104.1 və 106-cı maddələrinə istinad edilməklə əsaslandırılır. Belə ki, 104.1-ci maddəyə əsasən vergi ödəyicisinin gəlirləri ilə (vergidən azad edilən gəlir xaric) gəlirdən çıxılan xərc arasındakı fərqdən mənfəət vergisi tutulur. 106-cı maddədə azadolmalar və güzəştlər müəyyən edilir, lakin burada qiymətli kağızların, o cümlədən səhmlərin satışından əldə olunan gəlirlərin mənfəət vergisindən azad olması nəzərdə tutulmur. Mənfəət vergisi məqsədləri üçün vergi ödəyicisinin gəlirlərinə malların, işlərin, xidmətlərin təqdim edilməsi ilə bağlı olan gəlirlər və Vergi Məcəlləsinin 13.2.12-ci maddəsi ilə anlayışı müəyyən edilmiş satışdankənar gəlirlər daxil edilir. O cümlədən, müəssisələrin qiymətli kağızlarının nominal dəyərindən yuxarı qiymətə satışı zamanı yaranmış fərq Vergilər Məcəlləsinin 13.2.12-ci maddəsində göstərilən satışdankənar gəlir hesab edilərək və vergiyə cəlb edilir. (<http://www.taxes.gov.az/modul.php?name=qanun&cat=3>, 2018). Qanunvericiliyin təhlili göstərir ki, hüquqi şəxslərin emissiya etdikləri səhmlərin nominal dəyərindən artıq qiymətə yerləşdirilməsi zamanı yaranan fərq satışdankənar gəlir deyil və buna görə də vergiyə cəlb edilməməlidir. Belə ki:

- “Qiymətli kağızlar bazarı haqqına” Qanununun 8.1-ci maddəsinə əsasən İntestisiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi qiymətli kağızların onların ilk mülkiyyətçiləri tərəfindən əldə edilməsidir”. Yəni, hüquqi şəxsin (emitentin) emissiya etdiyi qiymətli kağızlar onun mülkiyyətində olmamaqla, ona məxsus hesab edilə bilməz. Qiymətli kağızların yerləşdirilməsi anıadək onların ümumiyyətlə mülkiyyətçiləri və sahibləri yoxdur. Qanun məhz bunu nəzərə alaraq, “emitentə məxsus qiymətli kağızlar” və “satışı” anlayışlarından deyil, “emitentin qiymətli kağızları” və “yerləşdirilməsi” anlayışlarından istifadə edir.
- Vergi Məcəlləsinin 13.2.12-ci maddəsinə əsasən, satışdankənar gəlirlərə digər müəssisənin fəaliyyətində payçı qismində iştirakdan gəlir, müəssisələrə məxsus qiymətli kağızlardan qazanılan gəlirlər aiddir. Bu anlayışdan bilavasitə belə bir nəticə irəli gəlir ki, satışdankənar gəlirlərə hüquqi şəxsin digər müəssisələrdə olan payları ilə bağlı əldə etdiyi gəlirlər, yəni mənfəətdən aldıkları pay, habelə digər

müəssisələrin bu hüquqi şəxsə məxsus olan, yəni onun mülkiyyətində olmaqla, aktivlərinin tərkibinə daxil edilən qiymətli kağızlarla (səhmlər, istiqrazlar və s.) bağlı əldə etdikləri gəlirlər (dividendlər, faizlər və satış zamanı fərqdən əldə olunan gəlirlər) aid edilir. İstiqrazların buraxılması zamanı müəssisələr ümumiyyətlə gəlir əldə etmir, əksinə xərclər çəkirlər. Bu isə bir daha təsdiq edir ki, Vergi Məcəlləsinin 13.2.12-ci maddəsində qanunverici “müəssisəyə məxsus səhmlər, istiqrazlar və digər qiymətli kağızlar” dedikdə müəssisənin özünün emissiya etdiyi qiymətli kağızları deyil, digər müəssisələrin emissiya etdiyi və bu müəssisə tərəfindən əldə edilərək aktivlərinin tərkibinə daxil edilmiş qiymətli kağızları nəzərdə tutmuşdur.

- Mühasibat uçotu qaydalarına əsasən, hüquqi şəxslərin emissiya etdikləri qiymətli kağızlardan əldə edilən vəsaitlər, o cümlədən onların nominal dəyərindən artıq qiymətə satılması zamanı yaranan fərq gəlirlərə deyil, kapital ehtiyatlarına aid edilir.

Müəssisələrin emissiya etdikləri qiymətli kağızların nominaldan artıq qiymətə yerləşdirilməsi zamanı yaranan fərqi gəlir hesab edilməməsi və vergitutma obyektinin olmaması, həmçinin beynəlxalq təcrübəyə də uyğundur. Belə ki, beynəlxalq təcrübədə müəssisələr öz qiymətli kağızlarını kütləvi təklif üsulu ilə yerləşdirməyə sövq edilir ki, bu zaman əksər hallarda qiymətli kağızlar nominalından yuxarı qiymətə yerləşdirilir və heç bir halda bu vəsaitlərdən vergi tutulmur. Türkiyədə 2003-cü ilədək qiymətli kağızların nominaldan artıq qiymətə yerləşdirilməsi vergiyə cəlb olunurdu. Lakin Dünya Bankının layihəsinin nəticəsi olaraq qiymətli kağızların nominaldan artıq qiymətə yerləşdirilməsinin vergiyə cəlb olunması praktikasına son qoyulmuşdur. Həmçinin, Braziliyada qiymətli kağızların nominaldan yuxarı yerləşdirilməsindən, Danimarkada isə ümumilikdə qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və səhmdar kapitalının artırılması əqdlərinin həyata keçirilməsi zamanı əldə olunmuş vəsaitlərdə vergi tutulmur.

Müəssisələrin emissiya etdikləri qiymətli kağızların nominalından yuxarı qiymətə yerləşdirilməsi zamanı yaranan fərqi vergiyə cəlb edilməsi qiymətli kağızlar bazarının inkişafına, müəssisələrin real bazar qiymətlərinə uyğun

qiymətləndirilməsinə ciddi maneə yaradır. Bu hal müəssisələri öz qiymətli kağızlarını kütləvi təklif üsulu ilə (İPO) yerləşdirməkdən çəkindirir.

İnkişafın ilkin mərhələsində olan iqtisadiyyatlarda şirkətlərdə sahiblik düşüncə tərzinin olması və bazar haqqında biliklərin aşağı səviyyədə olması səbəbindən kapital bazarlarının inkişafı zəif gedir. Bunları nəzərə alaraq, qiymətli kağızlar bazarı zəif inkişaf etmiş bir sıra ölkələr inkişafın ilkin mərhələsində şirkətlərin listinqə cəlb olunması üçün bir sıra güzəştlərdən istifadə etmişlər. Şirkətlərin yerli fond birjalarında listinqini stimullaşdırmaq məqsədilə beynəlxalq təcrübədə ən çox vergi güzəştləri istifadə olunmuşdur. Bununla belə, hazırda Vergilər Məcəlləsində emitentlərin listinqə çıxışını dəstəkləyən heç bir vergi güzəşti müəyyən edilməmişdir. Şirkətlərin listinqə çıxışının təşviq edilməsi üzrə addımlara emitentlərə mənfəət vergisi üzrə güzəştlərin verilməsi, qiymətli kağızların buraxılışı və listinqi xərclərinin azaldılması, qiymətli kağızların buraxılışı və listinqi xərclərin vergidən çıxılması (tax deductibility), qiymətli kağızların yerləşdirilməsinin ƏDV və “stamp duty” vergisindən azad edilməsi və keçmişdə ödənilməmiş mənfəət vergisi üzrə vergi əfvinin verilməsi kimi təşviqedicə tədbirlər daxildir.

MDM-in ilkin bazar əqdləri üzrə tarifləri də inkişafa əks təsir göstərən faktor olaraq müəyyən edilmişdir. MDM-in tarif cədvəlinə əsasən ilkin bazarda emitentlər əqdlərin qeydiyyatı üzrə komissiya ödəmir. Emitent qiymətli kağızlarını birjada və ya birjadankənar bazarda yerləşdirməsindən asılı olmayaraq qiymətli kağızların saxlanması və mülkiyyətçilərin reyestrinin aparılması üzrə eyni komissiyaları ödəyir. Nəticədə, ilkin bazarda bağlanan birja əqdlərinin birjadankənar əqdlər üzərində heç bir üstünlüyü qalmır. Əksinə, birja əqdləri daha baha başa gəlir, çünki emitent birja əqdləri üzrə BFB-yə komissiya ödəyir. Nəticədə, emitentlər üçün qiymətli kağızların BFB-də listinqə çıxaraq təklif edilməsi iqtisadi səmərəlilik baxımından cəlbədici olmur, birjadankənar əqdlər isə daha münasib qiymətə başa gəlir.

İlkin bazardan fərqli olaraq qiymətli kağızların təkrar bazarında birja və birjadankənar bazar əqdləri üzrə əqdlərin qeydiyyatına diferensial tariflər müəyyən

edilmişdir. Belə ki, birjadankənar bazarda bağlanan əqdlər üzrə tariflər birja əqdləri üzrə tariflərdən iki dəfə daha çoxdur. Nəticədə təkrar bazar əqdlərinin BFB-də bağlanması daha cəlbedici olur. Aşağıdakı cədvəldə 2016 və 2017-ci ilin ilk 8 ayı üzrə korporativ qiymətli kağızlar bazarında bağlanmış əqdlərin sayı verilmişdir. Cədvələ əsasən birjada bağlanan əqdlərin sayı birjadankənar əqdlərdən dəfələrlə çoxdur.

Cədvəl 6. Korporativ qiymətli kağızlar bazarında bağlanmış əqdlərin sayı

Təkrar bazar əqdləri	2016 əqdlərin sayı	2017 (8 ay) əqdlərin sayı
Səhmlər (BFB)	1407	1043
Səhmlər (birjadankənar)	187	268
Korporativ istiqrazlar (BFB)	39	563
Korporativ istiqrazlar (birjadankənar)	32	28

Mənbə: Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatası, www.fimsa.az, 2016-2017

Qeyd olunanları nəzərə alaraq, MDM-in tarif cədvəlinə dəyişikliyin edilməsi və ilkin bazarda bağlanan birja əqdlərinin birjadankənar əqdlərlə müqayisədə stimullaşdırılması məqsədilə birjadankənar əqdlərin qeydiyyatı üzrə yeni tariflərin müəyyən olunması məqsədəuyğun hesab edilir. Beləliklə, emitentlər üçün birjada listingə çıxaraq qiymətli kağızlarını təklif etməsi daha məqbul olacaq və bu öz növbəsində listingin stimullaşdırılmasına dəstək verəcəkdir.

MDM-in klirinq əməliyyatlarını ödənişsiz əsasda davam etdirməsi bazarda aktivliyi artırmağa səbəb olacaq. MDM tərəfindən həm dövlət, həm də korporativ qiymətli kağızlar üzrə klirinq əməliyyatları ödənişsiz əsasda icra edilir. Lakin MDM “AZİPS”ə qoşulduqdan sonra ödəniş tapşırıqlarının icrası üçün Mərkəzi Bank tərəfindən MDM-ə tariflər müəyyən edilmişdir. Bununla belə, Mərkəzi Bankın notları ilə aparılan əməliyyatlarla bağlı nə MDM, nə də BFB tərəfindən Mərkəzi Banka heç bir tarif tətbiq edilmir.

Mərkəzi Bank tərəfindən “AZİPS”lə aparılan əməliyyatlar üzrə iştirakçılara və o cümlədən MDM-ə aşağıdakı cədvələ uyğun olaraq tariflər tətbiq edilir:

Cədvəl 7. “AZİPS” ödəniş tapşırıqlarının icrası üçün Mərkəzi Bankın tarifləri

AZİPS əməliyyatları	Mərkəzi Bankın tarifləri
09:20-15:00-dək ödənişlərin icrası	0,02% min. 0,20 – maks 20 manat
15:00-16:30-dək ödənişlərin icrası	0,03% min. 0,30 – maks 30 manat
16:30-17:00-dək ödənişlərin icrası	0,04% min. 0,40 – maks 40 manat

Mənbə: AR Mərkəzi Bankı, www.cbar.az, 2018

Qeyd olunanları nəzərə alaraq, klirinq əməliyyatlarının ödənişsiz əsasda icrasının davam etdirilməsi və qiymətli kağızlar bazarında tətbiq edilən tarif yükünün artırılmaması üçün Mərkəzi Bankla MDM arasında danışıqların aparılması və “AZİPS” üzrə MDM-ə tətbiq edilən tariflərin notlarla aparılan əməliyyatlara MDM tərəfindən tətbiq ediləcək yeni tariflərlə əvəzləndirilməsi kimi qərarın qəbul edilməsi və ya “AZİPS” üzrə tariflərin MDM-ə tətbiq edilməməsi məqsəduyğun hesab edilir.

MDM-in depozitar xidmətləri üzrə tariflərinə limitlərin müəyyən edilməsi də önəmli faktordur. MDM tərəfindən qiymətli kağızların saxlanmağa qəbulu, saxlanması, reyestrin formalaşdırılması və aparılması üzrə ümumi 0,1% xidmət haqqı tutulur və tarifin yuxarı həddi yoxdur. Nəzərə alsaq ki, böyük həcmli buraxılışların tam yerləşdirilməsi üçün onların əsasən birjada kütləvi təklif edilməsi çox əhəmiyyətlidir, bazarda iri həcmli buraxılışların stimullaşdırılması üçün MDM-in qeyd olunan tarifləri üzrə yuxarı həddin 10 000 manat müəyyən edilməsi məqsəduyğun hesab edilir. Bundan əlavə, hazırda qeyd olunan xidmətlər üzrə tariflər nominal məbləğdən tutulur. Bu zaman yerləşdirilməyən məbləğ də tariflərə cəlb olunur. Bunun qarşısını almaq üçün MDM-in tariflərinin yalnız yerləşdirilən məbləğə tətbiq edilməsi məqsəduyğun hesab edilir. Hazırda korporativ qiymətli kağızlar bazarında buraxılış həcmi 40 milyon manatdan yuxarı olan emissiyaların sayı məhdud olduğundan tariflərə qeyd olunan yuxarı limitin müəyyən olunması MDM-in gəlirliliyinə təsir etməyəcək. Ancaq bu addım qiymətli kağızlar bazarının və birjada listingin stimullaşdırılmasına zəmin yarada bilər.

Səhmlərin təkrar bazarında tariflərinə də nəzər yetirmək lazımdır. Hazırda səhmlərin təkrar bazarında BFB tərəfindən 0,05% (minimum 0,5 və maksimum 200 manat), MDM tərəfindən isə əqdin məbləğinə uyğun olaraq diferensial əsasda (minimum 3 və maksimum 3000 manat) tariflər tətbiq olunur. Səhmlərin təkrar bazarında dövriyyənin az olması və likvidliyin aşağı olmasını nəzərə alaraq, qeyd olunan tariflərlə investorlar gəlir əldə edə bilmələri qeyri-mümkündür. Bununla əlaqədar olaraq, Türkiyə, Polşa, Çexiya və Macarıstan təcrübələrini də nəzərə alaraq təkrar bazarın stimullaşdırılması və bazarda likvidliyin artırılması məqsədilə səhmlərin təkrar bazarında tətbiq olunan tariflərin aşağı salınması məqsədəuyğun hesab edilir

BFB tərəfindən bazarda likvidliyin və bazarın dərinliyinin artırılması məqsədilə marketmeyker əqdlərinin stimullaşdırılması üçün bu cür əqdlər üzrə tariflər digər təkrar bazar əməliyyatları üzrə tariflərdən təxminən iki dəfə daha az müəyyən edilmişdir. Bununla belə bazarda marketmeyker əqdləri yalnız korporativ istiqrazlarla (əsasən SOCAR istiqrazları) və çox məhdud sayda icra olunur. Səhm bazarında 10 şirkətin səhmi üzrə marketmeyker müəyyən edilsə də, səhmlərlə marketmeyker əqdi ümumiyyətlə baş tutmur. Bunun səbəbi MDM tərəfindən marketmeyker əqdlərinin qeydiyyatına digər təkrar bazar əməliyyatlarının qeydiyyatı üzrə eyni tariflər müəyyən edilməsidir. Marketmeyker əqdlərinin çox kiçik spredlərlə icra olunmasını nəzərə alaraq, onların gəlirliyi aşağı olur və MDM-in əqdlərin qeydiyyatı üzrə ən kiçik tarifinin 3 manatdan başladığını nəzərə alaraq, səhmlər üzrə marketmeyker əqdləri iqtisadi fayda gətirmir. Bu səbəbdən, MDM-in tarif cədvəlinə dəyişikliyin edilməsi və marketmeyker əqdlərinin qeydiyyatı üzrə yeni yanaşmanın müəyyən edilməsi məqsədəuyğun hesab edilir.

Digər önəmli faktor maliyyə savadlılığının olmamasıdır. Belə ki, rəasional maliyyə və investisiya qərarlarının verilməsi və resursların dayanıqlı idarə edilməsi üçün maliyyə və kapital bazarları haqqında məlumatlılıq xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Azərbaycanda bu istiqamətdə bir sıra tədbirlər həyata keçirilmişdir. Kapital bazarlarına dair maliyyə savadlılığının yüksəldilməsi üçün Kapital Bazarları üzrə Təlim Mərkəzi yaradılmış, qiymətli kağızlar bazarında dair məlumatlılığın

artırılması üçün müxtəli tipli materiallar hazırlanmış, ali təhsil müəssisləri ilə anlaşma memorandumları imzalanmış, qiymətli kağızlar bazarında potensial emitentlərin bazar haqqında biliklərinin formalaşdırılması və kapital bazarlarından maliyyələşmə proseslərinin təşviqi məqsədilə Bakı Fond Birjası tərəfindən 2014-cü ildə “Listinq Məsləhət Proqramı”na start verilmiş, kapital bazarından maliyyələşmək niyyətində olan şirkətlərə bu sahədə Bakı Fond Birjası, investisiya şirkətləri, auditorlar, hüquq və ictimaiyyətlə əlaqələr üzrə ixtisaslaşmış şirkətlər tərəfindən peşəkar və tam ödənişsiz əsaslarla məsləhət xidmətləri göstərilmişdir. Qiymətli kağızlar bazarına dair məlumatlılığın və maliyyə savadlılığının yüksəldilməsinə istiqamətində bir çox addımların atılmasına baxmayaraq, hazırda maliyyə xidmətləri istehlakçılarının, o cümlədən potensial emitentlərin və investorların qiymətli kağızlar bazarına dair məlumatlılığı məqbul səviyyədə deyil. Əslində bu sadəcə kapital bazarları ilə bağlı deyil, bütövlükdə Azərbaycanda maliyyə savadlılığı ilə bağlı problemdir. Bu istiqamətdə də tədbirlərin artırılması tövsiyyə olunur.

Kapital bazarlarının inkişafı, ucuz və uzunmüddətli maliyyələşmə imkanlarının yaradılması qabaqcıl idarəetmə standartları və maliyyə hesabatlılığının tətbiqinin genişləndirilməsi ilə birbaşa əlaqəlidir. Maliyyə hesabatlılığı və korporativ idarəetmə prinsipləri qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarını, o cümlədən emitentləri və maliyyə vasitəçisini tam əhatə etməlidir. Korporativ təşkilatların qiymətli kağızlarının tənzimlənən bazarda listinqi və ticarəti emitentlərdə yüksək korporativ idarəetmə standartlarının tətbiqi, maliyyə hesabatlarının mütəmadi açıqlanması, audit işinin təkmilləşdirilməsini tələb edir. Bununla belə, hazırda korporativ təşkilatlar tərəfindən korporativ idarəetmə standartlarının tətbiqi məqbul səviyyədə deyil. Ölkədə kölgə iqtisadiyyatının (qeyri-rəsmi iqtisadiyyat) həcmi yüksək hesab olunur. Kölgə iqtisadiyyatında sahibkarlıq fəaliyyətinin gəlirləri vergiyə cəlb olunmur, maliyyə hesabatları düzgün tərtib olunmur. Nəticədə, onların fəaliyyətləri şəffaf olmur, bu şirkətlər audit olunmuş hesabatların hazırlanması və açıqlanmasına, o cümlədən listinqə çıxmağa maraqlı deyillər.

Azərbaycanda fond birjası fəaliyyəti 2000-ci ildə yaradılsa da, xarici emitentin listinqdən keçməsi mümkün olmamışdır. Qiymətli kağızlar bazarında beynəlxalq standartlara cavab verən əməliyyat infrastrukturunun qurulmasına baxmayaraq hazırda yerli bazarın beynəlxalq bazarlara inteqrasiyası zəif hesab olunur. Bunun səbəblərindən biri xarici emitentin ölkəsində olan ticarətsonrası sistem ilə yerli ticarətsonrası sistemi arasında və ya beynəlxalq depozitarlarla əlaqələrin qurulmamasıdır. Əgər iki ölkənin depozitar sistemləri arasında bu cür əlaqə mövcud olsa, xarici emitentin qiymətli kağızları ilə yerli bazarda əqdlər bağlandıqdan sonra əqdlərə dair məlumat Milli Depozit Mərkəzinə (MDM) ötürülür, MDM həmin məlumatları xarici depozitara ötürər və qiymətli kağız xarici depozitarda açılmış MDM-in subhesabına daxil olardı. Hazırda bəzi ölkələrin depozitarları MDM-ə üzv olsa da, MDM tərəfindən digər depozitalara üzvlük təmin edilməmiş, beləliklə də xarici emitentin kağızlarının dual listinqi mümkün olmamışdır.

Bundan əlavə, Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatasının kapital bazarlarına nəzarət üzrə qlobal standartları müəyyən edən Beynəlxalq Qiymətli Kağızlar Komissiyası-“IOSCO”-ya (International Organisation of Securities Commissions) üzvlüyü təmin edilməmişdir. “IOSCO”-ya üzv təşkilatlar dünyada qiymətli kağızlar bazarına nəzarət orqanlarının 95%-ni təşkil edir və həmin təşkilatlar tənzimləmə, nəzarət, investorların hüquqlarının müdafiəsi, ədalətli bazar şərtlərinin, şəffaflığın və effektivliyin təmin edilməsi və sistem risklərinin idarə edilməsi sahəsində beynəlxalq standartların tətbiqində iştirak imkanı əldə edirlər.

Eyni zamanda, yeni maliyyələşdirmə mexanizmləri, o cümlədən beynəlxalq bazarlarda istifadə edilmiş özəl və vençur kapital fond bazasının formalaşdırılması və həmin fəaliyyət növlərinin təşviq edilməsi istiqamətində işlərə start verilməsi məqsədəuyğun görünür. Azərbaycanda bu tip fondların olması beynəlxalq bazarlara maliyyə sisteminin inkişafı ilə bağlı müsbət siqnal verəcək.

Artıq qeyd edilən digər hüquqi əngəl bankların investisiya fəaliyyəti ilə bağlı qanunvericilikdə boşluqların olmasıdır. Bu istiqamətdə atılmalı addımlar investisiya xidmətlərinin ümumi dairəsinin müəyyənləşdirilməsi, bankların

qiymətli kağızlar bazarında sərbəst fəaliyyət göstərə bilməsi üçün qanunvericiliklə nəzərdə tutulmuş maneələrin aradan qaldırılmasıdır. Bu istiqamətdə “Qiymətli kağızlar bazarı haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunu və lazım gələrsə “Banklar haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanununa əlavə və dəyişiklik edilməli, hesabatların təqdim edilmə forması və baxılması üzrə uyğunlaşdırmalar aparılmalıdır.

Bunlarla yanaşı, Azərbaycan iqtisadiyyatına portfel və birbaşa investisiya yatırımını təmin etmək məqsədi ilə beynəlxalq təşkilatlarla əməkdaşlıq zəruridir. Xüsusilə, yarıda qalmış infrastruktur layihələrinin həyata keçirilməsi üçün beynəlxalq inkişaf banklarının əməkdaşlığı və dövlət-özəl partnyorluğu önəm daşıyır.

Ölkənin investisiya imicinə təsir edən əsas faktorlardan biri də ölkədə fəaliyyət göstərən investorların və onların təmsil edən qurumların beynəlxalq investorlara ölkə haqqında verdiyi siqnallardır. Bu mənada ölkədə fəaliyyət göstərən transmilli korporasiyaların, biznes assosiasiyalarının və ölkəyə investisiya yatan investorların məmnunluğunun təmin edilməsinə xüsusi önəm verilməlidir.

NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR

Azərbaycanda investorların maliyyə aktivlərinin qarşılaşdığı problemlərin təsbit edilməsi məqsədi ilə maliyyə bazarlarının cari vəziyyəti təhlil edilmiş, ümumi olaraq qiymətli kağızlar bazarında 2018-ci il üçün 56 % artım (ilkin bazarda 75%, təkrar bazarda isə 36% artım) qeydə alınmışdır.

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının səmərəliliyi qiymətləndirilərkən qiymətli kağızlar bazarında tətbiq olunan mövcud tarif siyasətinin emitentlərə təsirinin müəyyənləşdirilməsi məqsədilə BFB tərəfindən tətbiq edilən listing tarifləri və həmçinin MDM tərəfindən depozitar və klirinq fəaliyyətlərinin göstərilməsi məqsədilə tətbiq edilən tariflər təhlil edilmişdir. Azərbaycandakı tarifləri beynəlxalq təcrübə ilə müqayisə etmək məqsədilə İstanbul, Moskva və Qazaxıstan Birjalarındakı listing şərtləri nəzərdən keçirilmişdir. Tariflərin optimallaşdırılması, eyni zamanda tələb olunan sənədləşmə prosedurunun tamamilə elektronlaşdırılması və sadələşdirilməsi məsləhət görülmüşdür.

Eyni zamanda mövcud qanunvericilik təhlil edilmiş, vergilər məəcəlləsində qiymətli kağızlar bazarı üzrə xüsusi vergi rejimi müəyyən edilmədiyi, listingdə olan və olmayan şirkətlər fərqləndirilmədiyi, investisiya fondları üçün xüsusi vergi güzəştlərinin tətbiq olunmadığı aşkar olunmuşdur. Bu istiqamətdə də qonşu ölkələrin, eyni zamanda, Tayland, Vyetnam, İndoneziya modelləri təhlil edilmiş və bəzi ölkələrdə kapital artımından yaranan gəlirlərin ümumiyyətlə vergiyə cəlb olunmadığı müəyyən olunmuşdur.

Digər hüquqi əngəl bankların investisiya fəaliyyəti ilə bağlı qanunvericilikdə boşluqların olmasıdır. Bu istiqamətdə atılmalı addımlar investisiya xidmətlərinin ümumi dairəsinin müəyyənləşdirilməsi, bankların qiymətli kağızlar bazarında sərbəst fəaliyyət göstərə bilməsi üçün qanunvericiliklə nəzərdə tutulmuş maneələrin aradan qaldırılmasıdır.

Araşdırma işinin toxunduğu digər məsələ xarici bazarlara inteqrasiyadır. Belə ki, qiymətli kağızlar bazarında beynəlxalq standartlara cavab verən əməliyyat infrastrukturunun qurulmasına baxmayaraq hazırda yerli bazarın beynəlxalq bazarlara inteqrasiyası zəif hesab olunur. Bunun səbəblərindən biri xarici emitentin

ölkəsində olan ticarətsonrası sistem ilə yerli ticarətsonrası sistemi arasında və ya beynəlxalq depozitarlarla əlaqələrin qurulmamasıdır. Bu istiqamətdə işlərin aparılması, eyni zamanda, Beynəlxalq Qiymətli Kağızlar Komissiyası-“IOSCO”-ya (International Organisation of Securities Commissions) üzvlüyün təmin edilməsi tövsiyyə olunmuşdur.

Bundan başqa, sektorun elektronlaşması məsələsi nəzərdən keçirilmiş və müəyyən edilmişdir ki, sistemə elektron imza vasitəsilə daxil olma tələbi əksər fiziki şəxslərin imkanlarını məhdudlaşdırır. Elektronlaşma sahəsində digər problem proqram təminatları üçün vahid standartların tətbiq edilməməsi və bu istiqamətdə həm BFB, həm MDM, həm İnvestisiya şirkətlərinin, həm də Palatanın birgə işinin qurulmamasıdır.

Eyni zamanda, yeni maliyyələşdirmə mexanizmləri, o cümlədən beynəlxalq bazarlarda istifadə edilmiş özəl və vençur fond bazasının formalaşdırılması və həmin fəaliyyət növlərinin təşviq edilməsi istiqamətində işlərə start verilməsi məqsədəuyğun görülmüşdür.

Təhlil zamanı qabardılan digər önəmli faktor maliyyə savadlılığının olmamasıdır. Bu istiqamətdə Kapital Bazarları üzrə Təlim Mərkəzi yaradılmış, Bakı Fond Birjası tərəfindən “Listinq Məsləhət Proqramı”na start verilmiş və ödənişsiz əsaslarla məsləhət xidmətləri göstərilmişdir. Buna baxmayaraq, hazırda maliyyə xidmətləri istehlakçılarının, o cümlədən potensial emitentlərin və investorların qiymətli kağızlar bazarına dair məlumatlılığının yetərli olmaması müəyyənləşdirilmiş və bu istiqamətdə də tədbirlərin artırılması tövsiyyə olunmuşdur. Eyni zamanda, tədbirlər nəticəsində sahiblik düşüncə tərzinin dəyişdirilməsi də bazarın inkişafına müsbət təsir göstərəcəkdir.

Beynəlxalq reyting agentliklərinin rəylərinin xarici investorların investisiya yatırımları üçün seçimlərində çox böyük təsirə malik olduğunu nəzərə alaraq nüfuzlu “Doing Business”, “Qlobal Rəqabətlik” və Açıq Büdcə İndeksi” kimi reytinglərdə ölkənin illər üzrə mövqeyi qonşu ölkələrlə müqayisəli şəkildə təhlil edilmişdir. Aparılmış islahatlar nəticəsində “Doing Business” reytingində mövqeyimizin ümumilikdə 32 pillə, investisiya mühitinə təsir edən 5 indikator

4-ü üzrə isə Daşınar Əmlakın Yüklülüyünün Dövlət Reyestrinin formalaşdırılması, “Azərbaycan Kredit Bürosu” MMC-nin yaradılması, “Vergi Məcəlləsi”nə, “Mülki Məcəllə”yə, eyni zamanda, “Müflisləşmə və iflas haqqında” AR Qanununa edilmiş müəyyən dəyişikliklər nəticəsində əhəmiyyətli dərəcədə irəliləyiş müşahidə olunmuşdur. Bundan başqa, investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması istiqamətində aparılmış digər islahatların (Strateji Yol xəritələrinin təsdiqi, Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatası, İqtisadi İslahatların Təhlili və Kommunikasiya Mərkəzi və EnterpriseAzerbaijan.com portalının yaradılması və s) müsbət töhfəsi də təhlil edilmiş, gələcəkdə hansı nəticələrə yol açacağı proqnozlaşdırılmışdır.

Təkliflər:

- Listinq prosedurlarının sadələşdirilməsi və tariflərə yenidən baxılması. Hazırda qiymətli kağızların dövlət qeydiyyatı prosesi 20 iş günü (təqribən 1 ay), listinq proseduru 10 iş gününədək (adətən 5 iş günü ərzində tamamlanır) nəzərdə tutulur. Bundan əlavə olaraq, hazırlıq işləri təqribən 5 iş günü vaxt tələb edir. Təhlillər göstərir ki, qiymətli kağızların fond birjasında yerləşdirilməsi təqribən 2 ay vaxt aparır. Bundan əlavə, emitent həm Palata, həm MDM, həm də BFB-yə eyni sənədləri dəfələrlə təqdim edir. Bununla əlaqədar olaraq, listinqə müraciət prosesinin elektronlaşdırılması və sadələşdirilməsi məqbul hesab edilir. Bundan əlavə, hazırda qiymətli kağızlar bazarında tətbiq edilən tarif siyasətinin optimallaşdırılmasına ehtiyac var.
- Yeni listinq prosedurlarının müəyyənləşdirilməsi. Emitentlərin listinqə çıxışı prosedurlarının optimizasiyası məqsədilə Palata tərəfindən mövcud qanunvericiliyin qiymətləndirilməsi, xarici emitentlərə məxsus qiymətli kağızların yerli bazarda tədavülə buraxılması imkanlarının genişləndirilməsi və listinq tələblərinin optimallaşdırılması məsləhət görülür.
- Sahiblik düşüncə tərzinin dəyişdirilməsi. Sahiblik düşüncə tərzinin dəyişdirilməsi məqsədilə beynəlxalq təcrübə təhlil edilməklə təkmilləşdirmə istiqamətlərinin müəyyənləşdirilməsi, listinqə çıxmaq istəyən şirkətlərə ödənişsiz əsasda məsləhət xidmətləri təklif edən “Listinq Məsləhət Proqramı”nın

fəaliyyətinin genişləndirilməsi, emitentlərin və investorların kapital bazarlarına dair məlumatlılıq səviyyəsinin artırılması, ali təhsil müəssisələrində təlimlərin və birja oyunlarına dair müsabiqələrin keçirilməsi və digər maarifləndirmə işlərinin aparılması tövsiyyə olunur.

- Maliyyə bazarlarına dair məlumatlılığın artırılması

Kapital bazarlarına dair məlumatlılığın və maliyyə savadlılığının yüksəldilməsi istiqamətində tədbirlərin intensivləşdirilməsi, potensial emitentlərin bazar haqqında biliklərinin artırılması, sahiblik düşüncə tərzinin dəyişdirilməsi istiqamətində təşviqat xarakterli tədbirlərin görülməsi tövsiyyə olunur.

- Korporativ idarəetmə standartlarının tətbiqi. Şirkətlər tərəfindən korporativ idarəetmə standartlarının tətbiqi, uçot, hesabatlıq və maliyyə hesabatlılığı məqbul səviyyədə tətbiq edilmir. Bu istiqamətdə dövlət və özəl müəssisələrdə korporativ idarəetmə standartlarının tətbiqinin daha da genişləndirilməsi, habelə reyting agentliklərinin yaradılması maliyyə bazarlarında məlumatların detallı açıqlanmasını təmin etməklə hesabatlılığın daha da artırılmasına xidmət göstərə bilər.

- Sekyuritizasiya prosesinin təşviqi. Şirkətlərin aktivlərinin likvid qiymətli kağızlara transformasiya olunması imkanlarının təmin edilməsi məqsədilə sekyuritizasiya prosesi üzrə beynəlxalq təcrübənin öyrənilməsi, prosesin tənzimlənməsi və tətbiqi üzrə “Sekyuritizasiya fəaliyyəti haqqında” qanun layihəsinin yenidən işlənməsi və ondan irəli gələn hüquqi aktların hazırlanması tövsiyyə olunur.

- Maliyyə bazarlarına çıxış imkanlarının artırılması. Bu istiqamətdə qiymətli kağızlar bazarında mövcud tənzimləmə və nəzarət mexanizmlərinin beynəlxalq normalara uyğunlaşdırılması istiqamətində Palata tərəfindən mövcud qanunvericiliyin tələblərinin “IOSCO” standartlarına uyğunluğunun qiymətləndirilməsi, qiymətləndirmə nəticəsində aşkar olunmuş çatışmazlıqların aradan qaldırılması üçün qanunvericiliyə müvafiq dəyişiklik layihələrinin hazırlanması və təşkilata üzv olmaq üçün müvafiq tədbirlərin həyata keçirilməsi tövsiyyə olunur.

- Fərdi və institusional investorların stimullarının diferensiallaşdırılması. Investorların bazarda iştirakını stimullaşdıran vergi rejiminin tətbiq edilməsi məsləhət görülür.
- Qiymətli kağızlar bazarında əlverişli vergi mühitinin yaradılması. Qiymətli kağızlar bazarında əlverişli vergi mühitinin formalaşdırılması zəruridir. Bununla bağlı olaraq, emitentlərə mənfəət vergisi üzrə güzəştlərin verilməsi nəzərdə tutula bilər. Listinqdə olan şirkətlərin sayının artması eyni zamanda emitentlər tərəfindən daha yaxşı korporativ idarəetmə standartlarının tətbiqinə, o cümlədən mühasibat uçotu üzrə İFRS standartlarından istifadəyə, məlumatların və maliyyə hesabatlarının açıqlanmasına və bazarda şəffaflığın artmasına dəstək olacaqdır. Bununla yanaşı, qiymətli kağızların nominal dəyərindən yuxarı qiymətə yerləşdirilməsi zamanı vergitutma ləğv edilməlidir. Bu hal müəssisələri qiymətli kağız emissiya etməkdən yayındırır və klassik bank məhsullarına yönəlməyə sövq edir.
- Xarici investorların yerli maliyyə bazarına çıxış imkanlarının artırılması. Xarici investorların yerli bazara cəlb edilməsi üzrə MDM ilə qlobal kastodianlar və digər ölkələrin mərkəzi depozitarları arasında əlaqələrin qurulması, habelə qiymətli kağızlarla klirinq-hesablaşma sistemlərinin beynəlxalq təcrübəyə uyğun təkmilləşdirilməsi üzrə müvafiq işlərin görülməsi tövsiyyə olunur.
- Şəffaflığın artırılması üzrə təşəbbüslərin müəyyənləşdirilməsi. Qiymətli kağızları kütləvi təklif üsulu ilə yerləşdirilən və tənzimlənən bazarda ticarətə buraxılan emitentlər barədə məlumatların effektiv şəkildə ictimaiyyətə açıqlanması mexanizmlərinin tətbiqi və nəzarət potensialının artırılması məsləhət görülür.
- Investisiya xidmətlərinin elektron qaydada təqdim edilməsi
Investorların investisiya şirkətinin proqram təminatı vasitəsilə kapital bazarlarına bilavasitə çıxışı üçün interfeysin yaradılması vacibdir. Təcrübədə bazarda ticarət intensivliyinin 60%-dən çox hissəsi pərakəndə müştəri platformaları üzərindən təmin edilir. Bu istiqamətdə müştərilərin investisiya şirkəti üzərindən CETA platformasına qoşulması üzrə addımlar atıla bilər.

- Xarici investisiyaların cəlbi və daxili iqtisadi amillər baxımından makroiqtisadi sabitliyin təmin edilməsi üçün cəhdlərin artırılması, yüksək statuslu makroiqtisadi şuranın yaradılması, milli valyutanın məzənnəsindəki volatilliyin sabitləşdirilməsi və valyutaya dair gözləntilərin düzgün idarə olunması, xarici borc yükünün azaldılması, iqtisadi artım tempinin bərpa olunması, qiymətli kağızlar bazarının, o cümlədən derivativlər bazarının formalaşdırılması;

- Dövlət müəssisələrinin özəlləşdirilməsi prosesinin sürətləndirilməsi, dövlət müəssisələrində korporativ idarəetmə standartlarının tətbiqinin genişləndirilməsi, IPO emissiyasına start verilməsi;

- Ölkədə fəaliyyət göstərən investorların hüquqlarının müdafiəsi və məmnunluğunun artırılması üçün İnterinvestisiya Ambudsmanının təsis edilməsi;

- Azərbaycan Respublikasının "İnterinvestisiya fəaliyyəti haqqında" və "Xarici investorların qorunması haqqında" qanunları ləğv edərək beynəlxalq təcrübəyə uyğun olaraq Azərbaycan Respublikasının "İnterinvestisiya haqqında" yeni Qanununun qəbul edilməsi və kiçik investorların hüquqlarının qorunmasının həmin qanunda ətraflı təsbit edilməsi. Eyni zamanda "İxracın və investisiyaların təşviqi" strategiyasının qəbul edilməsi;

- Azərbaycanda özəl-dövlət dialoqu üzrə qanunvericilik bazasının təkmilləşdirilməsi, biznes assosiasiyalar ilə əməkdaşlığın gücləndirilməsi, onlara konsultativ statusun və qanunvericilik layihələrinin həmin assosiasiyalar ilə hələ layihə mərhələsində müzakirəsi;

İSTİFADƏ OLUNMUŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI

Azərbaycan dilində

1. İnvestisiya fəaliyyəti haqqında AR Qanunu. Bakı şəhəri, 13 yanvar 1995-ci il.
2. İnvestisiya fondları haqqında AR Qanunu Bakı şəhəri, 22 oktyabr 2010-cu il, № 1101-IIIQ
3. Azərbaycan Respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi, 75-82
http://iqtisadiislahat.org/store//media/documents/SYX/İqtisadiyyat_Yol_%20xeritesi.pdf
4. Azərbaycan Respublikasında maliyyə xidmətlərinin inkişafına dair Strateji Yol Xəritəsi, 27-31
http://iqtisadiislahat.org/store//media/documents/SYX/strateji_yol_xeritesi_maliyye_xidmetlerinin_inkishafi_15122016.pdf
5. Atakişiyev. M.C, Nuraliyeva R.N, Abbasova N.H. (2012) “İnvestisiya fəaliyyətinin təşkili”, "Təfəkkür" Universitetinin mətbəəsi, Bakı, 254 səh.
6. Bayramov. V.İ. (2018) Azərbaycanda iqtisadiyyatın diversifikasiyasının maliyyə təminatının gücləndirilməsi məsələləri. Bakı, 79-84-cü səhifələr.
7. Əhmədov M.A., Hüseyn A.C. (2011) İqtisadiyyatın dövlət tənzimləməsinin əsasları. Metodik vəsait. Bakı: “İqtisad Universiteti” , 120 səh.
8. Əzizova G.A. (2012) Dövlətin investisiya-innovasiya siyasəti. Dərs vəsaiti. Bakı, 212 səh.
9. Məmmədov. Ə, Seyfullayev. İ, (2013), Vergi və investisiya / Regionların inkişafı ictimai birliyin xüsusi layihəsi. Bakı, 375 səh.
10. İbrahimov F.M.(2007), Azərbaycan iqtisadiyyatına yönəldilən xarici investisiyalar və onun milli iqtisadiyyatın dirçəlməsində rolu, Bakı
11. Zeynalov V.Z. (2012), Azərbaycanda investisiya siyasəti. Praktiki məlumat kitabı. Bakı: Azər nəşr , 280 səh.

Xarici dildə

1. Андрианов А.Ю., С.В.Валдайцев, П.В.Воробьев. (2010) Инвестиции / Учебник. Москва, 592 с.

2. Игони́на А.Л. (2004), Инвестиции. Москва, 478 с.
3. Марголин А.М. (2006), Инвестиции. Москва, 461 с.
4. Бланк И.А. (2001), Инвестиционный менеджмент, 448 с.
5. Шеремет В.В. (1998), Управление инвестициями. Том 2, 416 с.

1. Eric Tyson (2016) "Investing for Dummies" 393 səh.
2. William H. Pike (1983), "Why Stocks Go Up and Down:A Guide to Sound Investing", 322 səh.
3. P.N.Junankar (1972) "Investment: Theories and Evidence", London : Macmillan, 78 səh.
4. S.Mohamed "Macroeconomic theories of investment and development of a New Economic Theory"
5. Mark Blaug "Great Economists since Keynes: An Introduction to the Lives and Works of One Hundred Modern Economists"
6. Robert C. Merton,(2006) "Paul Samuelson And Financial Economics", 26 səh.
7. Treynor, Jack L. (1961). "Market Value, Time, and Risk"

İnternet resursları

1. <http://www.e-qanun.az/framework/30333>
2. <http://www.e-qanun.az/framework/5825>
3. <http://www.e-qanun.az/framework/11390>
4. [https://www.economy.gov.az/images/pdf/doc/korporativ_idaretme_standartlar i.doc](https://www.economy.gov.az/images/pdf/doc/korporativ_idaretme_standartlar_i.doc)
5. <https://www.stat.gov.az/news/macroeconomy.php?page=3>
6. <https://www.stat.gov.az/news/macroeconomy.php?page=3&arxiv=1>
7. [https://www.fimsa.az/assets/upload/files/QK-Hesabat%202018\(4\).pdf](https://www.fimsa.az/assets/upload/files/QK-Hesabat%202018(4).pdf)
8. Bakı Fond Birfası [ttps://bfb.az](https://bfb.az)
9. <http://www.mdm.az/images/files/2018-11/295bfbf2afbc0aa.pdf>

10. <http://www.e-qanun.az/framework/2860>
11. <http://www.e-qanun.az/framework/35658>
12. http://iqtisadiislahat.org/store//media/documents/SYX/2017/1_Milli_iqtisadiy_yat_opt.pdf
13. <http://www.taxes.gov.az/modul.php?name=qanun&cat=3>
14. <https://novator.az/2018/10/23/gurcustanda-orta-maas-n%C9%99-q%C9%99d%C9%99rdir/>
15. <http://www.taxes.gov.az/modul.php?name=qanun&cat=3>
16. <https://www.zakon.kz/4930632-nazvana-srednyaya-zarplata-kazahstantsev.html>
17. http://kase.kz/ru/kase_rules/
18. Asia Bond Monitor – March 2018 <https://www.adb.org/publications/asia-bond-monitor-march-2018>
19. Charles T. Munger “Poor Charlies Almanack” 320-340 səhifələr <http://jtaken.csoft.net/book/Poor%20Charlie%27s%20Almanack%20by%20Charles%20T.%20Munger.pdf>
20. Doing Business and Investing in Azerbaijan <https://www.pwc.com/az/en/publications/assets/dbg-2017.pdf>
21. EDX-Introduction to investment <https://courses.edx.org/courses/course-v1:IIMBx+FC250x+3T2018/course/>
22. <https://www.moex.com/s21>
23. P.Bolton, H.Chen, N. Wang “A Unified Theory of Tobin’s q, Corporate Investment, Financing, and Risk Management” https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/4438/bcw_jf_forthcoming.pdf
24. Tayland Fond Birjası- <https://www.set.or.th/set/mainpage.do?language=en&country=US>
25. İndoneziya Fond Birjası- <https://www.idx.co.id/en-us/>
26. Vyetnam Fond Birjası- <https://www.hsx.vn/>
27. <http://www.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2019>

28. <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/competitiveness-rankings/#series=>
29. <https://www.internationalbudget.org/open-budget-survey/open-budget-index-rankings/>
30. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/3928/WPS5356.pdf?sequen>
31. <https://brutmaas.net/asgari-ucret/tablo>
32. https://www.borsaistanbul.com/borsa_uyeleri/basvuru-dokumanlari

Əlavələr

Əlavə 1.

BFB-nin əsas bazar seqmenti üçün listing tələbləri	
Səhm bazarında əsas listing üzrə tələblər	Korporativ istiqrazlar bazarında əsas listing
Emitent ASC olmalıdır.	Emitent ASC, QSC və MMC ola bilər.
Son bir ildə iflas prosesində olmamalı və maliyyə dayanıqlığı pozulmamalıdır.	
Son 3 ilin ən az birində xalis mənfəət əldə etməlidir.	Emitentin xalis aktivlərinin dəyəri ən azı 2 500 000 manat olmalıdır;
Fəaliyyəti ən azı son 1 ili əhatə etməlidir	
Sərbəsi tədavül həcmi təmin edilməlidir. Nizamnamə kapitalı: 2,5 - 5 mln manat olduqda – 10%; 5 - 0 mln manat olduqda – 7%; 10 mln manatdan yüksək olduqda – 5%.	Emitent Azərbaycanda qeydiyyatda alınmış və ən azı Standard&Poor's və Fitch tərəfindən «BBB-», Moody's tərəfindən «Baa3» uzunmüddətli kredit reytingi dərəcəsinə malik olmalı və ya istiqraz üzrə birjada market-meyker emitent tərəfindən təyin olunmalıdır.
Sərbəst tədavül həcmi ən azı 50 səhmdar arasında bölüşdürülməlidir. Hər bir səhmdar emitentin nizamnamə kapitalında 5%-dən artıq paya sahib olmamalıdır	Emitentin son 3 maliyyə ili ərzində əldə etdiyi toplam vergidən əvvəlki mənfəətinin 50%-i onun istiqraz buraxılışı üzrə ödəyəcəyi məcmu illik faiz məbləğindən az olmamalıdır.
İFRSə uyğun maliyyə hesabatları hazırlamalı, son 1 illik və 6-aylıq audit olunmuş hesabat	
Listingə müraciət etmiş emitent ana şirkətdirsə, İFRS-ə uyğun hazırlanmış konsolidə olunmuş illik hesabat hazırlamalıdır;	
Emitentin idarəetmə orqanlarında son 6 ay ərzində mühüm dəyişikliklər olmamalıdır.	
Emitentin direktorlar şurasında 1-i müstəqil olmaqla ən azı 3 üzvü olmalıdır	
Emitent daxili audit komitəsinə malik olmalıdır;	
İnsayder əqdləri və aidiyyəti şəxslə əqdlərlə bağlı qiymətli kağızlar haqqında qanunvericiliyin tələblərinin yerinə yetirməlidir;	
Emitent mütəmadi olaraq yenilənən və onun fəaliyyətinin mühüm istiqamətlərini işıqlandıran veb sahifəyə malik olmalıdır;	
Emitent nizamnaməsini özünün baş ofisində və/və ya internet saytında açıqlamalıdır	
	Emitent cəlb etdiyi borc vəsaitləri, o cümlədən aldığı kreditlər və buraxdığı istiqrazlar üzrə öhdəliklərini vaxtlı-vaxtında yerinə yetirməli və vaxtaşırı olaraq ödəniş problemləri ilə qarşılaşmamalıdır.

Mənbə: Bakı Fond Birjası, 2018

BFB-nin standart bazar segmenti üçün listing tələbləri	
Səhm bazarının standart listing segmenti üzrə tələblər	Korporativ istiqrazlar bazarının standart listing segmenti üzrə tələblər
İtənt ASC olmalıdır.	Emitent ASC, QSC və MMC ola bilər.
Son bir ildə iflas prosesində olmamalı və maliyyə dayanıqlığı pozulmamalıdır.	
Nizamnamə kapitalı ən azı 500 000 manat olmalıdır.	Emitentin xalis aktivlərinin dəyəri ən azı 500 000 manat olmalıdır;
Fəaliyyəti ən azı son 1 ili əhatə etməlidir	
Emitentin listingdən keçmiş səhmləri üzrə ən azı 5% və ya ən azı 125 000 manat ekvivalentində sərbəst tədavül həcmi olmalıdır.	Emitent son 3 ilin bir ilini xalis mənfəətlə fəaliyyət göstərməlidir;
Sərbəst tədavül həcmi ən azı 20 səhmdar arasında bölüşdürülməlidir. Hər bir səhmdar emitentin nizamnamə kapitalında 5%-dən artıq paya sahib olmamalıdır	Emitent maliyyə dayanıqlılığını listing üçün müraciəti zamanı və listingdən keçdikdən sonra təmin etməlidir. Emitentin maliyyə dayanıqlılığı Listing Komitəsi tərəfindən mütəmadi olaraq dəyərləndiriləcəkdir;
Qanunvericiliyə uyğun maliyyə hesabatları hazırlanmalı, son 1 illik və 6-aylıq audit olunmuş hesabat	Qanunvericiliyə uyğun maliyyə hesabatları hazırlanmalı, son 1 illik audit olunmuş hesabat
	Emitent cəlb etdiyi borc vəsaitləri, o cümlədən aldığı kreditlər və buraxdığı istiqrazlar üzrə öhdəliklərini vaxtılı-vaxtında yerinə yetirməli və vaxtaşırı olaraq ödəniş problemləri ilə qarşılaşmamalıdır.

Mənbə: Bakı Fond Birjası, 2018

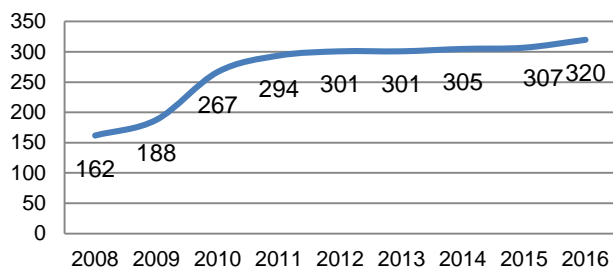
BFB-də listingə müraciət etmək üçün tələb olunan sənədlər	
1	Listinq barədə ərizə anket;
2	Emitentin tələblərə uyğunluğu və məlumatların düzgünlüyü barədə bəyanatı;
3	Qiymətli kağızların dövlət qeydiyyatı haqqında sənədin surəti;
4	Emitent hesabatı;
5	Emitent hüquqi şəxslərin dövlət qeydiyyatı haqqında şəhadətnaməsi;
6	Emitentin notarial qaydada təsdiq olunmuş nizamnaməsinin surəti;
7	Emitent lisenziya tələb edən fəaliyyət növü ilə məşğuldursa, həmin lisenziyaların notarial təsdiq olunmuş surətləri;
8	Son 3 ildə buraxılmış qiymətli kağızların dövlət qeydiyyatı sənədinin surəti;
9	Birja üzvü ilə emitent arasında anderrayter müqaviləsi (olduqda);
10	Emissiya prospekti;
11	Emitentin adından vəkil edilmiş şəxs çıxış etdikdə etibarnamə;
12	Qiymətli kağızların saxlanması və qiymətli kağız sahiblərinin reyestrinin aparılması üzrə xidmətlərin göstərilməsi barədə müqavilənin və müqaviləyə əlavələrin surəti (MDM-lə müqavilə);
13	Maliyyə hesabatları və auditor rəyinin surəti;
14	Qiymətli kağızların müvafiq bazar segmentində listingi üçün ərizə;
15	Qiymətli kağız sahiblərinin reyestrindən çıxarış;
16	Sərbəst tədavül tələbi həcminə dair bəyanat.

Mənbə: Bakı Fond Birjası, 2018

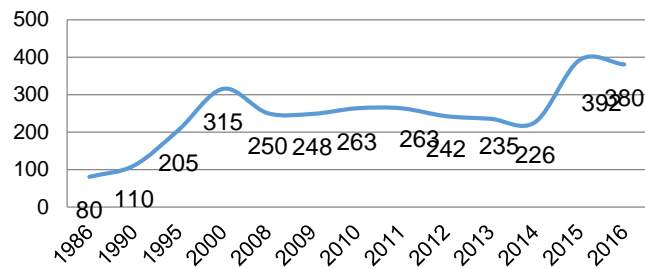
Əlavə 4.

MDM-in xidmətləri üzrə tariflər	Bakıda yerləşən emitentlər	Digər emitentlər üçün
Qiymətli kağızların saxlanmaya qəbulu üzrə – birdəfəlik ödəniş	0,025%	0,0125%
Qiymətli kağızların saxlanması üzrə illik ödəniş	0,025%	0,0125%
Qiymətli kağız mülkiyyətçilərinin reyestrinin formalaşdırılması üzrə – birdəfəlik ödəniş	0,025%	0,0125%
Qiymətli kağız mülkiyyətçilərinin reyestrinin aparılması üzrə – illik ödəniş	0,025%	0,0125%
Əlavə emissiyanın uçota alınması üzrə	0,1% (min 5, maks 1500 manat)	
Qiymətli kağızlar üzrə dividendlərin və istiqraz üzrə faizlərin hesablanması və onların ödənilməsində vasitəçilik	0,2% + təşkilati xərclər	
Qiymətli kağızlara İSİN kodlarının verilməsi	haqq ödənilmir	
Qiymətli kağızlara CFİ kodlarının verilməsi	hər buraxılış üzrə 100 manat	

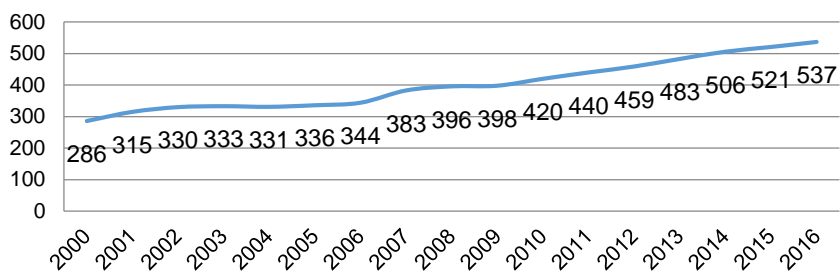
Vyetnam:
listinqdə olan şirkətlərin sayı



Türkiyə:
listinqdə olan şirkətlərin sayı



İndoneziya:
listinqdə olan şirkətlərin sayı



Mənbə: World Bank, World Development Indicators database

Digər ölkələrdə listingə çıxan şirkətlərə tətbiq edilən vergi güzəştləri		
Ölkə	Mənfəət vergisi	Mənfəət vergisi üzrə vergi güzəşti
Kamboca	20%	İPO-dan sonra 3 il ərzində 10%
Fici	18.5%	10%
Keniya	30%	Sərbəst tədavül həcmi ən azı 27% olan şirkətlərə İPO-dan sonra 3 il ərzində 27%; Sərbəst tədavül həcmi ən azı 30% olan şirkətlərə İPO-dan sonra 5 il ərzində 25%; Sərbəst tədavül həcmi ən azı 40% olan şirkətlərə İPO-dan sonra 5 il ərzində 20%;
Mərakeş	31%	İPO-dan sonra 3 il ərzində 15.5%
Pakistan	31%	İPO-dan sonra 2 il ərzində 26.4%
Mənbə: Schellhase J. (2017), "Promoting Participation in SME Boards Through Tax Incentives: A Global Overview". Milken Institute Center for Financial Markets.		

İndikator	Ölkələr üzrə hər bir indikatora müvafiq toplanılmış ballar							
	Azərbaycan		Gürcüstan		Qazaxıstan		Türkiyə	
	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018
Kredit əldə etmə imkanları	80	40	85	85	65	55	75	55
Vergi ödənişləri	85.23	84.21	89.03	87.14	79.28	79.47	74.65	72.40
Müqavilə üzrə öhdəliklərin icrası	67.51	67.51	76.90	75.97	81.25	77.55	71.78	68.87
Müəssisənin bağlanması	63.79	62.27	56.03	55.59	67.83	67.52	40.71	33.26
Kiçik investorların maraqlarının qorunması	81.67	75	81.67	81.67	85	85	71.67	71.67

Mənbə: Dünya Bankı.2019

İstanbul Birjasında səhmlərin listinginə kateqoriyalar üzrə tələblər	BİST Stars Qrup 1	BİST Stars Qrup 2	BİST Əsas Qrup 1	BİST Əsas Qrup 2
Kütləvi təklifin bazar dəyəri	azı 250 mln lirə	azı 100 mln lirə	azı 50 mln lirə	azı 25 mln lirə
Şirkətin ümumi bazar dəyəri	azı 1 mlrd lirə	azı 400 mln lirə	-	-
Audit olunmuş hesabatlarda xalis mənfəətli ilin sayı	2 il	2 il	2 il	2 il
Sərbəst tədavül həcmi	5%	10%	15%	25%
Səhmdar kapitalının ümumi kapitalla nisbəti	0.75-dən yuxarı	1-dən yuxarı	1-dən yuxarı	1.25-dən yuxarı

Mənbə: İstanbul birjası, 2018

Moskva Birjasında səhmlərin listinqinə kateqoriyalar üzrə tələblər	1-ci səviyyə	2-ci səviyyə
Şirkətin bazar dəyəri və sərbəst tədavül həcmi	adi səhmlərin ən azı 3 mlrd rubl olmaqla 10%-i, imtiyazlı səhmlərin ən azı 1 mlrd olmaqla, 50%-i sərbəst tədavüldə olmalı;	adi səhmlərin ən azı 1 mlrd rubl olmaqla 10%-i, imtiyazlı səhmlərin ən azı 0.5 mlrd olmaqla, 50%-i sərbəst tədavüldə olmalı;
Fəaliyyət müddəti və İFRS-ə uyğun audit olunmuş hesabatların açıqlandığı illərin sayı	ən azı 3 il	ən azı 1 il
Korporativ idarəetmə tələbləri:	emitentin müşahidə şurası olmalı; müşahidə şurasının 5 üzvündən azı 3-ü müstəqil üzv olmalı; daxili audit bölməsi və daxili prosesləri; müşahidə şurasına tabe komitələr (audit, mükafatlandırma, təyin etmə) dividend siyasəti.	emitentin müşahidə şurası olmalı; daxili audit komitəsi; daxili audit bölməsi və daxili prosesləri;

Mənbə: Moskva Birjası.2018

Qazaxıstan Birjasında istiqrazların listinginə kateqoriyalar üzrə tələblər	Əsas bazar	Alternativ bazar
Ümumi gəlirə dair tələblər	tələb olunur	-
Şirkətin fəaliyyəti	azı 3 il	-
Hesabatlıq	İFRS/GAAP	İFRS/GAAP
Marketmeyker tələbi	tələb olunur	-
Korporativ idarəetməyə dair daxili prosedurlar	tələb olunur	-

Mənbə: Qazaxıstan Birjası, 2018

Cədvəllərin siyahısı

Cədvəl 1. Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının detallı statistikasısı...	35
Cədvəl 2. Emissiya prospektinin təsdiq edilməsi tarifləri.....	42
Cədvəl 3. Tayland birjasında listingdə olan şirkətlərə vergi güzəştləri....	45
Cədvəl 4. Doing Business Hesabatının 5 indikatoru üzrə Azərbaycan və qonşu ölkələrin tutduğu pillə.....	51
Cədvəl 5. Qlobal rəqabətlik indeksi: ölkələr üzrə hər bir indikatora müvafiq toplanılmış ballar.....	53
Cədvəl 6. Korporativ qiymətli kağızlar bazarında bağlanmış əqdlərin sayı.....	67
Cədvəl 7 "AZIPS" ödəniş tənzimləmə qanunlarının icrası üçün Mərkəzi Bankın	68

Şəkillərin siyahısı

Şəkil 1. Çevik sürətləndirmə nəzəriyyəsində kapital və zamanın asılılığı.	13
Şəkil 2.Mənfəət nəzəriyyəsində gəlir və zamanın asılılığı.....	15
Şəkil 3.Tobinin q nəzəriyyəsində q əmsalının kapital və yeni investisiyalar ilə əlaqəsi.....	16
Şəkil 4.Səmərəli bazar nəzəriyyəsində bazarın səmərəliliyinə əsasən qiymət dəyişmələri	18
Şəkil 5.Bazar seqmentinə uyğun olaraq listing tarifləri.....	39

Qrafiklərin siyahısı

Qrafik 1. Azərbaycanda əsas kapitalla yönəldilmiş investisiyalar.	31
Qrafik 2. Azərbaycanda 2014-2018-ci ildə qiymətli kağızlar bazarının statistikasısı	34
Qrafik 3. Tailand Fond Birjasının listingdəki şirkətlərinin statistikasısı	46
Qrafik 4. Ölkələr üzrə hər bir indikatora müvafiq toplanılmış ballar	50
Qrafik 5.Qlobal rəqabətlik indeksi: ölkələr üzrə müvafiq toplanılmış ballar	53
Qrafik 6. "Açıq Bütçə İndeksi" üzrə Azərbaycanın mövqeyinin qonşu ölkələrlə müqayisəsi	54