



**AZƏRBAYCAN MİLLİ ELMLƏR AKADEMİYASI
İQTİSADİYYAT İNSTITUTU**

MƏMMƏDOV YAŞAR ƏZİMAĞA OĞLU

**AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA FOND
BAZARININ FORMALAŞMASI VƏ
İNKİŞAF İSTİQAMƏTLƏRİ**

BAKİ - 2016

AMEA İqtisadiyyat İnstitutunun Elmi Şurasının 20 may 2016-cı il
tarixli 04 sayılı protokolunun qərarına əsasən çap olunur

Elmi redaktor: i.f.d., dosent A.M.Mustafayev

Rəyçilər: i.e.d., professor E.M.Hacızadə
i.e.d., professor H.B.Rüstəmbəyov
i.f.d.T.T.Qurbanova

**Məmmədov Yaşar Əzimağa oğlu. “Azərbaycan Respublikasında
fond bazarının formalaşması və inkişaf istiqamətləri”**

Bakı: 2016. səh. 162.

Monoqrafiyada fond bazarlarının inkişaf tarixi və onların fəaliyyətini şərtləndirən səbəblər, bu bazarların fəaliyyət xüsusiyyətləri, təşkili və tənzimlənməsi məsələləri tədqiq olunur. Həmçinin, müasir Azərbaycan Respublikası üçün əhəmiyyət kəsb edən mühüm bir məsələ kimi bu sahədə beynəlxalq təcrübə həm müxtəlif aspektlərdən, həm də ayrı-ayrı ölkələrin təcrübəsi baxımından dəyərləndirilir. Tədqiqatda ümumilikdə Azərbaycanda maliyyə-fond bazarının inkişaf mərhələləri müxtəlif dövrlər baxımından da araşdırılır. Ölkədə fond bazarının müasir vəziyyəti, inkişaf xüsusiyyətləri, meyilləri və problemləri sistemli şəkildə təhlil olunaraq, qiymətləndirilir. Nəticə olaraq Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişafı ilə bağlı təklif və tövsiyələr irəli sürülür.

Monoqrafiya maliyyə-fond bazarında, iqtisadi idarəetmə sisteminə və onunla əlaqədar sahələrdə fəaliyyət göstərən mütəxəssislər, alim və tədqiqatçılar, bu sahədə ixtisas alan tələbələr üçün əhəmiyyət kəsb edir. Eyni zamanda, monoqrafiya Azərbaycan Respublikasında maliyyə-fond, iqtisadi idarəetmə sisteminin hüquqi-normativ, metodoloji əsaslarının, tənzimləmə mexanizminin müasir tələblər baxımından təkmilləşdirilməsi sahəsində də istifadə oluna bilər.

M⁴⁷⁰²⁰⁶⁰¹⁰⁴⁻²⁸
8032-2016 **Qrifli nəşr**

© «AVROPA» nəşriyyatı-2016

MÜNDƏRİCAT

Giriş		5
Birinci fəsil	Fond bazarlarının inkişaf mərhələləri və fəaliyyət əsasları.....	7
1.1	Fond bazarlarının inkişaf tarixi və fəaliyyətini şərtləndirən səbəblər.....	7
1.2	Fond bazarının fəaliyyət xüsusiyyətləri.....	15
1.3	Fond bazarının təşkili və tənzimlənməsi məsələləri...	26
İkinci fəsil	Beynəlxalq təcrübədə fond bazarları: təşkili və inkişafı.....	43
2.1	Amerika Birləşmiş Ştatları.....	44
2.2	İngiltərə.....	50
2.3	Fransa.....	53
2.4	Almaniya.....	56
2.5	İtaliya.....	57
2.6	İsveçrə.....	58
2.7	Hollandiya.....	59
2.8	Kanada.....	60
2.9	Yaponiya.....	61
2.10	Türkiyə.....	63
2.11	Rusiya.....	64
Üçüncü fəsil	Azərbaycanda maliyyə-fond bazarının inkişaf mərhələləri.....	69
3.1	Azərbaycanda fond bazarının ilkin təşəkkül dövrü.....	69
3.2	Fond (qiymətli kağızlar) bazarının inkişafında sovet dövrü.....	71
3.3	Azərbaycan Respublikasında müasir fond bazarının təşkili və inkişafı.....	73
Dördüncü fəsil	Fond bazarının müasir inkişaf səviyyəsi və problemləri.....	85
4.1	Fond bazarının inkişafı üçün önəmli olan sosial-iqtisadi islahatların nəticələri.....	85
4.2	Azərbaycan Respublikasında fond bazarının xüsusiyyətləri və inkişaf meyilləri.....	99
4.3	Müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin fond bazarından maliyyə-investisiya resurslarının cəlb imkanları.....	111

4.4	Azərbaycan Respublikasında fond bazarının təşkili və tənzimləməsinin müasir səviyyəsi.....	117
4.5	Azərbaycan Respublikasında fond bazarının təşkili və inkişafı: nəticə qiymətləndirmələri.....	122
4.6	Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişaf problemləri.....	126
Beşinci fəsil	Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişafı ilə bağlı təklif və tövsiyələr.....	135
5.1	Fond bazarının inkişaf strategiyasında nəzərə alınmalı keyfiyyət dəyişikləri.....	136
5.2	Azərbaycan Respublikasında fond bazarının perspektiv inkişaf istiqamətləri.....	137
5.3	İnvestorların hüquqlarının müdafiəsi üzrə qanunvericilik bazasının möhkəmləndirilməsi.....	140
5.4	Beynəlxalq maliyyə standartları üzrə hesabatın təqdim edilməsi.....	141
5.5	“İxtisaslaşmış (peşəkar) investor” anlayışının hüquqi baxımdan qəbulu və tətbiqi.....	142
5.6	Emitentlərin məsuliyyəti.....	145
5.7	Bazarın birləşməsi və yenidən təşkili zamanı səhmdarların hüquqlarının müdafiəsi.....	146
5.8	Korporativ qanunvericiliyin və idarəetmə sisteminin təkmilləşdirilməsi.....	148
5.9	Fond bazarında kompensasiya mexanizminin tətbiqinin inkişafı.....	149
5.10	Fond bazarının tənzimləmə sisteminin təkmilləşdirilməsi.....	151
	İstifadə olunan mənbələr və ədəbiyyatlar.....	153
	Xülasə.....	157
	Резюме.....	159
	Abstract.....	161

GİRİŞ

Fond bazarı müasir bazar iqtisadi münasibətlərinin formalaşmasında və inkişafında önəmli rol oynamaqla yanaşı, həmçinin maliyyə-pul resurslarının investisiya məqsədləri üçün cəlbində də əsas bazar kimi əhəmiyyət kəsb etməkdədir. Bu bazar maliyyə resurslarının səfərbər olunub, məqsədli istifadəsi, daxili investisiya mənbəyinin yaradılması, fiziki və hüquqi şəxslərin sərbəst pul vəsaitlərindən onların və cəmiyyətin xeyrinə səmərəli istifadəsi, inflyasiya kimi neqativ proseslərin qarşısının alınması, iqtisadi inkişafın sürətləndirilməsi və mühüm məqsədlərin həyata keçirilməsinə də xidmət edir.

İnkişaf etmiş bir çox ölkələrin dövlət büdcəsinin 30 faizinə qədəri məhz fond bazarlarında yaranır. Fond bazarı real sektora və iqtisadiyyata geniş təsir imkanlarına malikdir.

Beynəlxalq təcrübədə olduğu kimi, Azərbaycanda da tam əminliklə belə bir mülahizənin əsaslığını sübut etmək olar ki, fond bazarı ölkədə makro və mikro iqtisadi inkişafa təkan verməklə yanaşı, həm də sosial-iqtisadi inkişafın sürətləndirilməsinə, vətəndaşların maddi rifah halının artırılmasına birbaşa təsir edib, sivil bazar münasibətlərinin təşəkkülündə öz əvəzsiz xidmətini göstərmək iqtidarındadır. Azərbaycanda 2000-ci ildən başlayaraq fond bazarının təşkili istiqamətində önəmli addımlar atılmış, onun tənzimlənmə mexanizmi, institusional infrastrukturunu yaradılmış, hüquqi-normativ bazası formalaşdırılmışdır. Müasir inkişaf daxili və xarici iqtisadi əlaqələrin təkmilləşdirilməsini gündəmə gətirməklə, müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin investisiya cəlbində önəmli rol oynayan fond bazarına diqqəti daha da artırmaqdadır.

Məhz bu kimi səbəblərdəndir ki, ölkədə qəbul edilən bir çox hüquqi-normativ sənədlərdə qiymətli kağızlar, əsasən də fond bazarının inkişaf məsələlərinə xüsusi diqqət yetirilməkdədir. Belə sənədlərdən olan Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2012-ci il 29 dekabr tarixli Fərmanı ilə təsdiq edilmiş “Azərbaycan 2020: Gələcəyə baxış” İnkişaf Konsepsiyası”-nda və “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının

inkişafı” Dövlət Proqramında qiymətli kağızlar bazarının insti-tusional inkişaf səviyyəsinin yüksəldilməsi və onun beynəlxalq standartlara uyğunluğunun təmin edilməsi, ölkə iqtisadiyyatında onun kapitallaşma dərəcəsinin yüksəldilməsinə nail olunması və iqtisadi layihələrin maliyyələşdirilməsində fond bazarı vasitəsilə cəlb olunan qeyri-inflyasiya mənşəli investisiya vəsaitlərindən isti-fadənin genişləndirilməsi kimi mühüm məsələlər əsas diqqət mərkəzində götürülmüşdür.

Son on ilin qlobal iqtisadi və maliyyə təzadları, böhran halları fond bazarının təşkili və tənzimlənməsi, onun problemlərinin təd-qiqi məsələlərinə daha geniş çərçivədə baxılmasını aktualaşdır-maqdadır. Bu bazarın dünya və ölkə iqtisadiyyatının sağlam-laşması və inkişafı ilə bağlı proseslərdə önəmli rol oynadığını nə-zərə alsaq burada baş verən proseslərin mütəmadi olaraq təhlil edi-lib, qiymətləndirilməsinə ehtiyac artır.

Azərbaycan Respublikasında qəbul edilən hüquqi-normativ sənədlər bu bazarın təşkilinin fundamental əsaslarını möhkəmlən-dirməkdədir. Lakin, daim inkişaf etməkdə olan iqtisadi münasi-bətlər, qlobal inkişaf meylləri fond bazarının perspektiv inkişaf istiqamətlərinin də bu baxımdan təkmilləşdirilməsi zərurətini ön plana çəkməkdədir.

BİRİNCİ FƏSİL

FOND BAZARLARININ İNKİŞAF MƏRHƏLƏLƏRİ VƏ FƏALİYYƏT ƏSASLARI

1.1.Fond bazarlarının inkişaf tarixi və fəaliyyətini şərtləndirən səbəblər

Fond bazarının fəaliyyəti fiziki və hüquqi şəxslərin geniş həcmli maliyyə və qiymətli kağızlar üzrə aktivlərini əhatə etməklə, müasir dövrümüzün maliyyə sisteminin təşkilində mühüm bir sahə kimi əhəmiyyət kəsb etməkdədir. Tədqiqat obyektinə, predmetinə görə fərqlənməsinə baxmayaraq bu bazarlar vahid və sıx əlaqəli formada təşkil olunması ilə diqqəti cəlb edir. Müasir maliyyə-fond bazarlarının fəaliyyətində nəzərə çarpan fərqləndirici cəhətlərə aşağıdakılar aid edilir:

- ❖ Sövdələşmənin və əməliyyatların aparılmasının tənzimlənən qaydalarının mövcudluğu;
- ❖ Əməliyyatların həyata keçirilməsində aydın və şəffaf mexanizmin formalaşması;
- ❖ Bazarda əməliyyat predmetinə çevrilən qiymətli kağızların və digər vəsaitlərin alqı-satqısı üzrə qiymət kurslarının, onların dəyişmə qaydalarının müəyyən edilməsi;
- ❖ Bu qurumların fəaliyyətini təşkil edəcək infrastrukturun, iştirakçıların (hüquqi və fiziki şəxslər) mövcudluğu;
- ❖ Texniki təminatın, əlaqənin və təkmil informasiya sisteminin fəaliyyəti.

Fond bazarının ilkin və bəsit formalaşma rüşeymi Qədim Roma İmperiyasında kök salmağa başlamışdır. Antiq və ilkin tarixi qaynaqlara görə bu sahədə dağınıq da olsa bir çox informasiya mənbəyi mövcud olmuşdur. Belə ki, Romada tacirlərin toplanması qeyd edilir, bu proses “əməkdaşlıq merkatoru”nu (alqı-satqı məsələlərinin müzakirəsi) adlanırlır [54,91]. Müəyyən olunan top-

lantı yerləri müasir fond bazarlarının, birjalarının bir çox təşkili xüsusiyyətini özündə təcəssüm etdirir. Toplantılar müəyyən olunmuş yerlərdə keçirilir, bu yerlər “fora vendaliya” adlanmaqla tacirlərin özünün alış-satış mərkəzinə çevrilirdi [54,93]. Belə bazarlarda imperiyanın və dünyanın müxtəlif bölgələrindən gətirilən əmtəələr, mallar alınıb-satılırdı. Eyni zamanda, müvafiq əmtəə və malların alqı-satqısı üzrə əvvəlcədən sövdələşmələr aparılır, qiymətlər müəyyən edilirdi. Həmçinin, bu yönümlü aktiv proseslərdə bazarın digər qeyri-ticarət iştirakçıları, yeni alqı-satqıya, sövdələşmələrin bağlanmasına köməklik edən peşəkar qruplar, şəxsər də (müasir diller, broker) fəal iştirak edirdi. Xüsusilə bazarın fəaliyyətində, sövdələşmələrdə qiymətlərin tənzimlənməsi, onlara təsiredici amillər də az əhəmiyyət kəsb etmirdi. Maliyyə və digər pul resursları ilə yanaşı tacirlərin, etibarlı şəxslərin verdiyi vədlər və kağızlar da bu bazarın dövryyəyisinin mühüm alqı-satqı predmetinə çevrilirdi [55,47].

Orta əslərin sonunda kapitalizm quruluşunun ilkin inkişaf rüşəmlərinin yaranması, ticarətin əhatə coğrafiyasının genişlənməsi fond bazarlarının mövcudluğunu daha da zəruriləşdirirdi. Xüsusilə, ölkələr arası ticarət münasibətlərinin təkmilləşməsi küllü miqdarda pul vəsaitlərinə ehtiyacı artırmaqla, alqı-satqıda yeni vəsaitlərin, alətlərin istifadə zərurətini doğurmaqda idi. Bütün bu kimi tarixi amillər səhmdar evlərinin, cəmiyyətlərinin yaranmasına əsaslı şəkildə təsir göstərməyə başladı. Belə ki, bu dövrlərdə yaradılan ingilis və holland ticarət kompaniyaları öz mütərəqqililiyi baxımdan o dövr üçün xüsusi əhəmiyyət kəsb edirdi [55, 54-55]. Bu cəmiyyətlər, kompaniyalar ilk iri həcmli qiymətli kağızların emittentləri kimi çıxış edirdilər. Məhz bu yolla pul vəsaitlərinin, kapitalın cəlbi ticarət əlaqələrinin təkmilləşdirilməsinə, bazar münasibətlərinin formalaşmasına öz müsbət təsirini göstərməyə başlayırdı. Mövcud tarixi gedişat artıq belə qurumların ayrı-ayrılıqda, sistemsiz fəaliyyətinin qeyri-mümkünlünü göstərməklə, proseslərin genişlənməsini, kapital və əlavə maliyyə resurslarının cəlbi üçün daha əlverişli rol oynaya biləcək institutların formalaş-

masını zərurətə çevirməklə, fond bazarının təşəkkülünü tarixi-iqtisadi baxımdan labüdləşdirirdi.

Fond bazarları kapitalizmin ilkin yığım, formalaşma dövründə təşəkkül tapmaqla, bu ictimai-iqtisadi formasiyanın inkişafının sürətlənməsinə də təkan vermiş oldu. Müvafiq bazarların tədqiqi ilə bağlı onun əsasını təşkil edən birja sözünün mənşəyinin aydınlaşdırılması xüsusi zərurətdən irəli gəlir. Bu söz öz mənşəyini latın dilində olan “Borsa” – portmanat sözündən götürsədə [55, 61], onun formalaşması Brjuqe şəhərində fəaliyyət göstərmiş iri tacir, kapital sahibi Berz ailəsinin fəaliyyəti ilə bağlı olmuşdur [63]. Məhz həmin ailənin gerbirini, o dövr üçün simvolunu “üç portmanat”ın təsviri əks etdirirdi. İlk fond birjası Amsterdamda XVII əsrdə yaranmış və ilk birja sövdələşməsi isə 1631-ci ildə Antverpendə həyata keçirilmişdir. Artıq iqtisadi inkişafın və ticarət əlaqələrinin çoxşaxəliyi nəticəsində İngiltərədə XVII-XIX əslərdə fond birjaları öz inkişaf dövrünü yaşamayırdı. Bu amil İngiltərədə bazar iqtisadiyyatının inkişafı və dünyada onun iri kapitalist dövləti kimi mövqeyinin güclənməsi ilə üzvü sürətdə bağlı idi. Birjalara inkişafının ilk dövrləri dövlət borclarının artması ilə xarakterizə olunurdu. Belə ki, dövlətin qiymətli kağızları və digər istiqrazlara yönələn maliyyə resursları, kapital istənilən vaxt pul vəsaitləri şəklində geri qayıtmaq imkanlarına malik olmalı idi.

Müvafiq əməliyyatlar birjada yerləşdirilən vəsaitlərin gəlirliyinə və likvidliyinə təminat verirdi. XVII əsrdə ilk səhmdar cəmiyyətlərinin meydana gəlməsi nəticəsində birjalara dövrüyyə obyektə bu cəmiyyətlərin səhmləri oldu. Xüsusilə, burada İngiltərənin Şərqi-Hind və Qərbi Hind kompaniyaları öz mövqeyi və əhəmiyyətliliyi ilə seçilirdi. Həmin kompaniyaların fəaliyyəti eyni zamanda dövlət borclarının formalaşması ilə də sıx bağlı idi. Çünki müvafiq kompaniyalar, səhmdar cəmiyyətləri yaradılarkən onlar öz kapitallarının bir hissəsini dövlət borclarının örtülməsinə xidmət edən istiqrazlara yönəltməli idilər. Rəqabət mühitinin geniş təşəkkül tapmaması və koloniyalardakı ticarətdən yüksək gəlirliyin təmin olunma şəraiti kompaniyaların səhmlərinin kəskin şəkildə

artmasına təsir göstərməklə, birja fəaliyyətinin və möhtəkirliliyinin də yüksəlməsinə əlverişli zəmin yaradırdı. Məhz bu baxımdan fond birjaları ilkin kapital yığımının təminatçısı kimi öz zəruriliyi ilə səciyyələnirdi. İqtisadi-ticarət əlaqələrin əhatə dairəsinin əhəmiyyətli şəkildə genişlənməsi və təkmilləşməsi, bazar münasibətlərinin forma və tənzimlənmə mexanizminin inkişafı artıq bu dövrlərdən başlayaraq fond bazarlarının formalaşmasını və fəaliyyətini şərtləndirən başlıca səbəblərə çevirilməkdə idi.

Fond birjalarının əhəmiyyəti xüsusilə, kapitalizmin stabil yüksəliş dövrü olan XIX əsrin ikinci yarısından başlayaraq daha da artdı, bu amil özünü kütləvi şəkildə yeni səhmdar cəmiyyətlərinin yaranması, qiymətli kağızların buraxılış həcmnin yüksəlməsilə göstərirdi. Maliyyə kapitalına olan ehtiyac, yığımın intensivliyi bu dövrdə istehsalın həcmindən yüksək idi, eyni zamanda bu amil bazar iqtisadiyyatının inkişafına müsbət baxımdan təsir edirdi. Təbii ki, bütün bu kimi meyllər birja əməliyyatlarının, sövdələşmələrinin həcmnin artmasına səbəb olub, qiymətli kağızlara, xüsusilə istiqrazlara və səhmlərə (dövlət və səhmdar cəmiyyətlərinin) olan tələbatı yüksəldirdi. Mövcud proseslər fond bazarlarında uzun müddətli maliyyə resurslarının, kapitalların cəlbinə təsir göstərməklə, dövlət və səhmdar cəmiyyətlərinin uzun müddətli qiymətli kağızlarına vəsait qoyuluşları üçün zəmin yaradırdı. Həmçinin, birja mexanizmi pul-maliyyə resurslarının, kapitalın uzun müddətli səfərbərlik vasitəsinə çevrilməklə yanaşı, eyni zamanda bu bazarda belə resursların qısa müddətli cəlbi aləti kimi də öz mühüm rolunu oynayırdı. Artıq fond bazarlarında proseslərin inkişafı bu sahənin yeni formalaşma mərhələsinə keçdiyini göstərməklə, müvafiq fəaliyyət sahəsinin bazar infrastrukturunun vacib və ayrılmaz tərkib hissəsi kimi mövqeyini də yüksəltməkdə idi. Birja iştirakçılarının qiymətli kağızların alınması üçün öz vəsaitləri ilə yanaşı, bank və maliyyə-kredit təşkilatlarının resurslarından da istifadə etməsi, birjalarda fiziki şəxslərlə yanaşı müxtəlif hüquqi şəxslərin, institutsional qurumların iştirak imkanlarını artırmaqla, bazarın fəaliyyət

mexanizminin və hüquqi əsaslarının təkmilləşdirilməsini də xüsusi zərurətə çevirməkdə idi [53].

XIX əsrin əvvəllərində iri dövlətlərin borc kağızlarının, istiqrazlarının fond bazarları, birjalar vasitəsilə satılması bu bazarların formalaşmasında və canlanmasında ən əhəmiyyətli amil sayıla bilər. Avropada bu dövrdə əsas fond birjalrı kimi London və Frankfurt birjasının rolu xüsusi qeyd edilməlidir. Bank sektorunun inkişafı, yeni dəmir yollarının tikintisi fond bazarlarının fəaliyyətinin genişlənməsinə müsbət təsir göstərirdi. Məhz bu dövrdən etibarən fondlar, birjalar maliyyə bazarının əsas tərkib hissəsi kimi çıxış etməklə, İngiltərə, Fransa və Almaniya kimi Avropa dövlətlərinin inkişafına təsir edib, onların yerli bələdiyyə qurumlarının iqtisadiyyatının möhkəmlənməsində aparıcı mövqe tutmağa başladılar.

Fond bazarlarının inkişafında XIX əsrin sonuna qədər vahid inkişaf meyli üstünlük təşkil edirdi. Bu iqtisadi fəaliyyətin təmin edilməsi məqsədilə fond bazarında dövlət istiqrazları üzrə əməliyyat və sövdələşmələrin digər qiymətli kağızlara nisbətən xüsusi çəkisinin üstün olması idi. Lakin, əsrin sonunda, XX əsrin əvvəllərində bu meyl zəifləməklə, bazarda digər qiymətli kağızlara tələbatın artması ilə müşahidə olunmağa başladı. Bütün bunlar isə bazar münasibətlərinin əhatə coğrafiyasının genişlənməsi, bazar subyektlərinin mövqeyinin güclənməsi, müəssisələrin mənfəətlik normasını yüksəltməsi ilə bağlı mübarizəsi kimi amillərlə sıx bağlı idi.

Burada bir amili xüsusilə qeyd etmək məqsədəuyğun olar ki, məhz müstəqilliyini yenidən əldə etmiş Azərbaycan Respublikasında 2000-2012-ci illərdə Bakı Fond Birjasında qiymətli kağızların dövriyyəsində dövlət qiymətli kağızlarının üstün mövqeyi xüsusilə nəzərə çarpmışdır. Son illərdə bu bazarda korporativ qiymətli kağızların həcmnin yüksəlməsi meyli müsbət amil kimi qiymətləndirilir. Belə müəyisəli yanaşmada bəlkədə bir ümumi oxşarlıq amilini qabartmaq daha məqsədəuyğun olar. Azərbaycan Respublikasında bazar münasibətlərinin 20 illik inkişaf dövründə fond bazarında dövlət qiymətli kağızlarının həcmnin yüksəkliyi ilə XVIII və XIX əsrin Avropa ölkələrinin fond bazarlarında eyni halın baş verməsi arasın-

da müəyyən əlaqə vardır. Və bu əlaqənin kökündə əsasən bu amillər xüsusilə fərqlənməlidir:

- ❖ Bazar iştirakçılarının iştirak səviyyəsi və imkanları;
- ❖ Bazarda institutsional qurumların təşəkkülü;
- ❖ Bazar mühitinin formalaşması;
- ❖ Fond bazarına olan inam və onun iqtisadi həyata təsirləri.

XX əsrə xas olan səciyyəvi cəhətlər özünü daha çox qlobal iqtisadi inkişaf proseslərinin dərinləşməsi, müəssisə və firmaların maliyyə vəziyyətində qeyri-stabillik hallarının artması, böhran və tənəzzüllərin yüksəlişi, geniş və lokal səviyyəli müharibə və münaqişələr, ABŞ, Qərbi Avropa, Yaponiya, cənubi-şərqi Asiya ölkələrinin iqtisadiyyatının canlanması, iqtisadi münasibətlər sistemində əsaslı dəyişiklər kimi proseslərdə göstərmişdir. Təbii ki, belə proseslər iqtisadiyyatın digər sahələri kimi, fond bazarlarının fəaliyyətinə də təsirsiz ötüşməmiş və bu fəaliyyət sahəsinin yeni baxımdan təşkilinə, inkişafına səbəb olmuşdur.

Müasir bazar münasibətləri şəraitində qiymətli kağızlara yatırılan maliyyə vəsaitləri dövlət və cəmiyyət üçün əsas diqqət mərkəzinə çevrilməkdədir. Bu amil isə ümumi iqtisadi inkişaf prosesləri ilə sıx təmasda olduğu üçün onun formalaşması və inkişafı xüsusi yanaşmanı, təkmil iqtisadi-hüquqi tənzimləmənin mövcudluğunu gündəmə gətirməkdədir.

Fond bazarı bazar iqtisadiyyatında əsas aparıcı mövqeyə malik olmaqla, həm də tədavi sferasında öz aktivliyi ilə seçilir, iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinə, müəssisələrə cəlb olunan maliyyə resurslarının formalaşmasının əsas mənbələrindən biri kimi əhəmiyyət kəsb edir. Bu bazarın əsas fərqləndirici cəhəti ondan ibarətdir ki, burada gedən proses və əməliyyatların nəticələri iqtisadiyyatın, özəl sektorun konyuktur və maliyyə vəziyyətinə, əhalinin maddi durumuna əməli təsir göstərmək imkanlarına malik olur.

Müasir fond bazarının fəaliyyətini şərtləndirən səbəbləri aşağıdakı kimi sistemləşdirmək daha məqsədəuyğun hesab edilməlidir:

- ❖ Birincisi, fond bazarında dövriyyədə olan qiymətli kağızlar maliyyə vəsaitlərinin formalaşmasında, xüsusilə də bölgüsündə əsas

iştirakçı qismində çıxış edirlər. Müvafiq bölgü: ölkələri və əraziləri, iqtisadiyyat sahələrini, sahə daxilindəki müəssisələri əhatə edir. Maliyyə vəsaitlərinin axını onun sahibinə daha çox gəlir və fayda gətirilməsini təşkil edən sahələrə yönəlir. Məhz bu prinsip hər bir ölkə və konkret müəssisə üzrə vəsaitlərin bölgüsünü təmin edir.

❖ İkincisi, fond bazarında qiymətli kağızlar vasitəsilə investisiyaların cəlbə və bölgüsü prosesi həyata keçirilir. Burada konkret emitentlər və müəssisələr, investorlar, investisiya institutları arasında münasibətlər formalaşır.

❖ Üçüncüsü, fond bazarında əldə olunan qiymətli kağızlar onun sahibinə, səhmdara vəsait qoyduğu subyektin mülkiyyətində müəyyən paya sahiblik hüququnu verir. Qiymətli kağızların növünə uyğun olaraq, səhm sahibinin müəssisənin idarə olunmasında iştirakı və ya mənfəət götürmək hüququ müəyyənləşir.

Son yüz illiyin fond bazarlarının inkişafında başlıca mühüm cəhət kimi: bir tərəfdən maliyyə-pul resurslarına ehtiyacı olan dövlət, kommersiya qurumlarının və müəssisələrin qiymətli kağızlarının satılmasına, digər tərəfdən isə bu vəsaitləri səmərəli yerləşdirmək və fayda götürmək niyyəti güdən fiziki və hüquqi şəxslərin, investorların məqsədlərinin təmin olunmasına yönəlmiş bir siyasətin formalaşması daha çox diqqəti cəlb edir. Və digər tərəfdən, bu bazar qiymətli kağızların alqı-satqısı üzrə fəaliyyətin təşkili, reallaşdırılması ilə bağlı hüquqi-normativ əsasların, tənzimləmə mexanizminin, qaydaların, institusional qurumların təşkilatçısı kimi də öz əhəmiyyətliliyi ilə fərqlənir.

Aparılan tədqiqat və araşdırmaların nəticəsi olaraq belə bir fikrin irəli sürülməsi vacib hesab edilə bilər: “fond bazarının fəaliyyətini şərtləndirən səbəblər onun tarixi və müasir inkişaf mərhələsindən irəli gəlir”. Mövcud səbəbləri isə əsasən iki istiqamət üzrə fərqləndirmək məqsəduyğundur:

❖ Makroiqtisadi səbəblər. Bu səbəblər onun vacib bazar infrastrukturunu, maliyyə bazarının əsas tərkib hissəsi olmaqla, makroiqtisadi inkişaf prosesinə önəmli təsir imkanlarından irəli gəlir. Məhz fond bazarı maliyyə-pul vəsaitlərinin formalaşmasında və

dövriyyəsinə mühüm rol oynamaqla yanaşı, həm də bu vəsaitlərin səmərəli və məqsədəuyğun istifadəsinə təkan verir. Digər tərəfdən, investisiyaların cəlbində, yerləşdirilməsində, yığımın formalaşdırılmasında fond bazarı öz vacibliyi ilə çıxış edir. Bütün bu amillər isə sosial-iqtisadi proseslərdə mənfi tendensiyaaların qarşısının alınmasında, milli iqtisadiyyatın inkişafında, mühüm dövlət proqramlarının reallaşdırılmasında önəmli hesab edilməlidir.

❖ Mikroiqtisadi səbəblər. Bu səbəblər bir növ makroiqtisadi səbəblərin davamı kimi çıxış edir. Fond bazarı müəssisə və təşkilatların qiymətli kağızlarının alqı-satqısını təşkil edib - tənzimləməklə, həmin subyektlərin əlverişli şərtlərlə maliyyələşdirilməsini, kapital və investisiya qoyuluşu üzrə təminatını da həyata keçirir. Həmçinin, fond bazarı fiziki və hüquqi şəxslərin əlavə pul ehtiyatlarının səmərəli istifadəsinə, onların gəlirliliyinin təminatına şərait yaradır. Qeyd edilən səbəblər fond bazasının fəaliyyətini şərtləndirməklə, onun müasir tələblər baxımından təşkilini, dəyişən və təkmilləşən iqtisadi proseslərə uyğunluğunu da zərurətə çevirir.

Bazar münasibətlərinə keçid dövrünü yaşayan və bazar münasibətlərinin inkişaf etdiyi ölkələrdə zəruri addım kimi atılan özəlləşdirmə prosesi yeni, müxtəlif təşkilatı-hüquqi formalı müəssisələrin, o cümlədən səhmdar cəmiyyətlərinin yaranmasına səbəb olmuşdur. Belə müəssisə və təsərrüfatların istər özəlləşdirilməsində, istərsə də onlar tərəfindən sonradan yeni və əlavə səhmlər buraxılmasında, satışında fond bazarı əvəzsiz bir institut kimi xüsusi əhəmiyyət kəsb etməsi ilə fərqlənir.

Müasir dövrdə fond bazarı iqtisadi münasibətlər sisteminin mühüm həlqəsini təşkil etməklə, siyasi-iqtisadi hayatın əsas barometri olub, formalaşdırdığı informasiyalarla iqtisadi inkişafın vacib qiymətləndirici amilinə çevrilir. Fond bazasının fəaliyyət dairəsi iqtisadiyyatın daxili və xarici inkişaf siyasətini əhatə edərək, bazar iştirakçılarının, dövlətin, hüquqi və fiziki şəxslərin, sahələrin maraqlarını da özündə təcəssüm etdirir. Mövcud maraqlar isə bazar əməliyyatlarının, sövdələşmələrin son nəticəsi kimi meydana çıxır.

Artıq dünyada 200-ə yaxın formalaşmış lokal və beynəlxalq səviyyəli fond birjası fəaliyyət göstərir. Və bu bazarlar XX əsrdə yaradılmış planlı və qeyri-təkmil iqtisadi inkişaf mərhələsindən, münasibətlər sistemindən müasir bazar münasibətləri sisteminə keçid prosedurunun təmin olunmasında mühüm təsir amillərindən birinə çevrilməkdədir. Həmin bazarlarda həyata keçirilən ticari əməliyyatlar, sövdələşmələr bu bazarların nüfuzuna da əsaslı şəkildə təsir göstərir.

1.2. Fond bazarının fəaliyyət xüsusiyyətləri

Qiymətli kağızlar iqtisadi fəaliyyətdə maliyyə-təsərrüfat və kredit əməliyyatlarının həyata keçirilməsinə təsir göstərməklə, həmçinin bu əməliyyatların maliyyə təminatının əsas mənbəyinə çevrilir. Qiymətli kağızların fond bazarındakı fəaliyyətinin əsas məqsədini müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərini səfərbər edib, iqtisadiyyatın zəruri ehtiyac hissə olunan istiqamətlərinə yönəltməsi kimi də qiymətləndirmək daha düzgün olar. Qiymətli kağızlar bazarınının əsas tərkib hissəsini fond bazarı təşkil edir [8; 24; 42] və bu kağızların satışına görə fond bazarlarının fəaliyyəti ilkin və ikinci bazarlara bölünür.

İlkin bazar yeni buraxılmış qiymətli kağızların satışı üçün nəzərdə tutulur, o əsasən yeni yaradılan müəssisələrin, səhmdar cəmiyyətlərinin və digər təsərrüfat subyektlərinin başlanğıc, ilkin buraxış səhmlərinin reallaşdırılmasını həyata keçirir. Bu bazarın fəaliyyətinin başlıca xüsusiyyəti ondan ibarətdir ki, burada emitentlərlə alıcılar konkretliklə müəyyən olur və əməliyyatlar bir növ qapalı şəkildə keçirilir. İlkin bazarın iştirakçıları qismində qiymətli kağızların emitentləri və investorları sıxışdırılır. Burada müvəqqəti sərbəst vəsaitlərin səfərbər olunması və onların investisiyaya yönəldilməsi prosesi baş verir. Eyni zamanda, bu bazar iqtisadi fəaliyyətin əsas tənzimləyici vasitəsi kimi də çıxış edir. Ölkədə bu bazar yığım səviyyəsinin və investisiyaların həcmi-nin müəyyənləş-

dirilməsinə təsir edərək, təsərrüfat subyektlərinin proporsional inkişafına, mənfəətinin yüksəlməsinə də öz yardımını göstərir.

İlkin bazarın fəaliyyəti mütləq mənada ikinci bazarın mövcudluğunu şərtləndirir. İkinci bazar əvvəllər buraxılmış qiymətli kağızların alqı-satqısı üçün nəzərdə tutulur. Və bu bazarın əsas subyektləri emitentlər deyil, daha çox müyyən mənfəət, qazanc əldə etmək məqsədilə fəaliyyət göstərən vasitəçilər olur. İkinci bazar ölkədə investisiya və əmanətlərin həcminə təsir göstərməklə yanaşı, həm də, onların yenidən bölüşdürülməsini həyata keçirir. Həmin bazar qiymətli kağızların dövrəsinin sabitliyini təmin edir ki, bu da qiymətli kağızlarla bağlı balanslaşdırılmanın və likvidliyin təşəkkül tapmasında önəmli rol oynayır.

İkinci bazarın təşkil olunan və təşkil olunmayan formaları mövcuddur. Təşkil olunan bazarda birja ticarəti, təşkil olunmayan bazarda isə birjadankənar ticarət əməliyyatları keçirilir. Təşkil olunan bazarın fərqləndirici cəhəti – burada alıcı və satıcı tərəflərin görüşməsi və tələb və təklif amilindən asılı olaraq müxtəlif əqdlərin bağlanma imkanlarının mümkünlüyüdür. Belə bazarlara dünyanın bir çox ölkələrində fəaliyyət göstərən fond birjalarını nümunə göstərmək olar.

İnkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, qiymətli kağızlar bazarı əsasən iqtisadiyyatın real sektorunun investisiya resursları ilə təminatında mühüm rol oynayır. İqtisadi inkişafda təzahür edən bir çox problemlərin həllində fond bazarının təsiri əvəzsizdir. İqtisadiyyatda baş verən qeyri-mütənasiblik hallarının aradan qaldırılması, investisiya resurslarına olan tələbatın ödənilməsi, bu resursların iqtisadi inkişafın məqsədləri baxımından səmərəli şəkildə bölüşdürülməsi fond bazarının labüdlüyünü zərurətə çevirir. Zaman keçdikcə fond bazarları əhalidə və müəssisələrdə toplananmış müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərini daha çox səfərbər etmək imkanlarına malik olur. Fond bazarları toplanmış vəsaitləri iqtisadiyyatda tələb olunan istiqamətlərə yönəldərək proporsional inkişaf üçün şərait yaradır. Məhz buna görə də fond bazarları iqtisadi inkişafda mühüm əhəmiyyət kəsb edərək, kapitala ehtiyacı olanlarla investorlar arasında qarşılıqlı əlaqələr yaradır və təsərrüfat subyektlərini

zəruri maliyyə vəsaitləri ilə təmin edirlər. Bu bazar vasitəsilə bir tərəfdən, maliyyə vəsaitlərinin artıq olduğu yerlərdən vəsaitin çatışmazlığının hiss edildiyi sahələrə hərəkəti təşkil edilir. Digər tərəfdən isə, müvafiq bazarın köməkliyi ilə iqtisadiyyat sahələrində kapitalın xüsusi çəkisinin dəyişkənliyi, əsaslı investisiya qoyuluşlarına tələbat meylləri izlənilir. Fond bazarının təşkilinin başlıca xüsusiyyətlərinə əsasən aşağıdakılar aid edilir:

- ❖ Sərbəst maliyyə vəsaitlərini səfərbər etmək;
- ❖ İnfiyasiya proseslərinin qarşısını almaq;
- ❖ Sosial-iqtisadi inkişaf baxımından zəruri olan investisiya qoyuluşları üzrə tələbatı ödəmək;
- ❖ Milli istehsalın və özəl sektorun fəallaşmasına yardım göstərmək.

İnvestisiya prosesi bütövlükdə maliyyə-pul vəsaitini təklif edənə bu vəsaitə tələbatı, ehtiyacı olanlar arasındakı razılaşmanı daha çox nəzərdə tutur [42; 44]. Hər iki tərəf, adətən maliyyə institutlarında və ya fond bazarında təmas quraraq, sövdələşmə və əməliyyatlarını bu bazarda yaradılmış hüquqi, iqtisadi və institusional tənzimləmə mexanizmi vasitəsilə həyata keçirirlər. Tədqiqatlar göstərir ki, keçid iqtisadiyyatlı ölkələrdə fond bazarlarının kifayət qədər formalaşmamasının başlıca xüsusiyyəti onların öz funksiyalarını ya qismən, ya da tamamilə yerinə yetirməməsi ilə bağlıdır. Lakin, inkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan ölkələrdə bu funksiyalar bazar münasibətlərinin təbiətindən irəli gəldiyi üçün ənənəvi olaraq tam şəkildə icra edilir [48, 123]. Məhz bu səbəbdən də keçid iqtisadiyyatlı ölkələrdə fond bazarlarının təşkili xüsusiyyətlərini tədqiq etmək və eləcə də müasir iqtisadi şəraitdə onların əsas aparıcı rolunu və istiqamətlərini müəyyənləşdirmək zərurəti daha çox artır.

Ölkədə fond bazarının inkişafı üçün onun rolunun konkretləşdirilməsi, iqtisadiyyatda funksiyanal fəaliyyətinin icra səviyyəsi, bazarın səmərəliliyini artırmaq üçün hansı zəruri tədbirlərin həyata keçirilməsi müəyyənləşdirilməlidir. Məlum olduğu kimi sistemli yanaşmada funksiya obyektin xüsusiyyətlərinə xarici

təsirləri təcəssüm etdirir. Bu baxımdan fond bazarlarına maliyyə-pul vəsaitlərinin çevik hərəkətini təmin edən, başlıca vasitəçi maliyyə institutu, maliyyə-kredit, pul funksiyalarını icra edən bir iqtisadi kateqoriya kimi yanaşmaq mümkündür.

İqtisadi ədəbiyyatlarda fond bazarının əsas iqtisadi funksiyalarına dair müxtəlif yanaşmalar, baxışlar mövcuddur. Bəzi mənbələrdə qeyd edilir ki, fond bazarı müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərinin toplanmasına və dövlət borclarına xidmət edir, maliyyə axınlarını tənzimləyir, mülkiyyət hüquqlarının yenidən bölgüsünü təmin edir [48, 132]. Fond bazarı haqqında digər mənbələrdə isə bu bazarın funksiyaları ümumi bazar yanaşmalarına görə təsnifləşdirilir: kommersiya, qiymət, informasiya, tənzimləyici və spesifik, bölüşdürücü, maliyyə və qiymət risklərinin sığortası [39, 153].

Aparılan tədqiqatların müqayisəli qiymətləndirilməsi göstərir ki, təklif edilən yanaşmalar bu bazarların təbitinə məntiqi baxımdan zidd deyildir. Statistik uçota müvafiq olaraq iqtisadi subyektlərin 4 əsas kateqoriyası fərqləndirilir: əhali, müəssisələr, dövlət, xarici bölmə. İqtisadiyyatda fond bazarının rolunun tədqiqinə ayrı-ayrı ölkələrdə müxtəlif cür yanaşmalar da mövcuddur [39; 42; 55]. Fond bazarlarının fəaliyyətinin müasir tələblər baxımdan təşkili və tədqiqi məqsədilə aşağıdakı funksiyaların əsas götürülməsi daha məqsədəuyğundur:

- ❖ Təsərrüfat subyektlərinin uzunmüddətli maliyyələşdirilməsi;
- ❖ Təsərrüfat subyektlərinin qısa müddətli maliyyələşdirilməsi;
- ❖ Bank kreditləri ilə borc alətləri emissiyası arasındakı qarşılıqlı asılılıq;
- ❖ Qiymət risklərinin sığortası.

Fond bazarının funksiya və vəzifələrinin təkmilləşdirilməsi bu bazarın dəyişən fəaliyyət dairəsinə daim ciddi diqqət yetirilməsini zəruriləşdirir. Aparılan əməliyyatlardan asılı olaraq hər bir bazarın özünəməxsus spesifik funksiyaları mövcud olur. Müasir iqtisadi şəraitdə fond bazarının funksiyalarını aşağıdakı formada da sistemləşdirmək mümkündür:

- ❖ Qiymətli kağızların buraxılışının təşkili;

- ❖ Qiymətli kağızların yerləşdirilməsi;
- ❖ Qiymətli kağızların uçotu;
- ❖ Tələblə-təklif arasında tarazlığın təmin olunması.

Fond bazarının əsas vəzifələrinə isə aşağıdakıların şamil olunması zəruridir:

- ❖ Müvəqqəti sərbəst maliyyə resurslarının cəlb olunması;
- ❖ Bazarda maliyyə əməliyyatlarının fəallaşdırılması;
- ❖ Ölkə üzrə investisiya təminatının artırılması;
- ❖ İnflyasiya proseslərinin maksimal səviyyədə zəifləməsi.

Emitent tərəfindən qiymətli kağızların buraxılması haqqında qərar qəbul olunandan sonra emissiya prospekti tərtib olunur və emissiya prospekti fond bazarının təşkilində çox mühüm funksiyalar yerinə yetirir. O, bir tərəfdən ali idarəetmə orqanına qiymətli kağızların buraxılmasının mümkünlüyü haqqında qərar çıxarmaq imkanı verir, digər tərəfdən isə emitentin fəaliyyəti haqqında müfəssəl informasiyaya ehtiyacı olan investorların maraqlarını müdafiə edir. Emissiya prospekti eyni vaxtda yerləşdirilən müxtəlif növlü səhmlərin, müxtəlif seriyalı istiqrazların bir və ya bir neçə buraxılışı üzrə hazırlana bilər. Emissiya prospekti üç bölmədən: emitent, emitentin maliyyə durumu və yerləşdirilən qiymətli kağızlar haqqında məlumat bölmələrindən ibarət olur.

Artıq müasir fond bazarının əsas vəzifəsinə həmçinin kapitalın daha səmərəli istehsal sahələrinin xeyrinə yenidən bölüşdürülməsi və təsərrüfat subyektlərinin inkişaf məqsədlərindən ötrü investisiyaların cəlb olunması da aid edilməlidir. Bu bazarın vəzifələrinə hüquqi və fiziki şəxslərin maliyyə fəallığının gücləndirilməsi, maliyyə fəaliyyətinin yeni formalarının inkişafı, mövcud normativ-hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsi, bazarın infrastrukturunun inkişaf etdirilməsi, qəbul edilmiş qayda və standartlara riayət olunmasının təmin edilməsi də şamil olunmalıdır.

İkinci bazarın fəaliyyətinin ən mühüm cəhəti onun likvidliyi ilə bağlıdır. Burada məzənnələrin cüzi tərəddüdü və aşağı satış xərcləri ilə müvəffəqiyyətli və geniş fond ticarəti mümkündür.

Həmin bazarların mümkün təşkilati formaları birja və birja-dankənar bazarlardır.

Birjadan kənar ticarətin əsas iştirakçıları, göstəriciləri birjanın təkrar qeydiyyat tələblərinə uyğun gəlməyən müəssisələrdir. Məhz buna görə də həmin müəssisələr birja ticarətinin alternativini olaraq birjadankənar ticarət yaradır, onların maliyyə əməliyyatları burada həyata keçirilir. Həmçinin, müasir beynəlxalq təcrübədə kiçik və orta müəssisələrin səhmlərinin əksər satışları birjadan kənar formada, bir növ küçə ticarəti vasitəsilə həyata keçirilir ki, bunu da üçüncü bazar adlandırırlar. Azərbaycan təcrübəsində hələ ki, belə bazar növü təşəkkül tapmamışdır.

Ölkənin iqtisadi inkişafının sürətləndirilməsində, aparılan islahatların geniş müstəvidə həyata keçirilməsində fond bazarının rolu da daha artır, artıq bu bazar investisiya tələbatlarının ödənilməsi kimi mühüm funksiyanın icraçısı kimi çıxış etməkdədir. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2012-ci il 29 dekabr tarixli Fərnəvni ilə təsdiq edilmiş “Azərbaycan 2020: Gələcəyə Baxış” İnkişaf Konsepsiyasında “Qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişaf səviyyəsinin yüksəldilməsi və onun beynəlxalq standartlara uyğunluğunun təmin edilməsi, ölkə iqtisadiyyatında kapitallaşma dərəcəsinin yüksəldilməsinə nail olunması və iqtisadi layihələrin maliyyələşdirilməsində fond bazarı vasitəsilə cəlb olunan qeyri-inflyasiya mənsəli investisiya vəsaitlərindən istifadənin genişləndirilməsi məqsədi ilə tədbirlər də nəzərdə tutulmuşdur. Eyni zamanda, iqtisadi subyektlərin və əhəlinin yığımlarının fond bazarında səmərəli yerləşdirilməsi üçün və ölkənin qiymətli kağızlar bazarının tədricən beynəlxalq kapital bazarlarına inteqrasiya olunması məqsədi ilə müvafiq şərait yaradılması daim diqqət mərkəzində olacaqdır” kimi müddəanın olması da bir daha fond bazarının ölkənin perspektiv inkişafında oynayacağı mühüm rolu bir daha təsdiq etməkdədir [2].

İqtisadiyyatın perspektiv inkişafı baxımından istehsal güclərinin artırılması və müvəqqəti sərbəst əmək resurslarının istehsal proseslərinə cəlb edilməsi amili daha çox aktualıq kəsb etmək-

dədir. İstehsalın inkişaf etdirilməsində müəssisələr tez-tez maliyyə vəsaitlərinin çatışmazlığı ilə üzləşirlər. İlk dövrlərdə istehsal gücü ilə yüklənmənin artırılması ilə əlaqədar investisiya maraqlarını yüksəltmək lazımdır. Müəssisələrin maliyyə imkanları, xüsusi vəsaitləri, nizamnamə kapitalı maliyyə-təsərrüfat əməliyyatları, qiymətli kağızlar buraxılışı və digər resursların cəlbi kimi mənbələr hesabına formalaşır. İnvestisiya axınının səmərəli tənzimləmə mexanizmlərinin tətbiqilə maliyyə-investisiya resurslarını iqtisadiyyatda ciddi tələbatın yarandığı prioritet sahələrə yönəltmək və beləliklə də sosial-iqtisadi inkişafın yeni modellərini formalaşdırmaq mümkündür. Perspektivdə iri həcmdə investisiya artımına daha çox bu mənbələrin strukturunda keyfiyyət dəyişiklikləri aparmaqla, fərdi investorların vəsaitlərindən səmərəli istifadə etməklə, fond bazarının imkanlarından digər sektorların məqsədi üçün istifadə ilə nail oluna bilər.

İnvestisiyaya olan tələbin formalaşması investisiyalardan səmərəli istifadənin təmin edilmə zərurətini gündəmə gətirir. Əgər, investisiya yığımları əsasən qısamüddətli xarakter daşıyarsa və iqtisadiyyatın uzunmüddətli kapital qoyuluşlarına ehtiyacı artırsa, onda belə yığımlar təbii ki, iqtisadi artımla əlaqədar tələbatı ödəyə bilməz. Mövcud uyğunsuzluğu bu istiqamətdə məqsədəuyğun dövlət siyasəti yürütməklə, əhalidə icra orqanlarına, milli valyutaya, banklara və fond bazarlarına inamı, etibarını yüksəltməklə aradan qaldırmaq mümkündür. Belə vəziyyətdə başlıca makroiqtisadi təsir amili məcmu tələbin istehlakdan yığma doğru dəyişməsidir. Dövlətin siyasətində iqtisadi artım tempinin yüksək səviyyəsinin təmin edilməsinə təsir göstərəcək daxili investisiya tələbatının stimullaşdırılması xəttinin önə çəkilməsi zərurətdir. Bu problemin həllində fond bazarı investisiya yığımının istiqamətləndirilmə mexanizmi kimi aparıcı rol oynamalıdır. Ölkədə daxili investisiya imkanlarının genişləndirilməsinin əsas şərti real və effektiv investor kimi geniş əhali kütləsinin maddi imkanlarının artırılmasına şərait yaratmaqla, müxtəlif sahibkarlıq formalarının fəallaşdırılmasına münbit zəminin təmin olunmasıdır [12; 47]. Bu halda fond bazarı öz funksiyalarını

daha çox investisiya yığımında “islahatçı” kimi icra edəcəkdir. İnkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, iqtisadi artım tempini təmin etmək üçün iri həcmli investisiya qoyuluşlarının və yüksək milli yığım normasının mövcudluğu xüsusi ilə vacibdir [52]. 1991-2010-cu illərdə inkişaf etmiş ölkələr dünyada ən yüksək göstəricilərlə fərqlənmiş, bu ölkələrdə iqtisadi artım 37%-dən çox olmuşdu [53; 61]. Bunun da əsas səbəbi əhalinin ənənəvi olaraq qənaətə, yığma daha çox meylli olması ilə bağlı idi. Lakin, bir çox keçmiş possosialist ölkələrində milli yığım norması ilə iqtisadi artım tempi arasında ciddi asılılıq müşahidə edilmir. Belə ki, 1994-2010-cu illərdə yüksək yığım normasına baxmayaraq (22-30%) Macarıstanda, Çexiyada və digər ölkələrdə iqtisadi artım tempi 2-5%-ə bərabər olmuşdur. Ukrayna və Rusiyada isə bu göstərici ÜDM-in çox az hissəsini təşkil etmişdir. Bu əsasən kapital qoyuluşlarının az səmərəli olması və fond bazarlarının inkişaf səviyyəsinin qeyri-təkmilliyi ilə əlaqədardır [61]. Azərbaycan Respublikasında son dövrlər ərzində yığımın orta illik artım tempinin 20% təşkil etməsinə baxmayaraq, bu mənbənin əsas hissəsi müəssisə və təşkilatların qənaəti hesabına yaranmışdır. Eyni zamanda, bu müəssisələrin qənaətinin tərkibində neft və qaz sektorunda fəaliyyət göstərən müəssisələrin xüsusi çəkisi öz yüksəkliyi ilə fərqlənir. Fond bazarının kifayət qədər səmərəli fəaliyyət göstərməməsi, müəssisə və təsərrüfatların bu bazarda iştirak səviyyəsinin qeyr-qənaətbəxşliyi, təkmil maliyyə institutlarının formalaşmaması və digər bu kimi səbəblər ölkədə mövcud olan sərbəst maliyyə vəsaitlərini investisiya qoyuluşları məqsədilə kifayət qədər səfərbər etməyə imkan verməir. Müasir iqtisadi şəraitdə fond bazarının inkişafı maliyyə sektoru ilə bərabər digər iqtisadiyyat sahələrinin fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi, pensiya islahatlarının genişlənməsi, büdcə gəlirlərinin investisiya yönümünün dərinləşməsi ilə sıx bağlıdır.

Fond bazarı kapitalın ayrı-ayrı sektorlar üzrə səmərəli bölünməsi və hərəkətində xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Fond bazarları mülkiyyət hüquqlarının bölüşdürülməsinin daha sivil mexanizmi kimi çıxış edərək, iqtisadiyyatın müxtəlif strukturlarının səmərəli-

liyinin artırılmasına təsir göstərir, mülkiyyətçilərin qanuni maraqlarını müdafiə edir. Kapitalın fond bazarı vasitəsilə bölüşdürülməsi digər alternativ mənbələrə, xüsusilə də dövlət mənbələrinə nisbətən daha səmərəlidir. Belə bölgü dövlətin iqtisadiyyata lüzumsuz müdaxiləsinin qarşısını alır. Əhalidə olan sərbəst pul vəsaitlərinin investisiya qoyuluşları məqsədilə cəlb etmək üçün müxtəlif vasitələrdən istifadə etmək mümkündür:

- ❖ Birbaşa investisiya kimi;
- ❖ Layihə şəklində müəyyən zaman müddətində pul vəsaitlərinin müvafiq gəlirlərlə qaytarılması şərti ilə;
- ❖ Kommersiya banklarında və ya digər maliyyə-kredit təşkilatlarında depozit kimi istifadə yolu ilə;
- ❖ Təsərrüfat subyektlərinin nizamnamə kapitalına pay qoyuluşu, onların qiymətli kağızlarının əldə olunması ilə.

İkinci və üçüncü halda borc kapitalı maliyyə-kredit institutlarının rəhbərliyi və nəzarəti altında əhalidən pul vəsaitlərinin toplanması yolu ilə təklif edilir.

Dövlət fond bazarının inkişafı ilə büdcə kəsirlərini örtmək, müxtəlif sosial-iqtisadi və regional inkişaf proqramlarını həyata keçirmək, maliyyələşdirmək və digər bu kimi mühüm problemləri həll etmək imkanları əldə edir. Həmçinin, bu bazarın səmərəli fəaliyyət mexanizmini formalaşdırmaqla yerli idarəetmə orqanlarının investisiya cəlbə problemləri də aradan qalxır.

İqtisadçı alim Cek Qlen haqlı olaraq qeyd edir ki, inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün xüsusilə diqqəti çəkən problem investisiya çatışmazlığı olan sahələrə kapital qoyuluşlarının cəlb edilməsidir. İnkişaf etməmiş fond bazarlarında kapital çatışmazlığı iqtisadi inkişaf proseslərini ləngidən ən başlıca səbəblərdən biridir. Fond bazarının vacibliyinin sübutu bazar və onun struktur sahələrində mövcud olan problemlərdən, bazar iqtisadiyyatının xüsusiyyətlərindən və müxtəlif iqtisadi sahələrə maliyyə qoyuluşlarından irəli gəlir [39, 87].

İqtisadi inkişaf proseslərində fond bazarlarının fəallaşmaqda olan rolu bu sahəyə daha geniş elmi-praktik yanaşmanı tələb edir.

Korporativ maliyyə yanaşması çərçivəsindəki tədqiqatdan asılı olaraq, qiymətli kağızların emitenti müxtəlif maliyyə alətləri arasından hansına üstünlük verəcəyini özü müəyyən edir. Kapital bazarı nəzəriyyəsi qiymətli kağızlar buraxılışının dəyərini və onun maliyyə vasitəçisi kimi əhəmiyyətini əsaslı şəkildə tədqiq etməyi aktuallaşdırır. Bazarın mikrostruktur nəzəriyyəsində qiymətli kağızların satışı prosesinin və satış sisteminin bazarının müvəfəqiyyətliliyinə təsirinin təhlili də vacib şərt kimi qəbul edilir [39, 95]. Belə yanaşmanı iqtisadçı Mirkin də müdafiə edərək qeyd edir ki “qiymətli kağızlar bazarının başlıca funksiyası investisiya çatışmazlığını aradan qaldırmaq, gələcək iqtisadi artımı təmin etmək məqsədilə müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərini cəlb etmək və onları lazımi istiqamətlərə yönəltməkdən ibarətdir [61].

İqtisadi ədəbiyyatlarda qiymətli kağızlar bazarının funksiyası, iqtisadiyyatın sahələri üzrə kapitalın bölüşdürülməsi və bu vəsaitlərin müstəsna üstünlükləri barədə müxtəlif müəlliflərin fərqli yanaşmalarına rast gəlinir. Bir çox iqtisadçılar qeyd edirlər ki, qiymətli kağızlar bazarın digər funksiyalarından, təsir amillərindən asılı olur. Müasir dövrdə bunlara - informasiya təminatını, risklərin bölüşdürülməsini, likvidliyə dəstəyi, tənzimləməni, qiymətqoymanı və s. aid etmək mümkündür.

Mövcud nəzəri və konseptual yanaşmalardan, baxışlardan yekun olaraq belə nəticə çıxarmaq olar ki, qiymətli kağızlar bazarının əsas funksiyasına: kapital – investisiya resurslarının, vəsaitlərinin mobilliyini təmin edib, gələcək iqtisadi inkişaf məqsədləri ilə onların yenidən bölgüsünün təşkili aid edilməlidir. Qiymətli kağızların digər vacib funksiyası isə: müxtəlif təsərrüfat subyektlərində mülkiyyət hüquqlarının dəyər və ya maddi formada bölüşdürülməsi və təsdiqi ilə bağlı olmalıdır. Zənnimizcə, belə yanaşma müasir dünyada olduğu kimi, Azərbaycan Respublikasında da öz yeni inkişaf dövrünü yaşayan fond bazarlarının fəaliyyəti və inkişafı baxımından daha mühüm əhəmiyyət kəsb edir.

Qeyd edilən fikir və yanaşmaların nəticəsi olaraq belə bir zəruri fikirin irəli sürülməsi də əhəmiyyətli olar: fond bazarlarının

fəaliyyətini səciyyələndirən başlıca cəhətlərdən biri - kapital qoyuluşu, investisiya çatışmazlığı sahəsində yaranan problemlərin aradan qaldırmasıdır. Məlum olduğu kimi, postsovet ölkələrində fond bazarları bazar iqtisadiyyatına keçidlə əlaqədar olaraq ötən əsrin 90-cı illərindən etibarən formalaşmağa başlamışdır. Təbii ki, planlı təsərrüfat sistemindən bazar iqtisadiyyatına keçidlə bağlı bütün infrastrukturun yeni sistemə və inkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsinə uyğun təşkili zərurəti məhz bu dövrdən başlayaraq aktuallaşmışdır. Belə inkişaf meylinə uyğun olaraq müvafiq sahədə qanunvericilik bazasının yaradılması, fond bazarında peşəkar fəaliyyətin təşkili, qiymətli kağızların buraxılışı və dövriyyəsi, eləcə də səhmdar cəmiyyətlərinin formalaşması və inkişafı kimi mühüm amillər qarşıya çıxmışdır.

Səhmdar cəmiyyətlərin meydana gəlməsində əsas təkan mənbəyini özəlləşdirmə və kooperativləşmə proqramlarının həyata keçirilməsi təşkil etmiş, nəticədə keçmiş SSRİ respublikalarının milli səhm bazarları formalaşmışdır. Əmək məhsuldarlığına olan tələbatın artması, bir çox istehsal sahələrinin texniki və iqtisadi cəhətdən yenidən qurulması, mülkiyyətin mövcud tələblərə uyğun bölüşdürülməsi və bunun əsasında yeni təsərrüfat formalarının təşkili müxtəlif sahələrdə fiziki və hüquqi şəxslərin iştirakını zəruriləşdirmiş, iri həcmdə investisiyalara tələbatı artırmış, qiymətli kağızların fond bazarları vəitəsi ilə alqı-satqısını gündəmə gətirmişdir.

Təcrübə göstərir ki, dövlətin qiymətli kağızlar bazarına təsiri hər zaman müsbət nəticə vermir. Özəlləşdirmə effektiv mülkiyyətçilərin artımına səbəb olmalı, yəni bu proses hər bir mərhələdə əhəlinin həyat səviyyəsinin yüksəlişini təmin edən “effektiv mülkiyyətçilər”i formalaşdırmalıdır. Lakin, bu həmişə belə olmur. “Effektiv mülkiyyətçi” anlayışı altında biz elə mülkiyyətçi başa düşürük ki, o demokratik normalar çərçivəsində istehsal sahələrinin genişləndirilməsi nəticəsində əhəlinin həyat səviyyəsinin beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılmasını təmin etsin. Artıq təcrübə göstərir ki, özəlləşdirmə heç də mülkiyyət effektivliyini avtomatik təmin etmir.

Effektivliyin təmin edilməsində informasiya təminatı başlıca amillərdən biri sayılır. Səmərəlilik yalnız informasiya təminatının gücləndirilməsi və ondan məqsəuyğun olaraq istifadə edilməsilə fəaliyyətinin təşkili nəticəsində baş verə bilər. Belə ki, azad bazar şəraitində yüksək effektivliyə özünü tənzimləmə mexanizminə malik informasiya sisteminə keçidlə nail oluna bilər. Müasir dövrdə dövlət kifayət qədər bazar tənzimləmə informasiyasına malik deyildir, həm də onun əldə edilməsi və ona operativ reaksiya verilməsi əsaslı xərclər tələb edir. Digər tərəfdən, böhranlı və qeyri-mütənasib iqtisadi mühidə fond bazarlarının orta gəlir norması kapitalın xaoslu hərəkəti nəticəsində dəyişkən olur. Yekunda isə, bazarda mütənasibliyin təmini üçün ciddi tədbirlər həyata keçirmək zərurəti yaranır. Bununla əlaqədar olaraq müxtəlif maraqların obyektiv təmini üçün inhisarlaşmanın qarşısını alan özəlləşdirmə prosesinin təkmilləşdirilməsi və prosesdə fond bazarının fəal iştirakı məsələsi daim gündəmdə durur. İstehsal sahələrinə iri investisiyalar yönəltmək, beynəlxalq bazarda ölkənin reytingini yüksəltmək müəssisə və təsərrüfatlarda müasir idarəetmə sisteminin tətbiqini ön plana çəkir. Məhz belə yanaşma: müasir müəssisə - fond bazarı qarşılıqlı və səmərəli əlaqəsinin təşkili məsələsinin əhəmiyyətini daha da artırır.

1.3. Fond bazarının təşkili və tənzimlənməsi məsələləri

Fond və qiymətli kağızlar bazarının təşkili və inkişafı baxımdan önəmli əhəmiyyətə malik olan qiymətli kağızlar və onların təsnifatını müəyyən etmək xüsusi zərurətdən irəli gəlir. Ümumilikdə, qiymətli kağızları iki böyük qrupa ayırmaq mümkündür: birinci dərəcəli əsas qiymətli kağızlar və ikinci dərəcəli törəmə qiymətli kağızlar. Birinci dərəcəli əsas qiymətli kağızlara mülkiyyət hüququ olan pul, əmtəə, əmlak, kapital və s. daxil edilsə, törəmə qiymətli kağızlar isə valyuta, faiz, indeks və opsiyonlar şamil oluna bilər.

Digər tərəfdən, əsas qiymətli kağızları iki qrup üzrə də sistemləşdirmək olar:

- ❖ İlk qiymətli (aksiyalar, veksellər);
- ❖ İkinci dərəcəli qiymətli kağızlar (ilk qiymətli kağızların əsasında buraxılan kağızlar).

Müasir qiymətli kağızlar, əsasən də fond bazarında müddətli qiymətli kağızlar da mövcud olub, dövr edə bilir. Belə qiymətli kağızları üç yerə ayırmaq məqsəduyğundur:

- ❖ Qısamüddətli qiymətli kağızlar;
- ❖ Ortamüddətli qiymətli kağızlar;
- ❖ Uzunmüddətli qiymətli kağızlar.

Müvafiq bazarlarda fəaliyyət göstərən qiymətli kağızları dövlət və qeyri-dövlət qiymətli kağızlar baxımından da təsnifləşdirmək əhəmiyyətlidir. Dövlət qiymətli kağızlarına müxtəlif növlü istiqrazlar aid edilsədə, qeyri-dövlət qiymətli kağızlarına daha çox müxtəlif subyektlərin, müəssisələrin və ya fiziki şəxslərin (onlar tərəfindən tədaviyə buraxılan) qiymətli kağızları daxil olur (<https://az.wikipedia.org>).

Fond bazarında fəaliyyəti mümkün olan dövlət istiqrazları aşağıdakı kimi fərqləndirilir: dövlət ortamüddətli istiqrazları, emitent, növlü, faizli sənədsiz adlı istiqraz. Mövcud qanunvericilikdə isə, bu siyahıya daxil olan kağızlar bu şəkildə ayrılır: səhmlər; istiqraz vərəqələri; dövlət xəzinə öhdəlikləri; əmanət sertifikatları.

Qanunvericilikdə qiymətli kağızlar emissiya və qeyri-emissiya növlərinə görə də fərqləndirilir. Emissiya qiymətli kağızları buraxılışlarla yerləşdirilən və qiymətli kağızların əldə edilməsi vaxtından asılı olmayaraq bir buraxılış daxilində hüquqların həyata keçirilməsinin həcmi və müddəti eyni olan qiymətli kağızlar hesab olunur (məsələn: səhm və istiqraz).

Qeyri-emissiya qiymətli kağızlara isə buraxılışlarla yerləşdirilməyən və qiymətli kağızlar üzrə hüquqların keçməsinin həcmi və müddəti müxtəlif olan qiymətli kağızlar aid edilir (məsələn: veksəl, çek, depozit sertifikatları, opsiyon, varrant, fyuçers, özəlləşdirmə payları və s.).

Emissiya qiymətli kağızları əsasən çox sayda və iri seriyalarla buraxıldığı halda, qeyri-emissiya qiymətli kağızları isə tək-tək və ya kiçik seriyalarla buraxıla bilər. Beynəlxalq baxımdan yanaşdıqda məlum qiymətli kağız növlərinin çoxluğu təsnifat meyarlarının, göstəricilərinin də çoxsaylı olmasını müəyyən edir. Belə ki, qiymətli kağızları öz xüsusiyyətlərinə görə daha da çox növlərə və yarımnövlərə ayırmaq olar.

Beynəlxalq təcrübə baxımdan yanaşdıqda qiymətli kağızları xüsusiyyətlərinə görə geniş təsnifatda vermək mümkün olur: faiz dərəcəli qiymətli kağızlar (adi səhmlər, üzən faizli istiqrazlar); qəti-müəyyən olunmuş faiz dərəcəli qiymətli kağızlar (imtiyazlı səhmlər, veksellər, depozit və əmanət sertifikatları, qəti müəyyən olunmuş faiz dərəcəli istiqrazlar); daimi gəlirli qiymətli kağızlar (səhmlər, orta və uzunmüddətli istiqrazlar); birdəfəlik gəlirli qiymətli kağızlar (veksellər, depozit və əmanət sertifikatları); investisiya qiymətli kağızları (səhmlər, istiqrazlar, fyuçers müqavilələri, opsiyonlar); qeyri-investisiya qiymətli kağızları (veksellər, çeklər, konossamentlər); müddətli qiymətli kağızlar (qısamüddətli, ortamüddətli və uzunmüddətli); adlı qiymətli kağızlar; təqdimatlı qiymətli kağızlar (bir şəxsdən digərinə sərbəst şəkildə keçə bilər, bu açıq bazarda alqı-satqı əməliyyatları şəraitində baş verir); oroderli qiymətli kağızlar (ilk alıcının adına buraxılısda, onlar üzrə hüquqlar sənədin blankı üzərində ötürmə qeydi, yəni indossomentə əsasən digər şəxslərə keçə bilər); tədavül edən qiymətli kağızlar (bazarda sərbəst tədavül edir, alınıb-satılır); tədavül etməyən qiymətli kağızlar (bazarda ya məhdudiyyətlərlə tədavül edir ya da heç tədavül etmir); pay qiymətli kağızları; törəmə qiymətli kağızlar; borc qiymətli kağızları.

Fond bazarının təşkili və inkişafı baxımından daha çox əhəmiyyətli olan səhm qiymətli kağızları hesab olunur. Mövcud korporativ baza əsaslarında yaradılmış və fəaliyyət olan müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin (açıq və qapalı səhmdar cəmiyyətlərin) əsas maliyyə mənbəyini onların səhmlərinin emisiyası və satışından (fond bazarında yerləşdirilməsindən) əldə olunan vəsaitlər təş-

kil edir. Və ölkə qanunvericiliyində səhm anlayışının belə şərhı verilir: “səhm - onun sahibinin (səhmdarın) səhmdar cəmiyyətin mənəfətinin bir hissəsini dividend şəkilində almaq, səhmdar cəmiyyətin idarə edilməsində iştirak etmək və o, ləğv edildikdən sonra qalan əmlakın bir hissəsini əldə etmək hüququnu təsdiqləyən sənəddir.” Fond bazarının struktur quruluşunda səhm bazarı daha çox çəkiyə və əhəmiyyətə malikdir. Müvafiq bazar həm də ölkənin iqtisadi inkişafının (qeyri-neft sektorunun), ümumilikdə iqtisadiyyatın və bazar münasibətlərinin inkişaf səviyyəsini qiymətləndirən əsas indikatorlardan və amillərdən biri hesab olunur.

Mövcud səhmlərin aşağıdakı kimi özünəməxsus xüsusiyyətləri vardır:

- ❖ Səhm mülkiyyət tituludur (səhm sahibi səhmdar cəmiyyətində pay hüququna malikdir);

- ❖ Səhmin müddəti yoxdur (səhmdar cəmiyyəti fəaliyyət göstərdiyi dövrdə səhmdə qüvvədə olur);

- ❖ Səhmin məsuliyyəti məhdud formada olur (müəssisə borclu olarkən və ya iflasa uğrayarkən səhmdar, sahib olduğu səhmlərin sayına görə məsuliyyət daşıyır); səhm parçalana və birləşə bilir.

Səhmlər hüququ baxımdan adi və imtiyazlı səhmlər kimi fərqlənir. Adi səhmlər maliyyə-təsərrüfat fəaliyyətinin nəticələrinə görə gəlir və ya dividend əldə edirlərsə, imtiyazlı səhmlərin belə hüquqları digər formada təşkil olunur və onların buraxılmasında əsas məqsəd əlavə kapitalın cəlbidir. İmtiyazlı səhmlərin sahibləri səhmdarların yığıncaqlarında səs hüququna malik olmasalarda, onlar bir növ kreditor kimi də funksional gücə malikdirlər.

Və belə səhmlər üzrə qəti müəyyənləşdirilmiş dividendlər əldə edilir, həmin səhmlərə sahib olan səhmdarların üstünlüyü ondan ibarətdir ki, nizamnamədə bu səhm sahiblərinə ödəniləcək dividendin həcmi və səhmdar cəmiyyət ləğv edildikdən sonra ödəniləcək məbləğ göstərməlidir.

Fond bazarının təşəkkül tapmadığı ölkələrdə bazar iqtisadiyyatının mövcudluğu və inkişafı qeyri-mümkünləşir. Belə ki, bu bazar əvvəldə qeyd edildiyi kimi - kapitalın məqsədyönlü və tələb olunan sahələrə

axınını təmin etməklə, iqtisadiyyata çeviklik verir, bu amil də maliyyə-pul ehtiyatlarının bir sahədən digər sahəyə sərbəst axınını sürətləndirir və son nəticədə iqtisadi inkişaf tempinin artımı üçün stimül yaranır. Fond bazarlarının əsas fəaliyyət istiqamətlərindən biri əhalidə və xüsusi sektorda formalaşan maliyyə yığımlarının tez və səmərəli şəkildə investisiya məqsədlərinə yönəldilməsidir. Mövcud prosesdə iştirak edən tərəflər üçün səmərə və maraqların gözlənilməsi əsas şərt olur. Fond bazarlarında bu vəzifə vasitəçilər kimi tanınan peşəkar iştirakçılar tərəfindən həyata keçirilir. Peşəkar iştirakçılar – bu bazarda xüsusi razılıq (lisenziya) əsasında sahibkarlıq fəaliyyətini həyata keçirən hüquqi və ya fiziki şəxslərdir.

Müasir fond bazarlarının təşkili və tənzimlənmə mexanizmində, fəaliyyətində ümumi oxşarlıq və yaxınlıq xüsusiyyətləri özünü aydın şəkildə göstərməkdədir. Həmin oxşarlıq və yaxınlıq xüsusiyyətlərini konkret olaraq aşağıdakı kimi səciyyələndirmək daha məqsədəuyğundur. Belə ki, fond bazarlarında həyata keçirilən birja daxili və birjadan kənar ticarətlərin, əməliyyatların sayı və həcmi artmaqdadır. Fond bazarının təşkilində qiymətli kağızlar üzrə əqdlərin bağlanması üçün şəraitin yaradılması, bu vəsaitlərin bazar qiymətlərinin müəyyən edilməsi, onlar haqqında kifayət qədər informasiya bazasının yaradılması və yayılması kimi prosedurlar qaydalar təmin olunmalıdır. Fond bazarı və ya birjası – qapalı səhmdar cəmiyyət formasında yaradılan, öz üzvləri arasında qiymətli kağızlar üzrə ticarət əməliyyatlarını keçirən və bağlanmış əqdlərin icrasını təmin edən ticarət təşkilatçısıdır. Fond birjası öz fəaliyyətini tənzimləmək üçün normativ-metodoloji əsaslar, standartlar əsasında daxili qaydaları təsdiq etməlidir. Fond birjasının nizamnamə kapitalının minimal həcmi qiymətli kağızlar bazarını tənzimləyən orqan tərəfindən müəyyən edilir. Birjada əsasən adi adlı səhmlərin emissiyası həyata keçirilir. Fond birjasında ticarət onun üzvləri arasında təşkil edilir. Fond bazarının üzvləri müəyyən edilmiş daxili qaydalara uyğun olaraq birja ticarətində bilavasitə iştirak etmək hüququna malik olan brokerlər və dilerlərdir.

Tədqiqatlar göstərir ki, inkişaf etmiş ölkələrdə fond bazarlarının əsas iştirakçılarından biri də dövlətin tənzimləyici və nəzarətedici təşkilatıdır. Müxtəlif dövlətlərdə bu funksiya ayrı-ayrı qurumların səlahiyyətinə aid edilir. Məsələn, ABŞ-da bu funksiyanı “Birja və Qiymətli Kağızlar Komissiyası”, Rusiyada “Qiymətli Kağızlar bazarının Federativ Komissiyası” həyata keçirir [42; 48; 61]. Belə dövlət təşkilatlarının funksiyalarına əsasən aşağıdakılar aid olunur:

- ❖ Bazarın fəaliyyətinin və emissiya qiymətli kağızların dövriyyəsinin təşkilinin tənzimlənməsi;

- ❖ Bazarda fəaliyyət göstərən peşəkar iştirakçıların lisenziyalasdırılması və nəzarət;

- ❖ Yeni emissiya qiymətli kağızlarının buraxılışına icazə vermək və onların qeydiyyatı;

- ❖ Səhmdar cəmiyyətlərində emitentlərin səhm hüquqlarının qorunmasına nəzarət;

- ❖ Fond bazarı üzrə qanunvericiliyin, normativ-metodoloji bazanın yaradılması və mütəmadi olaraq təkmilləşdirilməsi.

Dövlət təşkilatı və ya orqanı fond bazarında yalnız dövlətin maraqlarını güdmür, eyni zamanda bazarda sağlam rəqabət mühitinin yaradılmasını, əməliyyatların şəffaf keçirilməsini, müxtəlif iştirakçıların hüquqlarının qorunmasını da təmin edir. Nəzərə almaq lazımdır ki, bu maraqlar heç də həmişə bazar iştirakçılarının, bütövlükdə isə cəmiyyətin maraqları ilə uyğun gəlməyə bilər. Məhz buna görə bir çox dövlətlərin müvafiq qanunlarında bazarın və onun iştirakçılarının səmərəli fəaliyyətinin təşkili və tənzimlənməsi məqsədilə iştirakçıların müstəqil qeyri-kommersiya təşkilatları yaratmasına icazə verilir. Bazarın iştirakçıları tərəfindən yaradılan belə təşkilatlar özünütənzimləmə funksiyası daşıyır. Müasir dünyada çoxlu sayda bu tipli təşkilatlar mövcuddur ki, bunların da ən nüfuzlularına aşağıdakıları aid etmək olar:

- ❖ FBİMA (Fond bazarı iştirakçılarının millim assosiasiyası);
- ❖ RTDPA (Registratorların transfer-agentlərin və depozitarilərin peşəkar assosiasiyası);
- ❖ MFA (Milli Fond Assosiasiyası).

Qeyd etmək lazımdır ki, müvafiq təşkilatlar qeyri-kommersiya təşkilatları kimi fəaliyyət göstərsəldə, qanun layihələrinin hazırlanmasında və bazar iştirakçılarının fəaliyyətinə nəzarətin təşkilində aparıcı mövqeyə malikdirlər. Beləliklə, özünütənzimləmə təşkilatları dövlət orqanları ilə fond bazarının digər kommersiya təşkilatları arasında aralıq rolunu oynayır. Özünütənzimləmə təşkilatlarının üzvlərinin yalnız peşəkar bazar iştirakçıları tərəfindən təşkil olunması mütləq deyildir. Təcrübə göstərir ki, fond bazarlarının iştirakçıları səhmdar cəmiyyətləri, bazarının peşəkar iştirakçıları, müxtəlif investisiya təsisatları, kommersiya bankları, fond mərkəzləri və təsərrüfat subyektləri, eləcə də fiziki şəxslər ola bilər.

Peşəkar iştirakçıların fəaliyyətinə broker, diler, klirinq, depozitar, registr fəaliyyəti, həmçinin qiymətli kağızların idarə edilməsi və bazarada ticarətin təşkili üzrə fəaliyyət aiddir. Təbii ki, hər bir iştirakçının özünəməxsus xüsusiyyəti, funksiya və vəzifələri vardır, bu da hüquqi və iqtisadi baxımdan onların fəaliyyətini fərqləndirir.

Maliyyə brokerləri - hüquqi şəxslərdir və onları fiziki şəxs olan digər iştirakçılarla eyniləşdirmək qeyri-mümkündür. Broker müştəriyə komissiyon müqaviləsi əsasında və onun tapşırığı ilə, eyni zamanda müştərinin vəsaiti hesabına qiymətli kağızların alqı-satqısını həyata keçirərək, əsasən vasitəçi funksiyasını icra edir. Komissiyon müqaviləsi brokerin adından, tapşırıqlı müqavilə isə müştərinin adından bağlanılır. İstənilən halda, broker öz hesabına deyil müştərinin hesabına və onun mənafeyinə uyğun hərəkət edir.

İnvestisiya məsləhətçisi - qiymətli kağızların buraxılışı və tədavülünə dair məsləhət xidmətləri göstərən hüquqi və ya fiziki şəxsdir. İnvestisiya məsləhətçisi kimi hüquqi və fiziki şəxslər müvafiq istiqamətlərdə fəaliyyət göstərilər:

- ❖ Bazarın təhlili;
- ❖ Hüquqi maarifləndirmə;
- ❖ Qiymətli kağızların birjaya çıxarılmasının təşkili və müşayiət olunması;
- ❖ Peşəkar hazırlığın həyata keçirilməsi;

- ❖ Qiymətli kağızların təhlili və qiymətləndirilməsi;
- ❖ Fond bazarını formalaşdıran tədbirlərin təşkili və keçirilməsi;
- ❖ Dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsində iştirak;
- ❖ Özəlləşdirmə sənədlərinin hazırlanması;
- ❖ Əmlakın qiymətləndirilməsi;
- ❖ Özəlləşmə əqdlərinin təşkili və qeydiyyatı;
- ❖ Qiymətli kağızların əməliyyatı üzrə metodik, normativ sənədlərin və qaydaların hazırlanması.

İnvestisiya şirkəti maliyyə brokeri kimi hüquqi şəxs olsa da, lakin o sırf diler kimi çıxış edərək, bazarda müştərinin hesabına deyil, öz hesabına fəaliyyət göstərir. İnvestisiya şirkəti aşağıdakı istiqamətlər üzrə ixtisaslaşan bir müəssisədir:

- ❖ Qiymətli kağızların buraxılışının təşkili və zəmanəti;
- ❖ Qiymətli kağızlar vasitəsilə sərbəst pul vəsaitlərinin cəlb edilməsi;
- ❖ Diler qismində qiymətli kağızların alqı-satqısı.

İnvestisiya fondları da investisiya şirkəti və ya diller qismində çıxış edərək, əməliyyatları müştərinin deyil, öz hesabına həyata keçirir. Bu fondların əsas fəaliyyət istiqaməti səhmlər buraxmaqla, bu yolla səfərbər olunmuş resursları bazarda məzənnə dəyişkənliyi nəticəsində əlavə faiz gətirən qiymətli kağızlara yönəltməkdir. İnvestisiya fondunun resursları qiymətli kağızların buraxılışı ilə formalaşsada, bu resursların yerləşdirilməsi emitentlərin qiymətli kağızlarına qoyuluşların edilməsi və bankdakı hesablara yatırımlarla daha çox bağlı olur.

Brokerlərin fəaliyyət istiqamətlərinə qiymətli kağızların alqı-satqısı ilə bağlı müştərilərin tapşırıqlarının icrası, müştərilərin mənafeələrinin müdafiəsi, əqdlərin qeydiyyatı və rəsmiləşdirilməsi üzrə qaydaların yerinə yetirilməsi daxildir. Broker fəaliyyəti ilə məşğul olmaq üçün ixtisas şəhadətnaməsinin və ya lisenziyanın olması zəruridir. Broker müştəri ilə xidmət haqqında müqavilə bağlayır. Broker əməliyyatları iki növ müqavilənin bağlanması nəzərdə tutur: brokerlə müştəri arasındakı müqavilə və qiymətli kağızların alqı-satqı müqaviləsi. Broker əməliyyatlarının tapşırıq

müqaviləsi (müşəri brokerə qiymətli kağızların öz adından alqı-satqısını tapşırır) və ya komissiya müqaviləsi əsasında aparılması arasında fərqli cəhətlər mövcuddur. Tapşırıq müqaviləsi bağlandıqda alqı-satqı əqdinin tərəfləri kimi brokerin müştərisi və onun əks tərəfi çıxış edir. Komissiya müqaviləsinin tərəfləri isə komissionçu və əqdin üçüncü iştirakçısıdır. Broker tərəfindən alınan hər bir qiymətli kağız növü üzrə müştəri üçün depo hesabı və müştəridən daxil olan vəsaitlərin bu hesaba daxil etməkdən ötrü şəxsi hesab açılır. Ümumiyyətlə, bir qayda olaraq brokerlər müştərilərin tapşırıqlarını icra edirlər. Onlar hansı qiymətli kağızı neçəyə almağı və ya satmağı müştərinin tapşırığına və razılığına əsasən yerinə yetirir.

Əqdin yerinə yetirilməsi haqqında broker dərhal əks tərəfə göndərilən təsdiqnaməni tərtib etməklə müştərinə məlumatlandırmalıdır. Bu zaman aksept qaydasından istifadə olunur, yəni təsdiqnamənin geri qayıtmaması şərtlərin qəbul olunması hesab edilir. Əqd haqqında müştərinin tam məlumatlandırılması üçün broker məsuliyyət daşıyır. Brokerin xidmət müddəti isə onun vəsaitçiliyi ilə bağlanmış hər bir əqdin ümumi məbləğinin müəyyən faizindən və ya əvvəlcədən müəyyən edilmiş məbləğdən ibarətdir. Belə müddət kurtaj adlanır. Broker birjada hər bir alqı-satqı əməliyyatını təsdiqləyən və bordero adlanan haqq-hesab qeydləri aparır, borderonu əqdin hər iki tərəfi imzalayır.

Broker şirkətinin təşkilati-hüquqi forması müxtəlif ola bilər. Bu şirkətlərə adətən brokerlər, təhlilçi-analitik mütəxəssislər, hüquqşünaslar, mühasiblər, müqavilələrin bağlanması üzrə menecerlər, iqtisadçılar və texniki heyət daxildir.

Fond bazarlarının əsas iştirakçılarından biri də dilerlərdir. Brokerlərdən fərqli olaraq dilerlər daha çox öz adından və öz hesabına sonradan satmaq məqsədilə qiymətli kağız almaq hüququna malik şəxslərdir. Dilerlərin gəliri qiymətli kağızı sərfəli qiymətlə sonradan satmaq hesabına əmələ gəlir, yəni o bir növ adi möhtəkir kimi də çıxış edir. Onlar həm öz aralarında, həm də brokerlərlə əqdlər bağlamaq hüququna malikdirlər.

Qiymətli kağızlar və onların sertifikatlarının saxlanması, uçotu və qiymətli kağızlara olan hüquqların keçməsi üzrə xidmətlərin göstərilməsi depozitari fəaliyyəti hesab olunur. Fond bazarında depozitari fəaliyyətini həyata keçirən peşəkar iştirakçılar depozitar adlanır. Qiymətli kağızların uçotu üçün təyin edilmiş hesabat “depo” hesabıdır. Yalnız hüquqi şəxslər depozitari ola bilərlər. İlk depozitari sistemi fond birjalarına xidmət etmək üçün yaradılmışdır. Bu fəaliyyət üzrə əməliyyatlar depozitari və deponent arasında bağlanan müqavilə əsasında həyata keçirilir. Depozitar müqaviləsi yazılı şəkildə bağlanır və müqavilənin bağlanması deponentin qiymətli kağızlara olan hüququnun depozitariyə keçməsinə bildirir. Depozitar deponentin saxladığı qiymətli kağız sertifikatlarının qorunması üçün məsuliyyət daşıyır. Bu məqsədlə də depozitari müqaviləsinə aşağıdakı mühüm şərtlərin daxil edilməsi zəruridir:

- ❖ Müqavilənin predmetinin birmənalı müəyyən edilməsi, qiymətli kağızların sertifikatlarının saxlanması və ya qiymətli kağızlara olan hüquqların uçotu üzrə xidmətlərin göstərilməsi;
- ❖ Saxlanan qiymətli kağızlar ilə bağlı sərəncam verməsi haqqında deponentin depozitariyə məlumat vermə qaydası;
- ❖ Müqavilənin qüvvədə olma müddəti;
- ❖ Müqavilədə nəzərdə tutulmuş depozitari xidmətlərinin ödənilmə forması və qaydası;
- ❖ Depozitarinin deponent qarşısında hesabat vermə forması və dövriliyi;
- ❖ Depozitarinin vəzifələri.

Reyestr fəaliyyəti qiymətli kağız sahiblərinin reyestrinin aparılması sisteminin təşkili ilə bağlı olub, bu sahədə tələb edilən göstəricilərin toplanması, qeydə alınması, işlənməsi, saxlanması və verilməsi kimi istiqamətləri əhatə edir. Bu fəaliyyətlə yalnız hüquqi şəxslər məşğul ola bilərlər. Reyestrin aparılması üzrə fəaliyyət emitentin iştirakı ilə və ya onun tapşırığı ilə fond bazarının peşəkar iştirakçıları tərəfindən həyata keçirilə bilər. Qiymətli kağız sahiblərinin reyestrinin aparılması üzrə fəaliyyəti həyata keçirən şəxslər reyestr saxlayıcıları və qeydiyyatçılar adlandırılır. Re-

yestrin aparılması üçün yalnız bir qeydiyyatçı ilə müqavilə bağlanılır. Qeydiyyatçı qeyri-məhdud saylı emitentlərin, qiymətli kağız sahiblərinin reyestrini apara bilər. Öz əsas funksiyalarından başqa qeydiyyatçılar reyestrə bağlı bir sıra əlavə funksiyaları da yerinə yetirirlər. Qeydiyyatçılar qiymətli kağızların sertifikatlarına nəzarət etməli, sahibkarın dəyişdirilməsi zamanı yeni sahibkarın adına sertifikat yazmalı və bu zaman o ona qeydiyyatdan keçmək üçün verilən sertifikatın həmin şəxsə məxsusluğunu yoxlamalıdır. Bir qayda olaraq qeydiyyatçı vasitəsilə emitent öz investorlarına zəruri məlumatlar verə bilər. Əgər, qeydiyyatçı rolunu bank yerinə yetirirsə, o emitentin ödəmə agentı kimi də çıxış etmək hüququna malik olur. Qeydiyyatçılar qiymətli kağız sahiblərinin şəxsi hesabını da aparırlar. Şəxsi hesabda sahibkara məxsus olan qiymətli kağızların sayı və sahibkar haqqında digər lazımi informasiyalar olur. Əgər, alqı-satqı baş verirsə sahibkarın dəyişdirilməsi reyestrə qeyd olunmalıdır.

Qiymətli kağızların göndərilməsi üzrə qarşılıqlı öhdəliklərin icrası, qiymətli kağızlarla bağlı əqdlər üzrə məlumatların toplanması, yoxlanılması, təshih edilməsi və onlar üzrə mühasibat sənədlərinin hazırlanması və digər bu kimi öhdəliklərin hesaba alınması, qiymətli kağızlar üzrə hesablamaların aparılması kliring fəaliyyətinə aid edilir.

Kliring təşkilatlarının hesabat palatası, kliring palatası, kliring mərkəzi, hesabat mərkəzi kimi formaları mövcuddur. Ümumi baxımdan hesablaşma-kliring təşkilatları ixtisaslaşdırılmış bank tipli təşkilatlar sayılır ki, onlar da fond bazarının iştirakçılarına hesablaşma ilə bağlı xidmətlər göstərirlər. Bu fəaliyyətin təşkilində əsas məqsəd bazar iştirakçıları üçün hesablaşma-xidmət xərclərinin azaldılması, haqq-hesab vaxtının qısaldılması və hesablaşma zamanı mövcud olan risklərin minimum səviyyəyə endirilməsidir. Hesablaşma-kliring təşkilatları (HKT) adətən kommersiya bankı kimi qapalı səhmdar cəmiyyəti formasında olmaqla, mərkəzi bankın verdiyi lisenziya əsasında fəaliyyət göstərirlər. Bu təşkilat ilə onun üzvləri, birjalar və digər təşkilatlar arasındakı qarşılıqlı mü-

nasibətlər müqavilələr əsasında qurulur. HKT-nın üzvləri əsasən iri banklar, maliyyə şirkətləri, həmçinin də fond və fyuçers birjalara olur. Təşkilatın kredit və ya digər aktiv əməliyyatlar həyata keçirmək hüququ olmasada, lakin o depozitari xarakterli xidmətləri yerinə yetirmək səliyyəsinə malik olur.

Əqd şərtlərinin üzləşdirilməsi və əqdlərin icrası sistemi öz növbəsində kliring və hesablaşma sisteminə daxildir. Kliringin vəzifəsi əqd iştirakçılarının qiymətli kağızlarının təqdim edilməsi və qarşılıqlı hesablaşmaları üzrə öhdəliklərinin icrasıdır. İştirakçıların öhdəlikləri üzrə hesablaşmalar kliring prosesinin mahiyyətini təşkil etməklə, fond əməliyyatlarını dəqiq və səmərəli şəkildə keçirməyə imkan verir. Kliring təşkilatının əsas fərqləndirici cəhəti onun ödəmələri həyata keçirməsi üçün kifayət həcmdə maliyyə aktivlərinə malik olması və əlavə vasitələr cəlb etmə imkanının mövcudluğu ilə bağlıdır. Əqdin bağlanması və icrası arasındakı uyğunsuzluğun aşağı salınması nəinki risk hədlərini minimuma endirir, həmçinin icra prosesinin standartlaşmasına təsir göstərir. Bir çox hallarda kliring əməliyyatlarının əsasını əqd şərtlərinin tez və etibarlı şəkildə üzləşdirmə sistemi təşkil edir. Bu isə yalnız vahid milli depozitar şəbəkənin mövcudluğu şəraitində mümkündür. Etibarlı kliring sisteminin yaradılması və inkişafı bazar iştirakçılarına əqdlərin icrası zamanı “ödəmə müqabilində təqdim etmə” qaydasından istifadə imkanını verir. Kliring zamanı əqdlərin hesaba alınmasının üç əsas variantı mümkündür: ikitərəfli hesabaalma, çoxtərəfli hesabaalma, fasiləsiz hesabaalma. İkitərəfli hesabaalma zamanı iki tərəf arasında gün ərzində qiymətli kağızların bir növü üzrə icra edilmiş bütün əqdlər qruplaşdırılır. Çoxtərəfli hesabaalmada qiymətli kağızların bir növü üzrə icra edilmiş bütün əqdlər qruplaşdırılır, hər bir iştirakçı üçün vahid qısa yaxud uzun müddətli qiymətləndirmə mövqeyinə gətirilir. Fasiləsiz hesabaalma zamanı isə qiymətli kağızların bir növü üzrə icra edilən əqdlər fasiləsiz hesaba alınır, qısa və ya uzun yekun qiymətləndirmə mövqeyinə görə müəyənləşdirilir. Hesabaalmanın bu variantında əqdin icrası zamanı tərəflərdən biri kimi kliring təşkilatı çıxış edir.

Qiymətli kağızlar həmçinin, fond bazarının inkişaf modelləri iqtisadi inkişaf modelləri ilə bağlı olsada, lakin maliyyə vasitəçilərin xarakterindən (bank və ya qeyri- bank xarakteri) asılı olaraq onların üç modeli mövcuddur:

- ❖ Qeyri-bank modeli (ABŞ) – vasitəçilər rolunda qiymətli kağızlar üzrə qeyri - bank təşkilatlar çıxış edirlər;

- ❖ Bank modeli (Almaniya) – vasitəçilər rolunda banklar çıxış edir;

- ❖ Qarışıq model (Yaponiya) – vasitəçilər rolunda həm banklar, həm də qeyri- bank təşkilatları çıxış edirlər.

Maliyyə-fond bazarının tənzimlənməsi prinsip etibarilə iki cür fərqlənir:

- ❖ Qiymətli kağızlar bazarının dövlət tərəfindən tənzimlənməsi;

- ❖ Qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılar tərəfindən tənzimlənməsi.

- ❖ Fond bazarının tənzimlənməsinin birinci modeli olan bazarın dövlət (orqanları tərəfindən) tənzimlənmə modeli aşağıdakı istiqamətləri əhatə edir:

- ❖ Normativ-hüquqi aktların hazırlanması və həyata keçirilməsi;

- ❖ Bazar iştirakçıları və maliyyə alətləri üçün məcburi olan tələblərin hazırlanması;

- ❖ Əməliyyat və fəaliyyət icra qaydalarının müəyyən edilməsi, bazar iştirakçıları tərəfindən qanunvericiliyə riayət olunmasına dövlət nəzarətinin təşkili.

Təcrübə göstərir ki, dövlət tənzimləmə modeli əsasən normativ-hüquqi aktlara bağlanıb, dövlət nəzarət-yoxlama qaydalarının müəyyən edilməsi üzrə səlahiyyətlərin yalnız bir qismini özünü tənzimləmə təşkilatlarına verir. Dövlət tənzimləmə mexanizminin vəzifələrinə fond bazarının inkişafı üzrə dövlət proqramının həyata keçirilməsi, bazarın təhlükəsizliyinin təmin edilməsi, fond bazarı ilə bağlı açıq informasiya sisteminin yaradılması və bazar iştirakçılarının fəaliyyətinin lisenziyalasdırılması aiddir.

Həmçinin, bazarın dövlət tənzimləmə mexanizmi əsasən bazarın peşəkar iştirakçılarının fəaliyyətinin lisenziyalasdırılmasını,

fond bazarında müəyyən fəaliyyət növlərinin həyata keçirilməsinə hüquq verən ixtisas attestatlarının verilməsini, qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatların vergiyə cəlb edilməsinin müəyyən edilməsini, antiinhisar qanunvericiliyinə riayət olunmasına nəzarəti də özündə təcəssüm etdirir.

Fond bazarının ikinci modelinin əsas məğzi isə ondan ibarətdir ki, burada zəruri nəzarət və tənzimləmə mexanizminin dövlətin əlində qalması ilə yanaşı, səlahiyyətlərin əsas hissəsi özünütənzimləmə təşkilatlarına verilir. İkinci modeldə fəaliyyətin, nəzarət sisteminin təşkili və həyata keçirilməsi sərt, inzibati amillərə görə deyil, sırf bazar amillərinə, ənənələrinə uyğun aparılır.

Məhz bu model daha çox bazarın liberal tənzimləmə modeli kimi özünü göstərməklə, fond bazarının tənzimlənməsində və inkişafında sağçı baxışları, yanaşmaları təmsil edir. Həmçinin, bu tənzimləmə modeli sahibkarların və özəl sektorun maraqlarının müdafiəsinə daha çox xidmət etməklə, fond bazarının biləvasitə bazar prinsipləri və rıçaqları ilə tənzimlənməsini təmin edir.

Fond bazarının tənzimlənmə təcrübəsi həmçinin öz fərqliliyi ilə nəzərə çarpır. XX əsrin 30-cu illərindən başlayaraq ümumi istiqamət kimi fond bazarının fəaliyyəti ilə bağlı müstəqil təşkilatların və ya komissiyaların yaradılması ənənəsi inkişaf etmişdir. Məhz belə qurumların mövcudluğu birjada sövdələşmələrin səmərəli icrasına ciddi dəstək vermişdir. “Birja əməliyyatları” və “Birja əqdləri” adlanan sövdələşmə anlayışları oxşar olsalar da, lakin onların fərqli cəhətləri də vardır. Birja əməliyyatları birja əmtəəsi vasitəsilə birjada aparılan müxtəlif əməliyyatları özündə ifadə edir. Bu əməliyyatlara əmtəələrin alqı-satqısı, listing və delisting, option, forvard və fyuçers sazişlərinin bağlanması, əmtəələrin qiymətləndirilməsi, girov, hesablaşma, kliring, konsalting, qiymətli kağızların saxlanması və təqdim edilməsi kimi fəaliyyətlər aid edilir. Birja əməliyyatları üzrə nəzəri və praktik bazada bu sazişlərin icrası üzrə də fəaliyyət mexanizmləri müəyyənləşdirilir.

Birja əqdləri birja əmtəələrinə dair hüquq və öhdəliklərin yaradılmasına, təsbit edilməsinə, xitam verilməsinə və ya dəyişdirilməsinə istiqamətlənmiş satış iştirakçılarının həyata keçirdiyi qarşılıqlı, razılaşdırılmış fəaliyyət nəticəsində meydana çıxır.

Beynəlxalq təcrübədə birja əqdlərinin əmtəə nümunələri təqdim olunmaqla, fərdi forvard, standart, fyuçers və opsiyon kimi növləri vardır. Birja əqdləri əmtəə və fond aktivləri üzrə bağlanır, onun bağlanma qaydası birjanın özü tərəfindən müəyyənləşdirilir. Söv-dələşmələrin icrası - alqı sifarişlərinin tərtibi və qeydiyyatı, sifarişlərin birja satışlarına çıxarılması və icrası, əqdlərin qeydiyyatı və onlar üzrə hesablaşmaların aparılması kimi mərhələləri əhatə edir. Satıcı üçün birja prosesinin mərhələləri aşağıdakılardan ibarətdir: listing, satqı sifarişlərinin tərtibi və qeydiyyatı, sifarişlərin birja satışına çıxarılması və onların icrası, əqdlərin qeydiyyatı və onlar üzrə hesablaşmaların aparılması, qiymətli kağızların təqdim edilməsi.

Fond bazarının fəaliyyətinin təşkilində və tənzimlənməsində birja indekslərinin rolu öz mühümlüyü ilə çıxış edir. İlk birja indeksi XIX əsrin sonunda formalaşmış, Çariz Dou 1884-cü ildə 11 sənaye şirkətinin səhmini birləşdirən fond indeksini işləyib hazırlamışdır. 1928-ci ildə “Dou Cons” adlanan bu indeks 30 ən iri sənaye şirkətinin səhmini əhatə etmişdir. “Dou Cons” indeksinin sənaye, nəqliyyat, kommunal və tərkib indeksləri adlanan dörd növü mövcuddur.

Bundan başqa beynəlxalq təcrübədə daha çox istifadə edilən indekslərdən biri də “Standart and Roors-500” (SR-500) indeksidir. O, 500 iri şirkətin səhmlərinin bazar qiymətini müəyyən edən ölçü-qiymətləndirmə indeksidir. SR-500 indeksindən başqa, əsasını Çikaqo birjasında qeydiyyatdan keçmiş şirkətlərin opsiyonları təşkil edən SR-100 indeksi də mövcuddur. Həmin indeks də “SR-500” indeksi kimi hesablanır, lakin bu zaman qiymətləndirmək üçün 100 şirkətin səhmləri götürülür [27].

ABŞ-ın birjadankənar dövrüyyəsində əsas indekslərdən biri NASDAQ-dır. “NASDAQ” indeksi birjadankənar ticarətin 5000 səhmini özündə birləşdirir. “NASDAQ” indeksinin hesablanma

metodu “SR-500” kimidir. İlk dəfə bu indeksin hesablanmasına 1971-ci ildən başlanılmış, onda indeks 100 punkta bərabər olmuşdur. 1997-ci ildə bu göstərici 1236.7 punkt səviyyəsinə qalxmışdır ki, bu da səhmlərin orta qiymətinin 12 dəfədən çox artımını təşkil etmişdir [28].

Avropanın ilk indeksi İngiltərədə meydana gəlmiş və 30 şirkətin səhmini özündə birləşdirmişdir. Fond bazarında aparılan islahatlardan sonra P-90 indeksi formalaşmış, onu işləyib hazırlayanlar iqtisadiyyatda önəmli struktura və gücə malik olan 30 iri şirkəti seçmişlər. İngiltərədə ən məşhur indekslərdən biri də “Futsi-100”-dir və o real zaman rejiminə görə hesablanır [29].

Rusiya Federasiyasında bir sıra fond indeksləri fəaliyyət göstərir: “Skeyt-press”, “AKVM”, “Kommersant” jurnalının fond indeksi, “Ros”, “Sol”, “Tront” maliyyə mərkəzinin fond indeksi.

İlk dəfə birja indeksində opsiyonlarla əməliyyata 1983-cü ildən başlanılmışdır. Müasir şəraitdə ən geniş yayılmış indekslərə “Dou Cons”, “NASDAQ”, “SR-500”, “SR-100” və “Nyu-York fond birjasının” indeksləri aid edilir. Fyuçers kontraktlarında da ən çox işlədilən indeks “SR-500”-dir, bu da Çikaqo əmtəə birjası ilə sıx bağlıdır. Bu indeksin hər punktu opsiyonda olduğu kimi 500-ə bərabərdir.

Müasir birja açıq təsisat olduğu üçün burada aparılan əməliyyatlar da açıq şəkildə həyata keçirilir və məxfiliyə yol verilmir. Belə ki, iş vaxtının hər bir anında birjada qeydiyyatdan keçmiş qiymətli kağızların cari qiymətləri haqqında məlumat almaq mümkündür. Bütün birja əməliyyatları ödəmə şərtlərinə görə kassa və müddətli əməliyyatlar üzrə fərqlənir. Kassa əməliyyatları əsasən investisiyaların cəlb edilməsi ilə əlaqədar olub, bu əməliyyatlar üzrə qiymətli kağızların ödənilmə prosesi əqd bağlanan kimi dərhal həyata keçirilir. Əslində təcrübədə kassa əməliyyatları üzrə hesablaşmaların əqd günündə aparılması qaydası qəbul olunub. Müddətli əməliyyatlar üzrə hesablaşmalar tərəflərin əvvəldən müəyyən etdiyi müddətdən sonra əqd bağlanan dövrdəki məzənnə üzrə aparılır. Belə əqdlər üzrə sazişin bağlanacağı, qiymətin müəyyən ediləcəyi, hesablaşmanın aparılacağı müddətlər əvvəldən mü-

əyyən olunur. Müddətli əməliyyatların növlərinə qəti, şərtlə, uza-dılmış, fyuçers və opsiyonlar aid edilir.

Fyuçers əməliyyatları satıcı ilə alıcı arasında bağlanan, gələcəkdə müəyyən müddət ərzində əvvəlcədən qəti müəyyən edilən məzənnə ilə qiymətli kağızların müəyyən hissəsinin almaq və ya satmaq öhdəlikli, standart müddətli müqavilədir. Opsion al-cıya müəyyən müddət ərzində müəyyən qiymətlə əmtəənin stan-dart miqdarını almaq hüququ, satıcıya isə satmaq hüququ verən əqd formasıdır.

Qəti əqdlərin iştirakçıları qiymətli kağızların müəyyən edilmiş müddətdə çatdırılması və alqısı üzrə öhdəliklər götürür, bu zaman tərtib edilmiş şərtlər dəyişdirilə bilməz. Şərtlə əqdlər zamanı iştirakçılardan biri digərinə müəyyən mükafat ödəməklə öz öhdəliklərindən imtina etmək hüququna malikdir. Burada əsas məqsəd məzənnə tərəddüdləri nəticəsində yaranan itkiləri məhdud-laşdırmaqdır. Müddətli əməliyyatların report və deport kimi növ-ləri də mövcuddur. Report qiymətli kağızların satış gününün məzənnəsi əsasında, onun müəyyən müddətdən sonra yuxarı mə-zənnə ilə geri alınması şərti üzrə banka satılmasıdır. Belə ki, söv-dələşməyə görə möhtəkir şəxs səhmləri banka 300 pul vahidi mə-zənnəsi ilə iki həftədən sonra 302 pul vahidi məzənnəsi ilə (burada iki pul vahidlik əlavə report adlanır) məcburi geri alınması şərti ilə satır. Bank bütün hallarda qazanır, möhtəkir isə yalnız alınma anı-na səhmlərin məzənnəsi 302 pul vahidindən yüksək olduqda əlavə vəsait əldə edir. Deport əqdləri müəyyən müddətdən sonra aşağı məzənnə ilə geri satılması şərti ilə qiymətli kağızların cari məzənnə ilə alınmasıdır. Möhtəkir səhmləri bankdan 300 pul vahi-dinə alır və şərtləşir ki, iki həftədən sonra 298 pul vahidi məzən-nəsi ilə geri satacaq (aradakı 2 pul vahidlik fərq deport adlanır).

Ümumilikdə nəticəyə olaraq göstərmək olar ki, müasir fond ba-zarlarının fəaliyyətinin tənzimlənməsində əsasən iki: dövlət və özünütənzimləmə mexanizmi modellərindən istifadə edilir. Və fond bazarlarının fəaliyyətinin tənzimlənməsində özünütən-zimləmə mexanizminin rolu yüksəkdir.

İKİNCİ FƏSİL

BEYNƏLXALQ TƏCÜRBƏDƏ FOND BAZARLARI: TƏŞKİLİ VƏ İNKİŞAFI

Fond bazarları inkişaf etdikləri ölkələrdə iqtisadiyyatın müxtəlif sahələri üzrə maliyyə-pul resurslarının, kapitalın bölüşdürülməsinin ən vacib aləti kimi çıxış edirlər. Bu amil maliyyə-kredit sisteminin şaxələnməsindən, pul yığımlarının xüsusi çəkisindən və təkrar istehsal prosesinə təsirdən asılı olaraq dəyişkən ola bilər. Məsələn, sövdələşmələrin həcminə və birjanın kapitallaşma səviyyəsinə görə Qərbi Avropa birjalrı ABŞ və Yaponiya birjalarından geri qalır. ABŞ-da qiymətli kağızların birja kapitallaşma səviyyəsi müvafiq dünya göstəricinin 35%-ni, Yaponiyada 32,4%-ni, Qərbi Avropada 26,5%-ni, İngiltərədə 10,2%-ni, Almaniyada 3,6%-ni, Fransada 3,5%-ni təşkil edir [41; 53]. Fond bazasının inkişafı və onun pul kapitalının səfərbərliyindəki rolu dövlət tənzimlənməsinin idarəetmə mexanizminə inteqrasiyası dərəcəsindən də asılıdır.

İqtisadi cəhətdən inkişaf etmiş hər bir ölkədə vahid mərkəzə və regional şaxələnməyə malik olan fond birja sistemi mövcudur. Fond birja sisteminin inkişafında fiktiv kapitalın artımı və geniş dövriyyəsi önəmlidir. Müəssisələrin özünü maliyyələşmədirmə və büdcə vəsaitlərindən istifadə imkanına baxmayaraq, müasir şəraitdə pul vəsaitlərinin cəlb olunmasında özəl firma və kompaniyalar tərəfindən buraxılan istiqraz və səhmlər də daha cəlbedici görünür. Elə bu baxımdan fond bazarları iqtisadiyyatın maliyyələşmə sisteminə xüsusi yer tutur. Aparılan əməliyyatların miqyası, dövriyyənin həcmi bu sistem çərçivəsində fond bazasının rolunu və əhəmiyyətini müəyyən edir.

İnkişaf səviyyəsinə və imkanlarına görə beynəlxalq fond birjalarını aşağıdakı baxımdan fərqləndirib, təsnifləşdirmək məqsəddüygündür:

- ❖ Nəhəng birjalar: Nyu-York, Tokio və London birjalrı.

❖ (Bu üç birjada aparılan qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatın həcmi dünya birjalarının 60% -ni təşkil edir dir.)

❖ Böyük birjalar: Paris, Milan, Frankfurt və Honkonq birjalrı.

❖ Orta ölçülü birjalar: Boston, Filadelfiya, Madrid, Barselona, Bruksel, Kopenhagen, Seul, Tayvan, Sidney, Bombay, Buenos-Ayres, Toronto, Monreal.

❖ Kiçik birjalar: İstanbul, Afina, Helsinki, Nigeriya birjalrı və s.

Hal-hazırda hər bir ölkədə müxtəlif cəhətdən inkişaf etmiş və özünə məxsus tənzimləmə mexanizmi olan fond bazarları fəaliyyət göstərir. Müasir iqtisadi şərait və inkişaf meylləri nəzərə alınmaqla fond bazarlarının inkişaf etdiyi ölkələrdə bu bazarların təşkili və inkişaf təcürbəsini tədqiq etmək xüsusi əhəmiyyət kəsb edər.

2.1. Amerika Birləşmiş Ştatları

ABŞ-ın inkişaf tarixi nəticəsində fond birjalarının çoxşaxəli şəbəkəsi meydana gəlmişdir. Əsasən onlar Nyu-York, Çikaqo, Boston, San-Fransisko, Kanzas-Siti, Los-Anceles, Detroyt, Yeni Orlean, Dallas, Filadelfiya, Çinçinatti, Solt - Leyk-Sitidə yerləşir.

ABŞ-da Nyu-York fond birjası (*New York Stock Exchange, NYSE*) aparıcı yerlərdən birini tutur, burada ölkə üzrə səhmlərlə aparılan əməliyyatların 70%-i həyata keçirilir. Birjanın tərkibi 1366 üzvdən ibarətdir və onun 1226-si 523 xüsusi korporasiyanın marağını müdafiə edirlər. Uol-Stritdə yerləşən ABŞ-ın bu baş fond birjası həmçinin əhatə dairəsinə, əməliyyatlarının həcminə və ticari əlaqələrinə görə də dünyanın ən yüksək nüfuzlu maliyyə-fond bazarı kimi qəbul edilir.

Dünyanın ən iri, ən tanınmış və ən fəal ticarət şirkətlərinin səhm payları Nyu-York Fond Birjasında qeydə alınmışdır.

New York Stock Exchange, NYSE



Birjanın kökü 1792-ci ilə gedib çıxır, o zaman bir qrup broker Nyu-York şəhəri, Uoll-Strit küçəsindəki çinar ağacının dibində toplaşaraq səhm alqı-satqısında müəyyən qayda yaratmağa çalışıblar. 1990-cı illərin sonlarında NYFB-də 3.600 müxtəlif səhm qeydə alınmışdır. Birjanın 1.366 üzvü və ya “kürsüsü” vardır; bu yerlər broker evləri tərəfindən çox baha qiymətə satın alınır və səhmlərin ictimaiyyətə alqı-satqısı üçün istifadə edilir. Burada informasiya broker ofisləri ilə birja arasında informasiya texnologiyaları, elektronik vasitələrlə o baş-bu başa çatdırılır: bunun üçün 200 mil (320 kilometr) uzunluğunda lifli optik kabel tələb olunur, kvota və əməlləri idarə etmək üçün 800 telefon rabitəsindən istifadə edilir [30].

Birjada hər bir yer üzrə qiymət 35 mindən 500-700 min dollar arasında dəyişir [41, 69]. Nyu-York fond birjasının digər ölkələrin birjaları ilə müqayisədə əsas fərqi onun bir-birindən fərqli üzvlərə malik olmasıdır:

birinci-müəyyən qiymətli kağızlarla (bir və ya bir neçə) əməliyyatlar üzrə mütəxəssislər. Birjada hər bir qiymətli kağız müəyyən mütəxəssisə həvalə edilir və o həmin kağızlar üzrə sövdələşmə sahəsində üstün və ya inhisar hüququna malik olur. Sövdələşməni başa çatdırdıqdan sonra onlar komissyon haqqı alırlar. Diler kimi mütəxəssisin vəzifəsi bazarda ona həvalə edilmiş qiymətli kağızları müvəqqəti olaraq tələb və təklif arasında yaranmış disbalansı minimuma endirmək üçün öz hesabına almaq və satmaqdır. Digər hallarda mütəxəssisə öz hesabına ticarət etmək qadağandır. 1990-2010-cu illərdə Nyu-York fond birjasında 55 qrupda birləşən 440 mütəxəssis fəaliyyət göstərirmiş, ən böyük qrup 24 mütəxəssisdən ibarət olmaqla 125 növ aksiyaya malik olmuşdur;

ikinci- müştərilərinin sifarişlərini yerinə yetirən ticarət zalının və ya fond birjasının üzvü olan brokerlər öz hesabına əməliyyat keçirmək hüququna malik deyillər. Onlar vəziyyətdən asılı olaraq sövdələşmək imkanı olmayan digər brokerlərin tapşırıqlarını yerinə yetirə bilirlər;

üçüncü- ticarət zalında öz hesabına əməliyyat aparan və ya müəyyən payla iştirak edənlərin tapşırığı ilə fəaliyyət göstərən birja maklerləri olur (onların sayı 30 nəfərə yaxın olur);

dördüncü- sövdələşmə aparmaq imkanı olmayan, amma əməliyyat zalına buraxılmaq hüququ olan assosiativ üzvlər fəaliyyət göstərir. Bir qayda olaraq kompaniya və firmaların belə nümayəndələri fond birjalarının üzvləridir.

ABŞ-da ikinci yerdə olan birja Amerika fond birjasıdır (Nyu-York). Bu birjanın fəaliyyəti səhmlərin qiymətlərinə görə digər qeyri-mərkəzi birjalar kimi Nyu-York fond birjasına istiqamətlənmişdir. Regional fond birjaları əsasən yerli kompaniyaların çox da böyük olmayan səhmlərinin alqı-satqısını həyata keçirir.

Amerika fond birja şəbəkəsinin əsas xüsusiyyəti ondan ibarətdir ki, burada əvvəllər buraxılmış qiymətli kağızlarla (səhmlər, xüsusi və dövlət istiqrazları) əməliyyatlar daha üstün aparılır. Birjalarda dövlətin qiymətli kağızları üzrə aparılan əməliyyatların xüsusi çəkisi öz yüksəkliyi ilə fərqlənir. Xüsusi mülkiyyətdə olan qiymətli kağızların birjaya buraxılması o halda mümkündür ki, alınan xalis mənfəətin həcmi ən azı bir milyon dollar təşkil etsin. Bazara buraxılış qiymətli kağızlarla əməliyyatlar üzrə komissiyada qeydə alınmaqla birja şurasının razılığı əsasında mümkün olur.

Fond birjalarında dövlətin təsirinin və rolunun artması ilə bağlı olaraq 1930-cu illərin əvvəllərində ABŞ-da böyük böhrandan sonra bir sıra mühüm qanunvericilik aktları qəbul edilmişdir. Müvafiq hüquqi sənədlərin əsas məqsədini kiçik vəsait sahiblərinə ziyan vuran möhtəkir əməliyyatlarının qarşısının alınması təşkil etmişdir. 1933-cü ildə qiymətli kağızların emissiyası aparılmış, 1934-cü ildə isə qiymətli kağızların birja ticarəti haqqında qanun qəbul edilmişdir [48, 132].

ABŞ-da fond bazarının dövlət tənzimlənməsinin həyata keçirilməsinə qədər yalnız bazar özünü tənzimləmə formaları hakimlik təşkil etmişdir. Belə tənzimləmədə investorlar deyil, daha çox peşəkarlar fəal iştirak etmişdir. Fond bazarında sövdələşmiş ticarətçilərin qiymətləri süni surətdə dəyişdirilmələri, qiymətlərlə

manipulyasiya etmələri investorları qiymətli kağızların alqı-satqısında çəşqın salırdı. Ölkədə maliyyə piramidalarının yaradılması təcrübəsi geniş miqyas almışdı. Bununla bağlı olaraq dividendlər gəlir hesabına deyil, növbəti emissiyanın nəticəsində kapitalın hesabına ödənilirdi. Qiymətli kağızlarla bağlı kreditlər əldə edilmə praktikası da geniş yayılmışdı, belə ki, investorların 40%-i səhmləri kreditlə əldə edirdi.

Banklar yalnız onlar tərəfindən yaradılan törəmə şirkətlər vasitəsilə qiymətli kağızların alqı-satqısı ilə deyil, həmçinin qiymətli kağızların alınması üçün investorların kreditləşdirilməsi ilə də məşğul olurdular. Əldə edilən qiymətli kağızlarda investorların şəxsi vəsaitlərinin payı 10% həcmində olurdu. Bu isə fond bazarının iflası zamanı banklara olan borcların ödənməməsinə və bununla da bankların kütləvi şəkildə müflisləşməsinə gətirib çıxardı. Böhran yalnız fond bazarını deyil, həmçinin maliyyə sektorunu da iflasla uğratdı. Məhz 1932-ci ildən etibarən ABŞ-ın maliyyə sektorunda intizamı güclənməkdəki üçün qiymətli kağızların ilkin bazarını qaydaya salmaq və investisiya institutlarının fəaliyyəti üzərində nəzarət yaratmaq qərarı verildi. Nəticədə həmin ildə qiymətli kağızlar, 1934-cü ildə isə fond birjaları haqqında qanun qəbul edildi. Qiymətli Kağızlar və Fond Birjaları üzrə Amerika Komissiyası yaradıldı, bununla da ABŞ-ın fond bazarında dövlət tənzimlənmə sistemi tətbiq edilməyə başlandı. Bu komissiya üzvləri Senatın razılığı ilə prezident tərəfindən 5 il müddətinə təyin edilir. Komissiyanın sədri isə senatın razılığı olmadan ABŞ prezidenti tərəfindən seçilir. Komissiya mərkəzi aparatla yanaşı 9 regional birliklərdən (Atlantada, Bostonda, Çikaqoda, Denverdə, Fort-Uortda, Los-Ancelesdə, Nyu-Yorkda, Filadelfiyada) ibarət idi.

1933 və 1934-cü illərdə qəbul olunmuş qanunlara əsasən qiymətli kağızlarla manipulyasiyanın bütün formaları qadağan edilərək, ödəniş aparılmadan satışa, kreditlə qiymətli kağızların alınmasına, şirkətlərin menecerləri və direktorlarına - insayderlərə şəxsi qiymətli kağızlarla ticarətə kəskin məhdudiyyətlər qoyuldu. Bununla yanaşı 1933-cü ildə qəbul edilmiş banklar haqqında qanuna

uyğun olaraq bankların kommersiya və investisiya funksiyaları qadağan olundu. Sonrakı mərhələdə ABŞ-da kommersiya banklarına korporativ qiymətli kağızlara investisiya qoyuluşlarının həyata keçirilməsi, qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatlara xidmət göstərilməsi də qadağan olundu.

1964-cü ildə qanununa edilən düzəlişlərə uyğun olaraq birjadan kənar bazarlarda qiymətli kağızlar üzrə aparılan əməliyyatlarla bağlı informasiyaların açıqlanma zərurəti əsas sayılaraq, qəbul edildi. Belə ki, 500 səhmdara və 1 milyon dollardan artıq aktivə sahib olan istənilən şirkət informasiyalarının açıqlanması tələbi ilə üzləşdi. 1968-ci ildən etibarən Qiymətli Kağızlar üzrə Komissiya nəzarət səhm paketinin alınma proseduruna nəzarəti də öz əlinə aldı. Nəzarət paketinin alıcısı korporasiyanın səhmlərinin müəyyən olunmuş qiymətə əldə etməsi barədə açıq elan verməli idi. Burada həm də alıcı barədə informasiyaların tam şəkildə açıqlanması, təklifin müəyyən edilmiş vaxtdan (15 gün) az olmayaraq öz gücünü qoruması və bütün satıcıların maksimal qiymət qoyma hüququna sahib olmaları da nəzərdə tutulurdu. 1970-ci ildə broker və diler şirkətlərinin müflisləşmədən qorunması məqsədilə İnvestorların Qorunması üzrə Korporasiya yəni belə bir qeyri kommersiya təşkilatı yaradıldı. Broker və dilerlər Korporasiyanın hesabında müəyyən miqdarda vəsait saxlamalı idi, bu subyektin müflisləşməsi zamanı bu vəsait itkilərinin müəyyən hissəsinin ödənilməsinə yönəldilirdi [31].

Bazarda 1975-ci ildə fiksə edilmiş komission haqlarının toplanması ləğv edildi. Lakin, bununla yanaşı tənzimləyici orqan fond bazarında professional iştirakçıların tariflərinin tənzimlənməsi hüququnu əldə etdi. Həmçinin, bununla belə qiymətli kağızlarla ticarət sisteminin və ümummilli hesab-klirinq sisteminin yaradılmasının təməli qoyuldu. 1978-ci ildə müxtəlif birjaları vahid informasiya şəbəkəsində birləşdirən birjalararası ticarət sistemi tətbiq edilməyə başlandı və bu sistem eyni vaxtda müxtəlif birjalarda qiymətli kağızların qiymətlərini təyin etməyə imkan yaraddı. 1 milyon dollar cərimə və ya 10 ilə qədər həb cəzası, hüquqi şəxslərə

isə 2,5 milyon dollara qədər Ölkədə 1980-ci ildə daxili informasi-yaların istifadəsi üzrə cəzalandırmanın gücləndirilməsi məqsədilə daha iki qanun qəbul olundu.

Qanuna əsasən cəzanın dəyəri daxili informasiyaların istifa-dəsindən alınan gəliri 2-3 dəfə üstələyə və fiziki şəxs 10 il müddətinə həbsə məhkum oluna bilər. Cərimələr hüquqi şəxslərə və ya onların vəzifəli nümayəndələrinə, professional iştirakçılara, qiymətli kağızların emitentlərinə də aid edilir. ABŞ qanunvericiliyinə görə cərimələrin miqdarı müxtəlif pozuntulara görə dəyişkən olur. Komissiya tərəfindən müəyyən olunan maksimal cərimə 500 min ABŞ dolları həcmində təsdiq olunub. Qiymətlərlə manipulyasiyaya görə fiziki şəxslərə cərimə sanksiyası tətbiq edilir. Fiziki şəxslər üçün insayder informasiyasından istifadə edərək ticarət qaydalarının pozulmasına görə cərimənin miqdarı 5 min dollardan 100 min dollara qədər, hüquqi şəxslər üçün isə 50 min dollardan 500 min dollara qədər artır. Ölkədə cərimə sanksiyaları ilə yanaşı digər təsir tədbirləri də mövcuddur. Bu təbirlərə açıq şəkildə töhmətin verilməsini, qiymətli kağızların emissiyasının keçirilməsinin dayandırılmasını, birjanın 90 günə qədər müddətdə bağlanması, həmçinin qiymətli kağızlar bazarının professional iştirakçılarına verilən lisenziyaların dayandırılmasını və ya geri götürülməsini aid etmək olar. Qiymətləndirmələrə görə komissiyanın bütün tələblərini yerinə yetirmək üçün amerika korporasiyaları informasiyaların açıqlanmasına ildə 1-1,5 milyard dollar sərf edilir [42]. Komissiya həmçinin, məhkəmə yolu ilə məcburi qaydada korporasiyaların ləğvini və ya yenidən təşkilini də tələb etmək səlahiyyətinə malikdir.

Tənzimləmənin digər forması bazarın professional iştirakçıları assosiasiyasının, bazar özünü-tənzimləmə mexanizminin olmasıdır. Hər bir fiziki və hüquqi şəxs fond bazarında fəaliyyət hüququna sahib olmaq üçün mütləq özünü-tənzimləmə təşkilatına üzv olmalı, onlar tərəfindən müəyyən olunmuş qaydalara riayət etməlidir. ABŞ-da müştəri ilə işləyən broker və dilerlər Broker və Dilerlərin Milli Assosiasiyasına üzv olmalıdırlar. 2006-cı ildən artıq Broker və Dilerlərin Milli Assosiasiyasının üzvləri 63000 bölmədən, 5600

firmadan və 556 min sertifikatlaşdırılmış əməkdaşlardan ibarət olmuş və göstərici sonrakı dövrlərdə öz artımı ilə müşahidə olunmuşdur [32].

Özünütənzimləyən təşkilatlar üzvlərindən hər ay hesabat alır, firmaların fəaliyyətinə nəzrət edərək, onların mütəxəssislərinin atestasiyasını həyata keçirirlər. Hər hansı bir qanun pozuntusu halı qeydə alındıqda özünütənzimləyən təşkilat nizamnaməsinə uyğun olaraq firmanın, üzvünün fəaliyyətini müvəqqəti dayandıra və ya ona qarşı cərimə sanksiyası tətbiq edə bilər. Müəyyən olunmuş tələblər yerinə yetirilmədikdə özünütənzimləyən təşkilat dövlət tənzimləmə orqanına qanunvericiliyi pozan üzvün lisenziyasının geri alınması və ya fəaliyyətinin dayandırılması barədə müraciət etmək hüququna malikdir.

2.2. İngiltərə

İngiltərənin birja şəbəkəsi özündə 22 fond birjasını birləşdirir. Aparıcı birjalardan olan İngiltərə fond birjası (LSE) ölkə daxilindəki qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatların 60%-ni əhatə edir. London dünyanın aparıcı maliyyə mərkəzlərindən biri hesab olunduğu üçün xarici mənşəli qiymətli kağızlarla ticarətinin 50%-dən çoxu burada həyata keçirilir. Fond birja şəbəkəsi həmçinin Qlazqo, Liverpul, Mançester və Birmenqem birjalarını əhatə edir [33].

London fond birjası nəinki Avropanın, hətta dünyanın ən iri maliyyə mərkəzi olmaq xüsusiyyətini hələ də qoruyub, saxlayır. Londonda “Siti” adı regionda bu birja ilə yanaşı İngiltərə Mərkəzi Bankı – “Bank of England” olmaqla yüzlərcə yerli və xarici bank-



lar, sığorta şirkətləri və digər maliyyə qurumları da bir arada toplanmışdır. Bu birjada dörd əsas bazar fəaliyyət göstərir:

- ❖ Yerli səhmlər;
- ❖ Beynəlxalq səhmlər;
- ❖ Dövlət istiqrazları və sabit faizli qiymətli kağızlar;
- ❖ Yerli şirkətlərin səhmlərinin bazarı.

London fond birjası yaradılışından 213 il sonra 1986-cı ilin oktyabrında özünün yeni inkişaf mərhələsinə qədəm qoymuşdur. Makler firmalarının ciddi ixtisaslaşmaları ləğv edildikdən və maliyyə əməliyyatlarına qoyulan məhdudiyyətlər aradan götürüldükdən sonra demək olar ki, bu birja “Qlobal qiymətli kağızlar ticarəti mərkəzinə” çevrilmişdir. Nəticədə, London fond birjasının üzvləri səhm və digər qiymətli kağızlar üzrə müəyyən fiksə olunmuş komisiyon haqqlarından faydalanmaqdan məhrum olmuşlar. Bununla yanaşı xarici investorlar bütün birja əməliyyatlarından sərbəst istifadə etmək hüququ qazanmışlar.

Qərbin işgüzar dövrü mətbuatı İngiltərə hökumətinin bu addımını səhmlərin ticarətini elektron şəbəkə ilə geniş həyata keçirən ABŞ və Yaponiya birjalarına güzəşt kimi qiymətləndirmişdir. İlk növbədə Amerika investisiya bankı “Merill Linç”, “Salomon Brazyers” bankirlər evi və “Sitikorp” bankı, həmçinin “Nomura” Yapon kompaniyası bu islahatlardan geniş fayda əldə etmişlər [42]. Bundan başqa bir çox makler firmalarının xarici şirkətlər tərəfindən alınması və yerli makler firmalarının Amerika kapitalının nəzarətinə keçməsi bu ölkənin inkişafına səbəb olmuşdur.

London fond birjasının yenidən qurulması maliyyə sövdələşmələrinin strukturunda dəyişikliyə səbəb olmuşdur. Bununla əlaqədar nüfuzlu maliyyə eksperti A.Hamilton qeyd etmişdir ki, “bundan sonra korporasiyaların maliyyə vəsaitilə təminatında kommersiya kağızları və ya səhm buraxmaq arasında ciddi fərq olmayacaqdır. Həmçinin, uzunmüddətli və qısamüddətli istiqrazlar üzrə də belə fərqlər aradan qalxacaqdır” [50]. Digər ölkələrdən fərqli olaraq İngiltərə fond birjaları sərbəst fəaliyyət statusuna malikdir və hökumət fond birjalarının işinə ciddi qarışmır. London

fond birjası qədim birjalardan biri olmaqla, onun fəaliyyətinin reqlamentləşdirilmə dövrü XVII əsrə təsadüf edir. Rəsmi olaraq birja 1773-cü ildən fəaliyyətə başlamışdır. Fondun üzvlərinin sayı hər il dəyişsədə, onlar orta hesabla 3500 nəfər təşkil edir, üzvlərin 2700 nəfəri brokerlər, 800 nəfəri isə diler və digərləridir.

London birjasında xüsusi səhm və istiqrazlardan başqa həm mərkəzləşmiş, həm də yerli səviyyəli dövlət qiymətli kağızları dövriyyədədir. Bununla yanaşı birja dövriyyəsində xarici dövletlərin və kompaniyaların istiqrazları da fəal iştirak edir. Belə ki, son illərdə London birjasında 4868 ingilis və 2393 xarici kompaniyanın qiymətli kağızları dövriyyədə olmuşdur. London birjasının əsas xüsusiyyətlərindən biri də burada orbitraj sövdələşmələrinin həyata keçirilməsidədir. Bu sövdələşmənin əsas mahiyyəti ondan ibarətdir ki, eyni növ qiymətli kağızla bağlı sövdələşmə eyni vaxtda iki müxtəlif bazarda (Londonda və Almaniyada, Hamburqda) aparıla bilər.

İngiltərənin fond bazarı ənənəvi olaraq inkişaf etmiş sektorlara aid olunur. Lakin, bu bazarın tənzimləmə sistemində özünə məxsus xüsusiyyətlər mövcuddur. Belə ki, tənzimləmə dövlət müəssisələri tərəfindən deyil, əsasən London fond birjası tərəfindən həyata keçirilir. İngiltərə fond bazarında irimiqyaslı islahatların həyata keçirilməsi 1980-ci ilə təsadüf edir. 1988-ci ildə isə maliyyə xidmətləri barədə qanunun qüvvəyə minməsi ilə əlaqədar olaraq bazarın tənzimlənməsi üzrə qanunvericilik bazası təkmilləşdirilmiş, bu sahədə əsas tənzimləyici orqan olaraq Qiymətli Kağızlar və İnvestisiyalar üzrə Şura yaradılmışdır. Şuranın Maliyyə Nazirliyinə tabe olmasına baxmayaraq, statusuna görə bu orqan dövlət müəssisəsi kimi deyil, qanunla müəyyən olunmuş formada yaradılan qeyri-kommersiya yönümlü təşkilatdır (özünü-tənzimləyən). Həmçinin, təşkilatın iştirakçıları qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları sayılır. Şura banklar istisna olmaqla digər maliyyə vasitəçilərini müstəqil şəkildə lisenziyalaşdırmaq və ya öz səlahiyyətlərini lisenziyalaşdırma ilə məşğul digər özünü-tənzimləmə təşkilatına vermək hüququna malikdir.

Ölkədə 1997-ci ildə maliyyə sektorunda aparılan islahatlar ilə bağlı bu bazarın tənzimlənməsi ilə məşğul olan təşkilatlar Qiymətli Kağızlar və İnvestisiyalar üzrə Şurasının bazasında yaradılan vahid orqan kimi – Maliyyə Xidmətləri üzrə Şurada birləşdirilmişdir. Bu dövlət orqanına fond bazarında müxtəlif müəssisə və özünütənzimləmə təşkilatlarının tənzimləyici səlahiyyətləri verilmişdir. Şurasının sədri və idarə heyətinin üzvləri maliyyə naziri tərəfindən təyin edilir. Bu orqana İngiltərə Bankının və digər kredit təşkilatlarının, qiymətli kağızlar üzrə şirkətlərin, sığorta təşkilatlarının, pensiya fondlarının, depozitar - klirinq təşkilatlarının nəzarət funksiyaları da verilmişdir. Tədqiqatlarımızın nəticəsi göstərir ki, bir sözlə İngiltərə qiymətli və ya fond bazarında meqatənzimləyici orqan yaradılmışdır.

Bundan əlavə bu orqana verilmiş yeni funksiyalardan biri də onun nəzarət etdiyi şirkətlər tərəfindən maliyyələşməsidir. Belə ki, müvafiq yönümlü lisenziya almış peşəkar iştirakçılar komission haqqı ödəməli (fond bazarının dövryyəsi, listingin dəstəklənməsi və s.), həmçinin Şura tərəfindən təqdim edilən xidmətlərə görə ödənişlər həyata keçirməlidirlər.

2.3. Fransa

Fransada səkkiz fond birjası fəaliyyət göstərir: Paris, Bordo, Lill, Lion, Marsel, Nans, Nant və Tuluze. Bu barjalar arasında ən aparıcı yer Paris fond birjasına (*Bourse de Paris*) məxsusdur. Belə ki, Fransanın fond bazarında qiymətli kağızlar üzrə aparılan əməliyyatların 98-99%-i bu birjanın payına düşür [34]. Ölkənin birjalarında əsasən özəl şirkətlərin səhmləri və dövlət istiqrazları daha çox dövryyədədir. Paris birjasında 1961-ci



ilə qədər iki fond bazarı (rəsmi və qeyri-rəsmi) mövcud olmuşdur. 1961-ci ildə qeyri-rəsmi bazar ləğv edilmiş və növbəti il isə bütün ölkə birjalrı üçün qiymətli kağızların alqı-satqısı üzrə vahid bazar yaradılmışdır. Nəticədə, Paris birjasının rolu daha da artmış, o 1961-ci ildə yaradılmış Beynəlxalq Fond Birjalrı Federasiyasına üzv seçilmişdir. Birjanın fəaliyyəti uzun müddət dövlət müdaxiləsi kimi səbəblərlə kölgədə qalsada, lakin 1986-1997-ci illər özəlləşdirmə tədbirləri nəticəsində o iqtisadiyyatının tənzimlənməsində daha fəal rol oynamağa başlamışdır.

Fəaliyyət xüsusiyyətindən asılı olmayaraq, əslində Paris fond birjası XVIII əsrdən fəaliyyət göstərir. Real olaraq birja 1789-cu ildən etibarən fəaliyyətə başlamış, 1801-ci il qanununa əsasən birja dövlət tərəfindən seçilən və təsdiq edilən şəxslərdən - brokerlərdən ibarət təşkilata çevrilmişdir. 1967-ci ildə Fransada fond birjalrının yaradılması və ləğvi qaydaları təsdiq edilmişdir. Paris fond birjasında bir qayda olaraq qiymətli kağızların alqı-satqısı üzrə sövdələşmə əməliyyatları aparılır. Birjaya qiymətli kağızların buraxılışı ilə bağlı qərar Brokerlər Korparasiyası, xarici qiymətli kağızlar üçün isə Fransa hökumətinin səlahiyyətli orqanı tərəfindən verilir.

Paris Fond Birjası üç əsas tərkib strukturadan ibarət olaraq fəaliyyət göstərir: rəsmi (“parket”), qeyri-rəsmi (“kulisa”) və azad bazar. Rəsmi bazarda razılaşmaları brokerlər aparır və sənədləşdirirlər [55, 78]. Bu məqsədlə onlar müəyyən miqdarda girov təqdim edirlər. Qeyri-rəsmi bazar (“kulisa”) bankirlər birliyi kimi fəaliyyət göstərir, daha çox bank bazarı adlanır. “Kulisa”nın üzvləri qiymətli kağızların alqı-satqısını nağd pulla həyata keçirən müxtəlif banklardır. Azad bazanın əsasını rəsmi və qeyri-rəsmi bazarlara buraxılmayan qiymətli kağızlar təşkil edir. Bu bazarda istənilən fiziki və hüquqi şəxslər iştirak edib, sövdələşmələr apara bilərlər. “Kulisa” və azad bazarlar pul kapitalının mobilizasiyası prosesinə gözlənilən səviyyədə xidmət etmədiyi üçün bu bazarda aparılan sövdələşmə və əməliyyatlar daha çox möhtəkirlik xarakterinə malik olur. Son illərdə ümumilikdə Paris birjasında mindən

artıq fransız və xarici firma və şirkətlərin qiymətli kağızları dövriyyədə olmuşdur.

Fransada bütün fond birjaları dövlət müəssisələridir. Fond birjalarında satılan qiymətli kağızlar içərisində əsas yeri istiqrazlar və səhmlər tutur. Fransada fond bazarının tənzimlənməsi İqtisadiyyat və Maliyyə Nazirliyinə hesabat verən bir neçə struktur bölmə tərəfindən həyata keçirilir. Bazarda əsas tənzimləyici orqan birja əməliyyatları üzrə Komissiyadır. Onun əsas funksiyaları investorların hüquqlarının qorunması, emitentlər tərəfindən informasiyaların açıqlanmasında standartlara riayət edilməsinə nəzarətin təşkili, investisiya şirkətlərinə lisenziyaların verilməsi, insayder ticarətinə nəzarətin həyata keçirilməsi, investorlardan daxil olan şikayətlərin araşdırılması ilə bağlıdır. Komissiyaya 9 nəfərdən ibarət idarə heyəti rəhbərlik edir. İdarə heyətinin tərkibi Milli Assambleyanın, Senatın, İqtisadi və Sosial Şuranın, Fransa Bankının və özünü tənzimləmə təşkilatlarının nümayəndələrindən ibarət olaraq təşkil edilir.

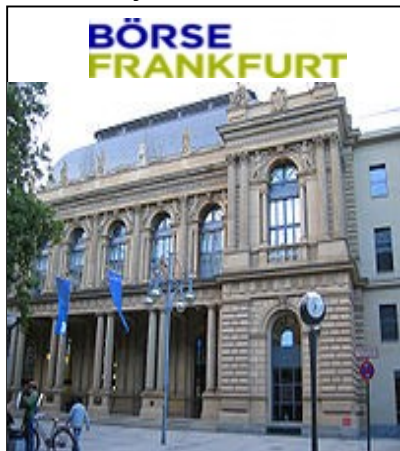
Bazarı tənzimləyən digər qurum özünü tənzimləmə təşkilatı olan Maliyyə bazarı üzrə Şuradır. Şura qiymətli kağızlara və birja şirkətlərinin fəaliyyətinə nəzarəti həyata keçirir. Bununla yanaşı şura normativ sənədlərin və fond bazarını tənzimləyən qaydaların hazırlanması ilə də məşğul olur. Şura İqtisadiyyat və Maliyyə Nazirliyi tərəfindən təyin edilən - 16 üzvdən ibarətdir. Bazarın tənzimlənməsində fəal iştirak edən digər bir təşkilat - Fransa birjaları cəmiyyəti olan Parij birjasıdır. Və o bazarda gün ərzində həyata keçirilən əməliyyatlara məsul, ixtisaslaşmış bir maliyyə təşkilatı kimi fəaliyyət göstərir.

Fransada birjaların fəaliyyəti ciddi şəkildə tənzimlənir və ölkə üzrə qiymətli kağızların vahid bazarının formalaşmasında bu qurumların rolunun yüksəldilməsinə doğru tədbirlər həyata keçirilir. Bu baxımdan Fransa birjalarında müxtəlif xarakterli islahatlar aparılmaqdadır. Birja islahatlarının əsas məqsədi -qiymətli kağızlar bazarında, birjalarda dövlətin iqtisadi proqramları çərçivəsində aparılan maliyyə və pul-kredit siyasətinin təmin edilməsi, qiymətli

kağızlar bazarında çevik və səmərəli dövlət nəzarətinin gücləndirməsidir.

2.4. Almaniya

Almaniya fond birja sistemi Frankfurt-Mayn, Düseldorf, Hamburq, Münhen, Ştutqart, Bremen və Hannoverdə fəaliyyət göstərən səkkiz birjanı bərləşdirir. Birja əməliyyatlarında aparıcı yer Frankfurt birjasına (Frankfurter Wertpapierbörse, FWB) məxsusdur. Frankfurt birjası – Almaniyanın maliyyə mərkəzi olub, Avropanın London birjasından sonra ikinci ən böyük birja hesab olunur. Frankfurt Almaniyanın əsas maliyyə-kredit mərkəzi olmaqla, bu funksiyanı hələ ikinci dünya müharibəsindən əvvəl həyata keçirməyə başlamışdır. Burada Almaniyanın aparıcı ticarət-sənaye korporasiyalarının, firmalarının və maliyyə-kredit müəssisələrinin (banklar, sığorta və s.) baş ofisləri yerləşir. Müasir Almaniyanın digər ən böyük fond bazarı kimi Hamburq birjası da fərqlənir.



Almaniyada da fond birjaları dövlət müəssisələridir. Onlar torpaq və idarəetmə, ticarət palataları və ticarət asossasiyaları tərəfindən yaradılır. Almaniyada qiymətli kağızların dövriyyəsi və birjaların fəaliyyətinə nəzarət əsasən torpaq hökumət orqanları tərəfindən həyata keçirilir. Almaniyada fond birjalarının fəaliyyətinə rəhbərliyi Birjalar İdarəsi, Satışa Buraxılış Məsələləri üzrə Komissiya və Maklerlər Palatası həyata keçirir [53; 55]. Bunlardan birincisi peşəkar brokerlər olub, onlara həvalə edilən qiymətli kağızların ticarəti ilə məşğul olurlar. Bu təşkilatlar öz adından və öz hesabına əməliyyatlar həyata keçirə bilməzlər. İxtisaslaşmış mak-

lerlərin əsas vəzifəsi qiymətli kağızların alqı-satqı üzrə yaranan məzənnələri fiksə etməkdir. Müstəqil maklerlər birja sövdələşmələrini həm müştərilər, həm də öz adlarından apara bilərlər. Müstəqil maklerlər həm də banklar üçün birjadan kənarda vasitəçilik əməliyyatlarını yerinə yetirirlər.

Qiymətli kağızların yerləşdirilməsi üzrə bank fəaliyyəti federal orqanlar vasitəsi ilə tənzimlənir. Almaniyada kommersiya bankları qiymətli kağızlar bazarının əsas peşəkar iştirakçıları olub, bu səbəbdən bazarın tənzimləmə mexanizmində bank nəzarəti xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Almaniyada bankara nəzarəti banklar üzərində Federal Nəzarət Palatası həyata keçirir. 1994-cü ildə emittentlərdən informasiyaların yığılı, bazar üzrə ümumi nəzarəti, antiinsaydeyr qaydaları daxil olmaqla qanunvericiliyin icrasına nəzarəti həyata keçirən Federal orqan, qiymətli kağızlar üzrə Komissiya yaradılmışdır. Həmçinin, Almaniyada ABŞ praktikasına daha çox oxşar olan şəffav bazarın yaradılması prosesi gedir.

2.5. | İtaliya

İtaliyada fond birjaları qanunvericiliyə uyğun olaraq qiymətli kağızların tədaviülünü və birjalarda realizasiyası üsullarını müəyyən edən dövlət müəssisələri kimi fəaliyyət göstərirlər. Birjaların fəaliyyətinə nəzarəti Maliyyə Nazirliyi, yerli ticarət orqanları və xüsusi qurum olan “Şirkətlər və birjalar üzrə Milli Komissiya” həyata keçirir. İtaliyada fond birjasının subyekti olan brokerlər dövlət qulluqçusu statusuna malikdir və hər birjada onların sayı qanunla müəyyən olunur. Nisbətən böyük olan Milan Birjasında 130 broker fəaliyyət göstərir və bu qurum (birja) dövlət mülkiyyətində olan



müəssisədir. Birjanın fəaliyyətinə nəzarəti Maliyyə Nazirliyi həyata keçirir [41; 48].

Burada orta hesabla 500-dən artıq qiymətli kağız növləri üzrə əməliyyat aparılır ki, bunun da 1/3 hissəsini müxtəlif səhmlər təşkil edir. Brokerlər fəaliyyətlərinə görə dövlət istiqraz vərəqləri üzrə əməliyyatların 0,15%-ni, səhm üzrə əməliyyatların isə 0,01-0,07%-ni komisiyon haqq şəklində alırlar. Komisiyon haqları üzrə faiz dərəcəsini İtaliya Borkerlər Asossasiyasının tövsiyyəsi ilə Maliyyə Nazirliyi müəyyən edir və onlar ölkənin bütün fond birjaları üçün nəzərdə tutulur.

2.6. İsveçrə

İsveçrədə səkkiz fond birjası fəaliyyət göstərir və bu ölkədə müvafiq bazarın yaranma tarixi əsasən 1850-ci ilə təsadüf edir. Birjalardan ən böyükləri – Bazeldə, Cenevrədə və Syurixdə fəaliyyət göstərir və onlar qiymətli kağızların beynəlxalq dövriyyəsinə fəal nüfuz edirlər. Həmin birjalardan ən aparıcısı Cenevrə fond birjasıdır və burada fond əməliyyatları aparılır, qiymətli kağızların qiyməti müəyyənləşdirilir, vasitəçilərə komisiyon mükafatlarının verilmə və əməliyyatların bitmə qaydaları təsdiq edilir. Ölkədə birja heyyyətini Birja Palatası idarə edir.

Birjadakı kurslar birjanın dövlət komissarları tərəfindən rəsmi qeydə alınır. Kapitalı bir milyon isveç frankına çatmayan firma və kompaniyaların qiymətli kağızları birjaya qəbul edilmir. Ölkə bazarında istiqrazlar üzrə olan əməliyyatlar əsasən nağd pulla aparılır. Birja xüsusiyyətli əməliyyatlar yalnız İsveçrənin milli və ya kliring banklarının bon köçürmələri vasitəsilə ilə həyata keçirilir [55, 92].



İsveçrənin fond bazarında nüfuzuna və əhəmiyyətliyinə görə ikinci yeri Syurix birjası tutur. Burada həmçinin birja satışına çıxarılmayan kağızların paralel bazarı da fəaliyyət göstərir. Bu bazar birja qaydalarına əsasən fəaliyyət göstərsə də, lakin burada müvafiq qaydalara riayət və nəzarət proseduru digərlərinə nisbətən o qədər də mürəkkəb deyildir. Syurix birjasında 2,5 min növ qiymətli kağız (müxtəlif növlü 2000 istiqraz və 400 səhm) dövriyyədədir. Xarici emitentlərin qiymətli kağızlarının və istiqrazlarının payı birjada 30% - 40% nisbəti arasındadır.

İsveçrənin fond birjaları dövlət müəssisəsi olub, yerli qurumlar, kantonlar tərəfindən yaradılır. Digər qərb ölkələrindən fərqli olaraq birjaların idarə edilməsi aşağıdakı orqanlar tərəfindən həyata keçirilir: Fond Birjaları Asossasiyası, Birja Komissiyası, Birja Orbitraj Tribunalı. Bu qurumlar sistemində ən ali orqan Fond Birjalrı Asossasiyasıdır. Həmin orqan birjaların iş və fəaliyyət rəqlamentini, səhm və istiqazların satışa buraxılma şərtini müəyyən edir.

2.7. Hollandiya

Amsterdam fond birjası (Amsterdam Stock Exchange) 1611-ci ildə yaradılmış və dünyanın ən qədim birjası kimi tanınmaqdadır. Birja dünyada bazar kapitallaşması səviyyəsinə görə ənənəvi yer tutmasına baxmayaraq, lakin burada bir sıra iri və nüfuzlu şirkətlərin, kompaniyaların səhmlərinin dövriyyəsi üstünlük təşkil edir.

“Royal Dutch Petroleum”un qiymətli kağızlarının payı ümumi bazar kapitallaşmasında 26%-i təşkil etdiyi halda, digər beş aparıcı kompaniyanın (“Royal Dutch”, “Philips”,



”Unilever”, ”Robeco” və “Nationale Nederlander”) müvafiq qiymətli kağızlarının xüsusi çıxışı Amsterdam fond birjasında 47%-ə bərabərdir [35].

Amsterdam fond birjası dünyada ən beynəlmiləşmiş birjası hesab olunduğuna görə, onun satış siyahısına daha çox xarici emisiyalar yönəldilir. “Pirelli Tire” (İtaliya) və “Poli Gram” (Almaniya) kimi şirkətlər 2000-ci ildən yeni emisiya səhmlərinin satışı ilə bağlı geniş təkliflərlə birjada çıxış etməkdədir. 1980-cı ildən başlayaraq Amsterdam fond birjası ABŞ-ın firma və şirkətlərinin səhmlərinin birbaşa ticarətini də yerinə yetirməkdədir. Amsterdam birjası Hollandiya Qiymətli Kağızlar Bazarında qiymətli kağız ixracı və alış-satışının aparıldığı yeganə nizamlı bazarı əhatə edən birjadır. Müasir Amsterdam birjası Frankfurt, Paris, London fond birjalari ilə rəqabət aparan bir maliyyə mərkəzi kimi də tanınmaqdadır.

2.8. Kanada

Kanadada beş fond birjası fəaliyyət göstərir: Monreal, Toronto, Vankuver, Kalqari, Vinnipeq. Ölkədə qiymətli kağızlar üzrə ümumi birja dövriyyəsinin 90%-i Monreal və Toronto birjalarının payına düşür. Kanadada birja əməliyyatlarının fəallaşması – kapitalın ölkə daxilindəki iqtisadi bazasını möhkəmləndirməklə, təsir dairəsinin ölkə sərhədlərindən kənara çıxmasına, xüsusilə ABŞ məkanında genişlənməsinə səbəb olmuşdur [42; 44]. Sənaye şirkətlərinin maliyyə təminatı yalnız bank sferası hesabına deyil, eyni zamanda qiymətli kağızlar bazasının pul vəsaitləri hesabına, xüsusən də birjalar vasitəsilə səfərbər olunmaqla formalaşır.



2.9. Yaponiya

Yaponiya birja şəbəkəsi özündə doqquz birjanı birləşdirir (Tokio, Osaka, Nahoya, Kioto, Kobe, Xirosima, Fukuoka, Nihata, Sapporo). Onlardan ən irisi Nyu-York və London fond birjalarından sonra dünyada üçüncü yeri tutan Tokio birjasıdır (TOKYO Stock Exchange). Tokio fond birjasının nüfuzu 1960-cı illərin ortalarında yüksəlməyə başlamışdır. Buna səbəb Yaponiyanın “Dzaybaçu” inhisar kapitalının ölkə daxilindəki mövqeyini bərpa edərək, Amerika və Qərbi Avropa kapitalı ilə rəqabət aparması olmuşdur. Ölkə iqtisadiyyatındakı yüksək inkişaf meyli və bazarda pul əmanət normasının artımı Yaponiyada XX əsrin ikinci yarısından başlayaraq birja əməliyyatlarının geniş şəkildə həyata keçirilməsinə imkan yaratmışdır.



Yaponiyada fond birjaları səhmdar cəmiyyətləri təşkilatı-hüquqi formasında təşkil olunub, milli qanunvericilik əsəsindəki nizamnaməyə uyğun fəaliyyət göstərirlər. Birjaya rəhbərliyi onun üzvləri tərəfindən gizli səsvermə yolu ilə seçilən idarə heyyyəti həyata keçirir. Birjada vasitəçi rolunda brokerlər çıxış etsədə, lakin onlar öz xeyrinə birja sövdələşməsi apara bilməzlər. Xarici hüquqi şəxslər

ölkədə qeydə alındıqdan sonra fond birjaları üzvlüyünə qəbul oluna bilirlər (yaşadığı yeri bildirməklə 66 milyon ABŞ dolları həcmində kapitalla və hər il 10 milyon dollarlıq xalis gəlirə malik olmaq şərtilə). Tokio fond birjasına xarici kompaniyaların səhmləri 1973-1974-cü illərdən başlayaraq buraxılmışdır [36].

Yaponiyanın fond birjaları özünüidarəetmə prinsipi ilə işləyən müəssisə olub, qiymətli kağızların satışı üzrə şərtləri müəyyən etmək hüququna malikdir. Tokio, Osaka və Nahoya birjalarının hər birində iki fond bazarı mövcuddur: birincisi ən iri və məşhur yapon şirkətlərinin qiymətli kağızlarının, ikincisi isə nisbətən böyük şirkətlərin qiymətli kağızlarının satışını təşkil edir. Birjalarda eyni zamanda satışa buraxılmayan kağızların paralel bazarı da fəaliyyət göstərir. Fond birjalarının üzvləri broker firmalarıdır. Broker firmaları Maliyyə Nazirliyi tərəfindən verilən səlahiyyətlərə uyğun olaraq birja əməliyyatları həyata keçirirlər. Onlar həm öz nümayəndələri vasitəsilə müştərilərinin adından, həm də faydalarına görə öz hesablarına qiymətli kağızların alqı-satqısını həyata keçirirlər.

Ölkədə eyni zamanda birja üzvlərinin sifariş və təkliflərini qeydə alan, bunun əsasında qiymətli kağızların kursunu müəyyən edən xüsusi vasitəçi firmalar da fəaliyyət göstərir. Yaponiyada satışa buraxılan səhmlər kəmiyyət və keyfiyyətə rəqlamentləşdirilir.

1948-ci ildə Yaponiyada ABŞ-ın tənzimləmə modelinə oxşar “Qiymətli kağızlar və birjalar üzrə Komissiya” yaradılmışdır. 1951-ci ildə “Qiymətli kağızlar və birjalar üzrə Komissiya” ləğv edilərək, onun səlahiyyətləri Maliyyə Nazirliyinə keçmiş və nazirliyin nəznində “Qiymətli Kağızlar və Birjalar üzrə Şura” təşkil olunmuşdur. Şura əsasən bu sahədə qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsinə dair təklif və tövsiyələrin hazırlanması ilə məşğul olmuşdur.

Yaponiyanın fond bazarında 1990-1991-ci illərdə baş verən böhran nəticəsində insayder informasiyalarından istifadə edilərək ticarət və qiymətlərlə bağlı manipulyasiya sahəsində ciddi pozuntular halları aşkar edilmişdir. Bu da 1992-ci ildə Maliyyə Nazirliyi ya-

nında “Qiymətli Kağızlar və Birjalar üzrə Komissiya”nın yenidən təşkilinə səbəb olmuşdur. Artıq bu komissiya həm bazarın monitorinqi, həm də nəzarət funksiyasını həyata keçirməyə başlamışdı. 1998-ci ildə Yaponiyada maliyyə sisteminin liberallaşması nəticəsində maliyyə holdinqlərinin yaradılmasına icazə verilmiş və banklar kollektiv investisiya alətləri ilə ticarət etmək hüququnu əldə etmişlər. Həmçinin, qiymətli kağızlar üzrə şirkətlər dövlət lisenziyası olmadan broker fəaliyyəti ilə məşğul olmaq hüququ qazanmışlar. Bununla yanaşı banklar və qiymətli kağızlar üzrə şirkətlər arasındakı sədlər aradan qaldırılmış və qeyri-rezidentlərin listinq şirkətlərinin 10%-dən artıq səhmlərinə sahib olmamaq məhdudiyyəti ləğv edilmişdir [37].

Ölkədə 1998-ci ildə Maliyyə Nazirliyinə təbə olmayan “Maliyyə nəzarəti Agentliyi” yaradılmışdır. Maliyyə Nazirliyi ölkədə maliyyə siyasətinin formalaşması və bütünlüklə valyuta siyasəti də daxil olmaqla beynəlxalq maliyyə münasibətlərinin əlaqələndirilməsini, Agentlik isə maliyyə sisteminə nəzarəti həyata keçirir. “Maliyyə nəzarəti Agentliyi” birbaşa ölkənin Baş Nazirinə təbə olan təşkilatdır.

2.10. Türkiyə

Türkiyədə ilk rəsmi birja 1973-cü ildə fəaliyyətə başlamışdır. İstanbul fond birjasının 1941-1981-ci illər ərzində heç bir fəaliyyəti olmasada, o 1985-ci ildən yenidən rəsmi olaraq fəaliyyətə başlamışdır. Birjaya üzv olanlar Sərmayə Bazarı Qurumundan səlahiyyət sənədi alır. Və bu üzvlər aşağıdakılardan ibarətdir:

- ❖ İnvestisiya bankları;
- ❖ Kommersiya bankları;



- ❖ Vasitəçi qurumlar;
- ❖ İstanbul fond birjasının orqanları aşağıdakılardır:
- ❖ Birja üzvlərinin ümumi iclası;
- ❖ İdarə heyəti;
- ❖ Təftiş qurumu;

İdarə heyəti bir sədr və dörd üzvdən ibarətdir. Təftiş qurumu birjanın fəaliyyətinə nəzarət edən orqandır.

2.11. Rusiya

Digər ölkələrdə olduğu kimi Rusiya Federasiyasının fond bazarı da ilkin və ikinci dərəcəli bazar-dan ibarət olub, onlar alət və sövdələşmənin növlərinə görə fərqlə-nirlər. Fond bazarının inkişafının başlanğıc dövründə qiymətli ka-ğızların az saylı növlərinin ilkin yerləşdirilməsi və ikinci dərəcəli dövriyyəsi Rusiyada əsasən fond və əmtəə birjalarında baş vermiş-dir. İlkin birjadan kənar bazarın yaranması 1992-ci ildə dövlət özəlləşdirmə çəklərinin dövriyyə-yə buraxılması ilə bağlı olmuşdur. Hazırda səhmlərin və korporativ istiqrazların ilkin birjadan kənar yerləşdirilməsi ya birbaşa emitent tərəfindən, ya da bazarın professional iştirakçısı olan vasitəçi fir-malar tərəfindən həyata keçirilir. Bununla yanaşı qiymətli kağızla-rın ilkin birjadan kənar yerləşdirilmə prosesi Moskva Banklararası Valyuta Birjası vasitəsilə təşkil edilir.

Rusiyada qiymətli kağızların ikinci bazarı kimi birja və birja-dankənar bazarlar önəmli rol oynayır. Ölkənin əsas ikinci birjadan kənar bazarı Moskvanın, Sankt-Peterburqun, Ekaterenburqun, No-vosibirskinin birjadankənar bazarlarını vahid şəbəkədə birləşdirən



Rusiya Ticarət Sistemidir (RTS). RTS broker və diler təşkilatlarından – Fond Bazarının Milli Assosiasiyasının üzvlərindən ibarətdir.

Rusiyada qiymətli kağızlar üzrə aparılan əməliyyatların böyük hissəsi RTS fond birjasında, Moskva Fond Birjasında, Moskva Banklararası Valyuta Birjasında həyata keçirilir. Ölkə birjalarında səhmlərin illik dövriyyəsinin həcmi və həyata keçirilən sövdələşmələrin sayı inkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan (Çənubi Şərqi Asiya ölkələri, Türkiyəyə və s.) ölkələrlə müqayisədə 100 dəfədən də aşağıdır [39; 54].

Rusiya Federasiyasının fond bazarının tənzimlənməsi özündə həm dövlət tənzimlənməsini, həm də bazarın özünütənzimlənməsini və ictimai tənzimləməni nəzərdə tutur. Ölkədə bazarın tənzimlənməsi aşağıdakı məsələlərin həllinə istiqamətlənmişdir:

- ❖ Bazar iştirakçıları üçün normal fəaliyyət şəraitinin yaradılması;
- ❖ Bazar iştirakçılarının qeyri-qanuni fəaliyyətinin qarşısının alınması;
- ❖ Qiymətli kağızların qiymətlərinin tələb və təklif əsasında meydana gəlməsinin təmini;
- ❖ Sahibkarlıq fəaliyyəti üçün stimül yaradan və hər bir riskin adekvat olaraq mükafatlandırılmasını nəzərdə tutan effektiv bazarın yaradılması;
- ❖ Ölkədə iqtisadi inkişafın sürətlənməsinə yönəlmiş tədbirlərin həyata keçirilməsi (iqtisadiyyatın artım tempinin yüksəlməsi, işsizlik səviyyəsinin azalması və s.).

Rusiyanın fond bazarının fəaliyyətini tənzimləyən əsas hüquqi-normativ sənədlərə aşağıdakılar aid edilir:

- ❖ “Rusiya Federasiyasının vətəndaş kodeksi” (1995- 1996);
- ❖ “Bank və bank fəaliyyəti haqqında” qanun (1990);
- ❖ “Rusiya Federasiyasının mərkəzi bankı haqqında” qanun (1995);
- ❖ -“Dövlət və bələdiyyə təşkilatlarının özəlləşdirilməsi haqqında” qanun (1991);
- ❖ “Əmtəə birjası və birja ticarəti haqqında” qanun (1992);
- ❖ “Səhmdar cəmiyyətləri haqqında” qanun (1996);

- ❖ “Qiymətli kağızlar bazarı haqqında” qanun (1996);
- ❖ “Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı haqqında” prezidentin əmrləri;

❖ Dövlət qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və tənzimlənməsinə dair hökumətinin qətnaməsi və s.

Rusiya fond bazarının tənzimlənməsini həm dövlət orqanları, həm də özünütənzimləmə təşkilatları həyata keçirir. Qiymətli Kağızlar bazarı üzrə Federal Komissiya (QKFK) 01.06.1996-cı ildə yaradılmışdır. Komissiya qiymətli kağızlar bazarı sahində dövlət siyasətinin aparılması, qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının fəaliyyətinə nəzarət, investorların, səhmdarların hüquqlarının təmin edilməsi üzrə federal orqandır. Rusiyanın Maliyyə Nazirliyi həm də bazarda federal səviyyədə dövlət qiymətli kağızların buraxılması üzrə bütün funksiyaları yerinə yetirən dövlət qurumu kimi çıxış edir [39]. Nazirlik bazarda aşağıdakı fəaliyyət istiqamətlərini həyata keçirir:

- ❖ Əməliyyatların həyata keçirilməsi qaydalarını qəbul edir;
- ❖ Qiymətli kağızlarla əməliyyat aparma hüququna malik mütəxəssislərin atestasiyasını keçirir;
- ❖ İxtisas atestatlarının isitifadəsinə nəzarət edir;
- ❖ Bazar üzrə sanksiyaları müəyyənləşdirir;
- ❖ Qiymətli kağızların buraxılışı üzrə qeydiyyat aparır;
- ❖ Rusiya Mərkəzi Bankı ilə birgə dövlət qiymətli kağızlarının buraxılışını və dövriyyəsinə tənzimləyir;
- ❖ Ölkədə qeydiyyatdan keçmiş qiymətli kağızların vahid registri aparır və onun nəşrini təmin edir.

Rusiyanın Mərkəzi Bankı qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçısı olub, eyni zamanda bazarın tənzimlənməsinə məsul digər dövlət orqanıdır. Mərkəzi Bank dövlət qiymətli kağızlarının bazarda ilkin yerləşdirilməsini həyata keçirərək, maliyyə brokeri qismində çıxış edir və dövlət qiymətli kağızlarının ikinci bazarını formalaşdırır. Bankın əsas funksiyalarına aşağıdakılar aiddir:

- ❖ Bankların bazarda əməliyyat aparma qaydalarının müəyyən edilməsi;

❖ Bankların qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatlarına nəzarət və onların tənzimlənməsi;

❖ Qiymətli kağızlarla əməliyyatların aparılması üçün bank mütəxəssislərinin attestasiyası;

❖ Bankların qiymətli kağızlarının buraxılmasının qeydiyyatı;

❖ Dövlət qiymətli kağızlarının dövryyəsi və buraxılışının tənzimlənməsi (Maliyyə nazirliyi ilə birlikdə);

❖ Bankların qiymətli kağızlarının reystrinin aparılması.

Rusiyanın fond bazarında özünütənzimləmə funksiyalarını yerinə yetirən təşkilatların da rolu yüksəkdir. Ölkə qanunvericiliyinə uyğun olaraq, fond bazarının özünütənzimlənməsini həyata keçirmək üçün aşağıdakı formalarda təşkilatlar yaradıla bilər:

❖ Assosiasiyalar;

❖ Peşəkar ittifaqlar;

❖ Peşəkar ictimai təşkilatlar.

Rusiyada müvafiq tənzimləyici təşkilatların fəaliyyətinə nəzarəti Qiymətli kağızlar bazarı üzrə Federal Komissiya həyata keçirir.

Müasir Avropada fond bazarlarının dövlət tənzimlənmə siyasətinin vahid modelinin formalaşması burada bazarların birləşməsi nəticəsində vahid bazarın yaradılması prinsipinə əsaslanır. Avropa tənzimlənmə sistemi investorların maraqlarının qorunması və bazarda qanunvericiliyin gözlənilməsinə nəzarətin təmin edilməsi baxımından daha çox fərqlənir. Bu bazarda liberal yanaşması üstündür, həmçinin tənzimlənmə sistemində baş verən dəyişikliklərə görə ABŞ-ın qanunvericiliyinə və təcrübəsinə yaxınlaşma meylı hiss olunur. Avropada ABŞ-dan fərqli olaraq, real sektorunun inkişafı üçün istiqamətlənən investisiyalar bank sektorunda formalaşır. Avropada universal bank modeli, yəni investisiya əməliyyatlarını (qiymətli kağızlarla əməliyyatlar, qiymətli kağızlar portfelinin idarə olunması) kommersiya bankları vasitəsilə həyata keçirmək istiqamətini nəzərdə tutan model mövcuddur. Avropa dövlətlərində qiymətli kağızların buraxılışı üzrə informasiyaların açıqlanması, qiymətli kağızların peşəkar iştirakçılarının

fəaliyyətinin təşkili və tənzimlənməsi kimi sahələrdə də ABŞ təcrübəsinə yaxınlıq nəzərə çarpır.

Son dövrlərdə ABŞ, Yaponiya və Qərb ölkələrində birja ticarətinin inkişafı elektron və möhtəkirlik əməliyyatlarının genişlənməsi, birjaların birləşməsi əsasında getməkdədir. Belə ki, ABŞ-da 13 fond birjasından 8-i qalmışdır. Ölkədə Çikaqo, Sent-Luis, Klivlend, Minneapolis, Sent-Pol və Yeni Orlean birjalarının birləşməsi nəticəsində orta Qərb fond birjası, Los-Anceles və San-Fransisko fond birjalarının bazasında isə Sakit okean birjası yaranmışdır. İngiltərədə bütün regional birjalar London fond birjasına tabe olub, praktiki olaraq qiymətli kağızlar üzrə bütün əməliyyatları onun vasitəsilə həyata keçirirlər. Almaniyada mərkəzi Frankfurt birjasının adı dəyişdirilərək Alman birjası olmuş, lakin ölkədə regional birjaların sayı dəyişilməz qalmışdır. İsveçdə 1996-cı ildə Syurix, Bazel və Cenevrə birjalrı İsveçrə fond birjasında (Syurix şəhəri) birləşmişdir. Fransada 2000-ci ildə qiymətli kağızların listing və ticarət əməliyyatlarının aparılma səlahiyyəti Paris fond birjasına verilmişdir. Yaponiyada birjaların sayı dəyişməz qalsada, lakin qiymətli kağızlar üzrə birja dövriyyəsinin 80%-i Tokio birjasında həyata keçirilməkdədir.

ÜÇÜNCÜ FƏSİL

AZƏRBAYCANDA MALİYYƏ-FOND BAZARININ İNKİŞAF MƏRHƏLƏLƏRİ

3.1. Azərbaycanca fond bazarının ilkin təşəkkül dövrü

Azərbaycanda XIX əsrin sonunda bazar münasibətlərinin inkişafının canlanması hiss olunurdu və bu daha çox Bakı və onun ətrafında nəzərə çarpıdı. Belə ki, 1883-cü ildə Tiflisdən Bakıya qədər dəmir yolunun tikilməsi və 1900-cü ildə dəmir yolunun Cənubi Qafqaz dəmiryol magistralı vasitəsilə Ümumrusiya şəbəkəsinə qoşulması böyük əhəmiyyətə malik idi. Həmçinin Xəzərdə dəniz ticarətinin genişlənilməsi əhəmiyyətli rolu oynadı. XIX əsrin sonundan etibarən Bakı böyük dəmir yol qovşağı və Xəzər sahilində böyük porta sahib şəhər idi. Bakı ərazisində neft hasilatı inkişaf edir. 1872-ci ilə qədər burada neft hasilatı kiçik həcmdə idi. 1872-ci ildən burada birinci böyük sənaye müəssisələri meydana çıxır, primitiv neft quyuları qazma quyuları ilə əvəz olunur, qazmada buxar mühərrikləri tətbiq edilməyə başlanır. Yüksək gəlirin olması Bakının rayonunun neft sənayesinə yerli və xarici kapitalları cəlb edir. 1872-ci ildə 26 min tondan 1901-ci ildə 11 milyon t-a qədər artdı. XX əsrin əvvəlində Bakıda neft hasilatı dünya neft hasilatının 50 %-ni təşkil edirdi. Digər tərəfdən, sənaye sahələrinin, əsasən də yeyinti, yüngül sənayenin inkişafında müsbət meyllər baş verirdi. Bütün bu və digər amillər artıq Bakıya iş adamlarının diqqətinin yönəlməsi baxımdan mühüm səbəblər hesab olunurdu

[https://az.wikipedia.org/wiki/Azərbaycan_iqtisadiyyatı].

Qeyd edilən bütün bu kimi təsirlər artıq Azərbaycanda yeni maliyyə-fond bazarının formalaşmasını şərtləndirirdi. Azərbaycanda fond bazarının təşəkkül tarixi XX əsrin əvvəlləri ilə sıx bağlı olmuşdur. Belə ki, bu dövrdə bazar münasibətlərinin inkişafı üçün əlverişli mühtin yaranması, Bakıda və digər bölgələrdə neft və digər xammal resurslarının istismarının güclənməsi əslində sənaye

və digər sahələrin inkişafına təkan vermişdi. Məhz bu sahələrdən biri kimi maliyyə-fond bazarının formalaşması diqqəti xüsusilə cəlb edirdi. Azərbaycanda ilk səhmlər 1913-cü ildə Bakı Tacir Bankının nizamnaməsinin təsdiq edilməsi ilə dövrüyyəyə buraxılmışdır. Bankın əsas səhmdarları Azərbaycanın tanınmış sahibkarları-şuranın sədri H.Z.Tağıev, üzvləri M.Ş.Əsədullayev, M.Nağıyev, M.Muxtarov və başqaları olmuşlar. XX əsrin ilk iki onilliyində Bakıda bir sıra səhmdar cəmiyyətləri fəaliyyət göstərmişdir. Bu cəmiyyətlərin əksəriyyəti neft istehsalı, emalı və ticarəti ilə məşğul olurdu. Onlardan “Neft məhsulları səhmdar cəmiyyəti”, “Bül-Bülə neft və ticarət səhmdar cəmiyyəti”, “Balaxanı-Zabrat neft istehsalı səhmdar cəmiyyəti” və digərləri xüsusilə fərqlənirdi. “Yeni-Bakı neft emalı zavodu”nun, “Bakı Tacir Bankı”nın və digər bu kimi şirkətlərin səhmləri Moskvanın, Sankt-Peterburqun və Russiyanın digər iri şəhərlərinin fond birjalarında satışa çıxarılırdı. XIX-XX əslərdə Azərbaycanda iri Rusiya banklarının Bakı filialları fəaliyyət göstərmişdir. Bunlar arasında Sankt-Peterburq Dövlət Bankının (1874-1920), Sankt-Peterburq Beynəlxalq Komersiya Bankının (1868-1920), “Voljsk-Kams” KB (1870-1920), Rusiya Xarici Ticarət KB (1871-1919), “Rusiya Sənaye ticarət” KB (1890-1920), “Şimal” KB (1901-1910), “Rusiya Asiya” KB (1910-1920), “Azov-Don” KB (1877-1920) və digərlərinin filallarını göstərmək olar. Mövcud inkişaf tendensiyası müəssisə və təsərrüfatların qiymətli kağızlarının fond birjaları vasitəsilə alqı-satqısı prosesinin təşkilini sürətləndirir, həmçinin yerli müəssisələrin qiymətli kağızlarının xaricə çıxmasına stimül yaradırdı. Hələ 1900-cü ilin “Kaspi” qəzetinin səhifələrində veksəl islahatı haqqındakı məqalələrdə qiymətli kağızların o zaman geniş istifadəsi və la-büdlüyünü təsdiq edən maraqlı məlumatlar dərc olunmaqda idi. Həmin dövrdə “Bakı Tacir Bankı” və Bakıda fəaliyyət göstərən digər banklar tərəfindən veksellər və faiz kağızları dövrüyyəyə buraxılmışdır. Veksellərdən ödəniş prosesində və borc münasibətlərinin formalaşmasında geniş istifadə olunurdu. Veksəl bazarı Azərbaycan Demokratik Respublikası dövründə də inkişaf etmiş, lakin So-

vet hakimiyyəti dövründə məhdudlaşdırılmışdır. Sovet Azərbaycanında bütün MDB məkanında olduğu kimi dövriyyədə olan əsas qiymətli kağızların uduşlusu dövlət istiqrazları olmuşdur.

Azərbaycanda Sovet Mərkəzi İcra Komitəsinin 1917-ci il 23 dekabr tarixli sərəncamı ilə qiymətli kağızlarla əməliyyatlar qadağan edilmiş, 1918-ci ilin yanvar ayında isə çar hökumətinin və Müvəqqəti hökumətin bütün daxili və xarici borcları, eləcə də öhdəlikləri ləğv olunmuşdur. Bununla da faktiki olaraq, qiymətli kağızlar bazarı öz fəaliyyətini dayandırmışdır.

3.2. Fond (qiymətli kağızlar) bazarının inkişafında sovet dövrü

SSRİ-də qiymətli kağızlar bazarı 1922-ci ildə Yeni İqtisadi Siyasətə keçidlə əlaqədar yenidən dirçəlmiş - səhmdar cəmiyyətlərinin meydana çıxması ilə korporativ qiymətli kağızlar bazarının inkişafına təkan vermişdir. Elə həmin il SSRİ-də birinci uzunmüddətli istiqrazlar buraxılmış və bu qiymətli kağızların dövriyyə müddəti 11 il olmuşdur. Ümumiyyətlə, SSRİ dövrünün qiymətli kağızlar bazarı prinsipcə inkişaf etmiş ölkələrin analoji bazarlarındən zəif olması ilə fərqlənirdi.

Sovet hökumətinin sosialist təsərrüfat fəaliyyətinin formalaşdırılmasına doğru yürüdüüyü maliyyə siyasəti ölkədə 1930-cu illərdən bağlayaraq mövcud olmuş “NEP (Yeni İqtisadi Siyasətin)” fəaliyyətini dayandırmaqla yanaşı, həm də artıq o dövr üçün kommersiya kreditlərinin və büdcənin maliyyə ehtiyaclarının qarşılınması kimi problemləri də aradan qaldırdı. Makro və miro səviyyədə maliyyələşmənin əsas mənbəyi sosialist iqtisadi sisteminə uyğun olan istiqamətlərdən formalaşmağa və bu sistemə uyğun olaraq da dövr etməyə başladı. Xüsusilə, 1940-1950-ci illərdə SSRİ-nin zəruri maliyyə resurslarına ehtiyacının qarşılınması üçün hökumət müasir qiymətli kağızların müəyyən funksiyasına icra edən “dövlət istiqrazları”-nı buraxmışdı [64]. Bu istiqrazlar həmin

dövrün iqtisadi və müharibə ilə bağlı yaranmış sosial-ictimai vəziyyətin mülayimləşdirilməsi ilə bağlı həyata keçirilən iqtisadi siyasətin bağlaca tərkib hissəsi kimi fərqlənirdi. Sovet dövrünün bu qiymətli kağızlarının əsas fərqləndirici xüsusiyyətləri ondan ibarət idi ki, onlar:

- ❖ Sovet istiqrazları bazar münasibətlərinin təbiətinə uyğun olamayaraq, fond bazarı vasitəsilə satılmır və ya yerləşdirilmirdi;

- ❖ Bu kağızlar əhali arasında daha çox “məcburi” qaydada paylaşırdı;

- ❖ Təsərrüfat subyektləri bu kağızlardan öz maliyyə-investisiya fəaliyyəti ilə bağlı istifadə imkanlarına malik deyidi;

- ❖ Həmin dövrün qiymətli kağızları üzrə müəyyən olunmuş gəlir və ya dividendlər (faizlər) siyasi məqsədlərə uyğun olaraq daha çox təxirə salınır, və istiqrazlara malik olan şəxslər isə onlardan gözlənilən faydanın əldə olunmasına kifayət qədər zəmanətli yanaşmırdı.

SSRİ də 1961-ci ildən başlayaraq, dövlət tərəfindən buraxılan istiqrazların fəlsəfi mahiyyəti sosialist iqtisadi münasibətlərinin təbiətinə uyğun gəlsədə [65], lakin bu kağızların aşağıdakı üstün cəhətləri də var idi:

- ❖ Bu kağızlar dövlətin verdiyi zəmanət şərtlərinə uyğun satılırdı;

- ❖ Həmin kağızlar müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin maliyyə-investisiya fəaliyyətinin həyata keçirilməsinə xidmət etməsə də, lakin əhalinin maddi vəziyyətinin yaxşılaşdırılmasına yönəlidi;

- ❖ Dövrün istiqrazları müəyyən edilmiş dividendlərin (faizlərin) verilməsini təmin etməklə, artıq, əhali arasında xüsusi inama malik idi;

- ❖ Dövrün istiqrazları sovet əhalisinin əldə edə bilmədiyi və ya əldə edə bilməsindən qorxduğu “difisist” malların, əşyaların, mülklərin (qızıl-zinət, mebel, avtomobil, kooperativ mənzil və s.) alınmasında əsas körpü və ya qərant rolunda çıxış edirdi.

Lakin, 1980-cı illərin ikinci yarısından başlayaraq SSRİ-də siyasi və iqtisadi mühitin gətdikcə pisləşməsi, dövlətin idarəedilməz vəziyyətə gəlməsi digər sahələrdə olduğu kimi qiymətli kağızlar bazarındada durumu kəskinləşdirdi. Bütün bu kimi səbəblərdən artıq

sovet müstəqil respublikalarında qiymətli kağızlar üzrə öhdəliklərin icra vəziyyəti dayandırılmaqla, bu sahəsində aparılan siyasət islahatları özünü doğrultmadı. Nəticə etibarı ilə digər sovet müttfiq respublikalarında olduğu kimi Azərbaycandada əhalinin əlində olan külli miqdarda dövlət istiqrazları dəyərsiz halına gəldi. Və insanlar illər boyu qənaət edib, yığdığı pul və maliyyə vəsaitlərini itirdi. Təbii ki, belə vəziyyət isə uzun müddət, hətta müasir günədək digər keçmiş sovet xalqları kimi, Azərbaycan xalqının da qiymətli kağızlar bazarına olan inamını əsaslı surətdə sarsıtmış oldu.

3.3. Azərbaycan Respublikasında müasir fond bazarının təşkili və inkişafı

1980-ci illərin sonu 1990-cı illərin əvvəllərində Şərqi Avropa və keçmiş sovet məkanında baş verən siyasi transformasiyalar planlı iqtisadiyyatdan bazar iqtisadiyyatına keçidi şərtləndirmişdir. Bu keçid özəl mülkiyyət və azad sahibkarlıq prinsiplərinə əsaslanan yeni iqtisadi-hüquqi münasibətlər sisteminin yaradılmasını tələb edirdi ki, bu hüquqların təminatı vasitələrindən biri də məhz qiymətli kağızlar idi. Təsədüfi deyil ki, oxşar siyasi-iqtisadi tarixə malik digər ölkələrdə olduğu kimi Azərbaycanda da yeni iqtisadi modelin hüquqi əsasını formalaşdıran ilk qanunvericilik aktlarının sırasında hələ 1992-ci ildə qəbul edilmiş “Qiymətli kağızlar və fond birjaları haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunu da var idi.

Lakin bütün bunlara baxmayaraq, Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişafı üçün əsas 1991-1992-ci illərdə qoyulsada, həmin dövrdə sektorun nəzərdə tutulan inkişafı təmin olunmadı. Hüquqi-normativ, fəaliyyət və tənzimləmə mexanizminin zəif və qeyri-təkmil səviyyədə olması, bu mühüm sahənin lazımı şəkildə formalaşmamasına səbəb oldu. Həmçinin, 1992-1995-ci illərdə ölkə iqtisadiyyatında baş verən qeyri-stabil vəziyyət, güclü inflyasiya prosesləri, iqtisadi-idarəetmə sisteminin qeyri-səmərəliliyi bu bazarın dağınılığına səbəb olmaqla, ölkənin ehtiyac duyduğu zəruri

daxili investisiya mənbələrinin itirilməsinə gətirib çıxartdı. Müvafiq dövrdə müxtəlif adlar altında fəaliyyət göstərən maliyyə, fond, əmtəə bazarı, birjalar və institutlar (“Vahid” bank, “Xəyal” bank, “Bakı investisiya birjası” və s.) xeyriyyə yönümlü siyasət yeritsə də onlar daha çox maliyyə-fond bazarı təsəvvürü yaratmaqla fiziki və hüquqi şəxslərin vəsaitini cəlb edirdi [62]. Belə birja və fondların iqtisadi və hüquqi baxımdan əsaslandırılmış bazisi və inkişaf perspektivi olmadığı üçün, bu qurumlar tez bir zamanda “müflisləşdilər” və ciddi sosial-iqtisadi problemlər yaratmış oldular. Eyni ssenarili proseslər, hadisələr həmin dövrlərdə MDB ölkələrində də baş verməkdə idi. Bütün mövcud neqativ meyillər ölkədə sosial-iqtisadi problemləri dərinləşdirməklə, vətəndaşların fond bazarlarına, banklara olan inamına, etibarına ciddi mənfi təsir göstərmiş oldu.

Ölkədə 1990-cı illərin əvvəllərində mövcud olan hərbi, siyasi və sosial-iqtisadi şərait də fundamental iqtisadi islahatların həyata keçirilməsi, o cümlədən maliyyə və fond bazarlarının fəaliyyəti üçün zəruri mühiti təmin etmirdi. Yalnız 1993-cü ildə ulu öndər Heydər Əliyevin xalqın iradəsi ilə hakimiyyətə qayıdışından sonra qısa bir müddətdə hərbi, siyasi sabitlik təmin edildi və bu əsasda da radikal iqtisadi islahatlara başlanıldı.

İqtisadi artımın və istehsal potensialının bərpası iqtisadiyyatın müxtəlif sektorlarında kapitallaşma səviyyəsinin artırılmasını, eyni zamanda onların müasir istehsal bacarıqları və vərdisləri əsasında yenidən təşkilini zəruri edirdi. Bu tələbatın təmin edilməsi üçün ölkədə özəl sahibkarlığın inkişafı və əlverişli investisiya mühitinin formalaşdırılması üçün həyata keçirilən təşəbbüslər genişləndirildi. Belə bir şəraitdə Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarı da iqtisadi transformasiya proseslərinin əsas iştirakçılarından biri kimi çıxış edirdi. 1995-ci ildə özəlləşdirmənin birinci mərhələsinə start verilməsi ilə səhmlərin buraxılışı və tədavülünə dair ilkin hüquqi münasibətlər, habelə Aukşion Mərkəzi, “Mülk” Milli Depozit Mərkəzi kimi özəlləşdirmə prosesləri üçün zəruri infrastrukturunu təmin edən və müəyyən mənada fond bazarı təsisatları funksiyalarını da-

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

1991-ci ildə təşkil olunan Bakı Qiymətli Kağızlar Birjası Azər-baycan Respublikasının yeni yaranan qiymətli kağızlar bazarında ilk birja olmuşdur. “Dövlət qısamüddətli istiqrazların buraxılması haqqında” Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin qərarı tətbiq edildikdən sonra dövlət qiymətli kağızlar bazarı fəaliyyətə başlamışdır.

Qapalı tipli səhmdar cəmiyyəti olan Bakı Banklararası Valyuta Birjası 21 iyun 1993-cü ildə Azərbaycan Respublikasının beş ən iri bankı tərəfindən təsis edilmişdir. Bu banklar Azərbaycan Respubli-kası Milli Bankı, Sənaye İnvestisiya Səhmdar Kommersiya Bankı, Aqrar - Sənaye Səhmdar Kommersiya Bankı, Azərbaycan Respub-likası Beynəlxalq Bankı və Səhmdar Kommersiya Əmanət Bankları olmuşdur [24].

Müasir Azərbaycan dövlətçiliyinin bütün fundamental ele-mentləri kimi yeni iqtisadi sistemin, o cümlədən qiymətli kağızlar bazarının da formalaşması Heydər Əliyevin adı ilə sıx bağlıdır. Azərbaycan dövlətçiliyinin dayanıqlı özüllərinin əsası bu şəxsin qətiyyətli və uzaqgörən siyasəti nəticəsində qoyulmuşdur. Bu si-yasət dərin transformasiya prosesləri vasitəsilə planlı iqtisadiyyat-dan bazar iqtisadiyyatına keçidi, mülkiyyət və azad sahibkarlıq prinsipləri əsasında yeni hüquqi münasibətlər sisteminin forma-laşmasını təmin etmişdir. Qiymətli kağızlar, o cümlədən də fond bazarı formalaşmış yeni iqtisadi münasibətlər sisteminin ən mü-hüm elementlərindən biridir.

1996-cı illərdən başlayaraq özəlləşdirmə prosesləri nəticəsində qiymətli kağızlarla əlaqəli baza hüquqları təmin edilsə də, lakin onların özündə daşdığı kompleks hüquqlar, o cümlədən qiymətli kağızların maliyyə bazarı aləti kimi istifadəsi yetərli dərəcədə təş-

kilatlanmamışdı. Bu baxımdan artıq 90-ci illərin sonunda mütəşəkkil qiymətli kağızlar bazarının formalaşması, habelə ona dair vahid dövlət siyasəti və tənzimləmə mexanizmlərinin tətbiqi həm də sosial sifarişə çevrilməldə idi. Mühüm məqam ondadır ki, yeni formalaşan, dinamik sosial təbəqənin tələbatı olan mütəşəkkil kapital bazarı həmçinin quruculuğu hədəflənən iqtisadi münasibətlər sisteminə dair dövlət strategiyası ilə də uzlaşırdı.

Məhz bu baxımdan Azərbaycan Respublikasında mütəşəkkil qiymətli kağızlar, fond bazarının formalaşdırılması prosesi mərhələli şəkildə həyata keçirilmişdir. 14 iyul 1998-ci ildə "Qiymətli kağızlar haqqında" Azərbaycan Respublikası Qanununun qəbul edilməsi, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 30 dekabr 1998-ci il tarixli Fərmanı ilə qiymətli kağızlar bazarında vahid dövlət siyasətinin və tənzimlənməsinin həyata keçirilməsi məqsədilə Azərbaycan Respublikası Prezidenti yanında Qiymətli kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi yaradılması və 26 iyul 1999-cu ildə "Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin fəaliyyətinin təmin edilməsi haqqında" Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərmanı Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının yeni inkişaf mərhələsinin başlanğıcı olmuşdur.

Bütün bu kimi mühüm sənədlərə müvafiq olaraq, qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması, tənzimlənməsi, bu sahədə dövlət siyasətinin həyata keçirilməsi və nəzarət Azərbaycan Respublikasının prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinə həvalə edilmiş, Komitənin Əsasnaməsi təsdiq edilmişdir. Ölkə başçısının 8 noyabr 1999-cu il tarixli Fərmanı ilə təsdiq edilmiş "Qiymətli kağızlarla fəaliyyət sahəsində bəzi fəaliyyət növlərinin lisenziyalasdırılması Qaydaları" ölkədə sivil qiymətli kağızlar bazarı infrastrukturunun yaranması, 12 fəaliyyət növünün tənzimlənməsi və stimullaşdırılması, kooperativ kağızlar bazarının genişləndirilməsi və investisiya axınının gücləndirilməsi yolunda yenil prioritetli addımlardan biri olmuşdur. Məhz bu Fərmandan sonra Komitənin təşəbbüsü və yardımı nəticəsində ölkədə ilk fond

birjası yaradılmış, Bakı Fond Birjasına daxil olmuş səhmdarlar ölkənin iqtisadi inkişafına öz önəmli paylarını vermiş, bununla da mütərəqqi addım atmışlar (www.azerbaijans.com/content).

Komitənin təşkilatı dəstəyi ilə 2000-ci ilin fevral ayının 15-də Bakı Fond Birjası (BFB) yaradılmışdır. Birjanın təsisçiləri 18 iri bank və maliyyə strukturlarıdır, bunların sırasında İstanbul Fond Birjası da var. BFB-də ilk alqı-satqı əməliyyatını 2000-ci ilin sentyabr ayının 1-də keçirmiş və ölkədə mütəşəkkil qiymətli kağızlar bazarının baza institutları formalaşdırılmışdır. Qabaqcıl maliyyə institutlarının təsisçiliyi və 100% özəl sərmayə əsasında Bakı Fond Birjasının fəaliyyəti, Milli Depozit Mərkəzinin yenidən təşkili müasir fond bazarı vasitəçiləri - broker və diler institutlarının formalaşması qiymətli kağızlar bazarının inkişafı istiqamətində atılmış ciddi adımlardan sayılır. 1990-cı illərin sonu və 2000-ci illərin əvvəllərində mütəşəkkil fond bazarının zəruri infrastruktur təsisatlarının yaradılması bazarda tələb və təklifin formalaşdırılması, maliyyə alətlərinin bazara çıxarılması və ticarətinin təşkil edilməsi üçün əlverişli şərait yaratmışdır. Məhz bu dövrdən başlayaraq bazara bir sıra müxtəlif maliyyə alətləri çıxarılmış və həm özəl, həm də dövlət sektorunun kapital bazarlarından maliyyələşməsi üçün münbit zəmin yaradılmışdır.

Bakı Fond Birjasında 2000-ci ilə etibarən dövlət qiymətli kağızları, 2001-ci ildən isə səhmlərlə ticarətə başlanılmışdır. Beləliklə, qiymətli kağızlar bazarının özəlləşmə proseslərini dəstəkləyən infrastruktur təsisatından maliyyə vasitəçiliyi instituta transformasiyası tamamlanmışdır.

Azərbaycan iqtisadiyyatının bütün sahələrində olduğu kimi 2003-cü ildən qiymətli kağızlar bazarı da keyfiyyətə yeni inkişaf mərhələsinə qədəm qoymuş, ölkədə bu dövrdən etibarən yerli və xarici valyutada korporativ istiqrazların və Mərkəzi Bankın notlarının fond birjasında kütləvi ticarətinə başlanılmışdır. Kapital bazarlarındakı pozitiv institusional proseslər və bu proseslərin ölkənin dinamik inkişafı və dayanıqlı makroiqtisadi mövqeyi ilə dəstəklənməsi xarici investorların da diqqətini çəkmiş və 2006-cı

ildən etibarən xarici investorlar Azərbaycan maliyyə alətlərinə sərmayələr yatırmağa başlamışlar [24].

Azərbaycan Respublikasında 2003-2013-cü illər ərzində həyata keçirilən çox sahəli islahat prosesləri nəticəsində qiymətli kağızlar bazarının özəlləşmə proseslərini dəstəkləyən infrastruktur təsisatından qeyri-neft sektoru müəssisələrinə sərmayə imkanları açan sektora transformasiyası prosesləri tamamlanmışdır. Bu dövrdə qiymətli kağızlar bazarının əməliyyat infrastrukturunun tam avtomatlaşdırılması, qanunvericilik bazasının beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılması, alətlər çeşidinin genişləndirilməsi və qiymətli kağızlar bazarında tənzimləyici potensialın və peşəkar hazırlığın yüksəldilməsi istiqamətində tədbirlər həyata keçirilmişdir. Qiymətli kağızlar bazarında baş vermiş bu proseslərin nəticəsi olaraq 2003-2013-cü illər ərzində qiymətli kağızlar bazarının əməliyyatlarının həcmi 93 dəfə artmışdır. Bu dövr ərzində qiymətli kağızlar bazarında müşahidə olunan müsbət kəmiyyət və keyfiyyət dəyişiklikləri məhz düzgün düşünülmüş siyasətin nəticəsidir.

Ölkədə 2003-cü ildən başlayaraq qiymətli kağızlar bazarının yeni formatda fəaliyyətini təmin edilməsi istiqamətində bir sıra hüquqi islahatlar həyata keçirilmişdir. Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafı ilə əlaqədar xarici və beynəlxalq qurumlarla daim iş aparılaraq, beynəlxalq təcrübə öyrənilmişdir. Avropa Birliyi tərəfindən maliyyələşdirilmiş TACİS-in 2000-ci il Fəaliyyət Proqramına daxil olmuş “Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” adlı layihə 2003-2004-cü illərdə Böyük Britaniyanın “Securities Research Associates” şirkəti tərəfindən müvəffəqiyyətlə həyata kerilmişdir. Bu layihə çərçivəsində beynəlxalq ekspertlər tərəfindən tədris kursları təşkil edilmiş, yerli bankların, broker şirkətlərinin və Bakı Fond Birjasının nümayəndələri beynəlxalq şəhadətnamə almışlar, QKDK-nın hüquqi-normativ sənədləri təhlil, tərcümə və redaktə olunmuş, onların beynəlxalq standartlara tam müvafiqliyi xüsusi qeyd edilmiş və elektron şəbəkə sistemi yaradılmışdır. 2004-ci ildə TACIS-in Avropa Ekspert Xidmətləri xətilə xarici mütəxəssislər ölkədə qiymətli ka-

ğızlar bazarının hüquqi normativ bazasının təkmilləşdirilməsi prosesində fəal iştirak etmişlər. Layihənin əsas tədbirləri kimi qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının təşkili, bazarda effektiv vergilər rejiminin işlənilib hazırlanması, yeni maliyyə alətlərinin yaradılmasının stimullaşdırılması xüsusi əhəmiyyət kəsb etmişdir. Bütün bu tədbirlər kompleksi Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının institutsional inkişafına təkan vermişdir. Bundan əlavə Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankı tərəfindən QKDK-ya mütəxəssislərin hazırlanması və hüquqi məsləhətlərin verilməsi istiqamətində də tədbirlər həyata keçirmişdir (24).

Mülki Məcəlləyə 2004-cü ildə edilən əlavə və dəyişiklər qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinə və tənzimlənməsinə dair hüquqi normativ bazanın əhəmiyyətli dərəcədə təkmilləşdirilməsinə səbəb olmuşdur. Bununla yanaşı bütövlükdə tənzimləyici mühit əsaslı şəkildə yenilənmiş, artıq 70-dən çox qanunaltı normativ sənədlər qəbul edilmişdir. Formalaşan qanunvericilik mühiti sonrakı dövrlərdə də iqtisadiyyatın və bu sektorun tələblərinə uyğun davamlı olaraq təkmilləşdirilmiş və artıq hazırkı gündə qiymətli kağızlar bazarının üçüncü nəsil qanunvericiliyi hazırlanaraq hökumətə təqdim edilmişdir.

Qanunvericilik mühitinin dinamik təkmilləşdirilməsi ilə bərabər qiymətli kağızlar bazarının əməliyyat infrastrukturunu da yenilənərək əhəmiyyətli dərəcədə sadələşdirilmişdir. Qiymətli kağızların ticarət və ticarət sonrası sistemləri integrasiya edilərək avtomatlaşdırılmış, klirinq və uçot əməliyyatlarının real rejimində icrası imkanları yaradılmışdır. Belə ki, əgər 2005-ci ilədək ildə qiymətli kağızlarla ticarət əqdləri bir həftə ərzində tamamlanırdısa, artıq sonrakı dövrlərdən etibarən ticarət əməliyyatlarının real vaxt rejimində həyata keçirilməsi təmin edilmişdir. Eyni zamanda, qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının məsafədən çıxış imkanları yaradılmaqla maliyyə vasitəçiliyinin regional əhatəsi genişləndirilmişdir. Hazırda ölkənin fond bazarında fundamental bazar institutları ilə yanaşı maliyyə vasitəçiliyi funksiyasını həyata keçirən broker-diler, aktivlərin idarə olunması üzrə 14 şirkət fəaliyyət göstərməkdədir.

Azərbaycanın fond bazarında normativ-hüquqi bazada investorların (xüsusən minoritar investorların) hüquqlarının qorunmasına, qiymətli kağızlar bazarında məlumatların açıqlanmasına, qeyri-qanuni insayder əqdlərinin yol verilməməsinə, qiymətlərlə manipulyasiyanın qarşısının alınmasına və ölkənin fond bazarının daxili və xarici investisiya resurslarının iqtisadiyyatın real sektorunda akkumulyasiya edilməsinə, bazarın spekulyativ əqdlər bazarına çevrilməsinin qarşısının alınmasına yönəldilmiş istiqamətlərə xüsusi diqqət yetirilməkdədir. Qanunvericilik mühiti və əməliyyat infrastrukturunda həyata keçirilmiş keyfiyyət islahatları bazarda tələb və təklifin canlanmasını, mövcud maliyyə alətlərinin ticarətinin dərinliyinin artmasını, müddəti və gəlirliyinə görə yeni maliyyə alətlərinin bazara çıxarılmasını təmin etməkdədir.

Ölkədə son illərdə bazarın korporativ qiymətli kağızlar seqmenti bütövlükdə bu bazarın və iqtisadiyyatın artım templərini bir neçə dəfə üstələyən tendensiya nümayiş etdirməkdədir. Ölkənin İpoteka Fondunun 2009-cu ildən uzunmüddətli istiqrazlarının ticarətinə start verilməsi ilə tikinti sektorunun qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə maliyyələşdirilməsi imkanları yaranmışdır. 2010-cu ildə korporativ qiymətli kağızlarla repo və əks-repo əməliyyatlarının həyata keçirilməsi üçün platforma istifadəyə verilmiş, bu dövr ərzində həmçinin, dövlət qiymətli kağızlarının çeşidi artmış və onların ticarəti genişləndirilmişdir. Əvvəlki dövrlərdə Maliyyə Nazirliyi tərəfindən buraxılan 35 günlük dövlət qısamüddətli istiqrazlarının müddəti 5 ilədək uzadılmış və dövlət borcunun effektiv idarəedilməsi üçün zəmin formalaşdırılmışdır.

Bakı Fond Birjasının listing mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi, sadələşdirilməsi və iqtisadiyyatın tələblərinə uyğunlaşdırılması şirkətlərin kapital bazarından maliyyələşmə meyllərinin artmasına müsbət təsir göstərməkdədir. Bunun nəticəsi olaraq 2009-cu ildə Bakı Fond Birjasının listinginə ilk şirkətlər daxil edilmişdir. 2012-ci ildə artıq ənənəvi olaraq dövlət büdcəsi hesabına maliyyələşdirilən enerji sektorunun kapital bazarları alətləri vasitəsilə maliyyələşdirilməsi təşəbbüsü baş tutmuşdur. Bu layihədə

Azərbaycan Respublikasının Dövlət Neft Fondu da investor qismində çıxış etmişdir [24]. Bütün bunlar korporativ sektorun həm səhm, həm də istiqraz buraxılışı vasitəsilə kapital bazarlarından əlverişli şərtlərlə maliyyə vəsaitləri cəlb etməsi ilə nəticələnməkdə, bazara yeni emitentlərin daxil olmasını təmin etməkdədir. Əgər, qiymətli kağızlar bazasının ilkin formalaşma dövründə fond bazarında əsasən maliyyə sektorunun iştirakçıları aktiv idilərsə, bu gün enerji və real sektorun da bazardan vəsait cəlb etməsi müşahidə edilməkdədir.

Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazasının təşkili və inkişafı baxımından hazırlanmış ilk proqramda ölkədə qiymətli kağızlar bazasının vəziyyəti sivil bazarın infrastrukturunun yaranmasına və inkişafına yönəlmiş dövlət siyasəti, qoyulmuş vəzifələrin həyata keçirilməsi metodları, institusional investorlar sisteminin yaradılması və investorların hüquqlarının qorunması, qiymətli kağızlar bazarı üzrə mütəxəssislərin hazırlanması, beynəlxalq əlaqələrin inkişafı, bu sahədə açıq informasiya sisteminin yaradılması məsələləri əhatə olunmuşdur.

Azərbaycanda maliyyə-fond bazasının inkişafını sürətləndirmək məqsədilə Azərbaycan Respublikasının Prezidentinin 16 may 2011-ci il tarixli sərəncamı ilə “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazasının inkişafı” adlı sonuncu Dövlət Proqramı qəbul edilmişdir. Belə ki, Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazasının qabaqcıl beynəlxalq təcrübəyə uyğun təkmilləşdirilməsini, iqtisadi subyektlərə və əhaliyə təqdim olunan maliyyə xidmətlərinin daha da genişləndirilməsini təmin edən bu proqram bazarın müasir və perspektiv-strateji inkişafına yönəlməklə xüsusi əhəmiyyət kəsb etməkdədir.

“2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazasının inkişafı” Dövlət Proqramının başlıca məqsədi müasir, beynəlxalq standartlara uyğun, iqtisadiyyata geniş kapitalizasiya imkanları təqdim edən və risklərin etibarlı idarə edilməsini təmin edən, yüksək səmərə ilə fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar

bazarının formalaşdırılmasıdır [3]. Müvafiq məqsədə nail olmaq üçün aşağıdakı vəzifələrin həyata keçirilməsi nəzərdə tutulur:

- ❖ Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi mexanizmlərinin qabaqcıl beynəlxalq təcrübəyə uyğun təkmilləşdirilməsi, qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişaf səviyyəsinin yüksəldilməsi və onun beynəlxalq standartlara uyğunluğunun təmin edilməsi;

- ❖ Ölkə iqtisadiyyatında kapitallaşma dərəcəsinin yüksəldilməsinə nail olunması, iqtisadi layihələrin maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə cəlb olunan qeyri-inflyasiya mənsəli investisiya vəsaitlərindən istifadənin genişləndirilməsi;

- ❖ İqtisadi subyektlərin və əhəlinin yığımlarının fond bazarında səmərəli yerləşdirilməsi üçün investisiyaların qorunduğu və risklərin etibarlı idarə olunduğu müvafiq şəraitin yaradılması;

- ❖ Ölkənin qiymətli kağızlar bazarının tədricən beynəlxalq kapital bazarlarına inteqrasiya olunması üçün müvafiq şəraitin formalaşdırılması.

Dövlət Proqramına uyğun olaraq qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üçün müəyyən olunmuş məqsəd və vəzifələrin əlaqələndirilmiş şəkildə aşağıdakı əsas istiqamətlər üzrə həyata keçirilməsi nəzərdə tutulur:

- ❖ Qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişafı

- ❖ Maliyyə vasitəçiliyi fəaliyyətinin və kollektiv investisiya sxemlərinin təşkili və təşviqi

- ❖ Qiymətli kağızlar bazarında tələb və təklifin dəstəklənməsi

- ❖ Maliyyə şəffaflığı prinsiplərinin və korporativ idarəetmənin tətbiqinin genişləndirilməsi

- ❖ Qiymətli kağızlar bazarına dair normativ hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsi

- ❖ Qiymətli kağızlar bazarına dair məlumatlılığın və peşəkar hazırlığın yüksəldilməsi.

Proqramın birinci mərhələsində qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun müasirləşdirilməsi, bu məqsədlə normativ hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsi, maddi-texniki bazanın möhkəmləndirilməsi, habelə qiymətli kağızlar bazarında insan kapitalının inkişafı

fı üçün zəruri imkanların yaradılması nəzərdə tutulur. Ölkənin qiymətli kağızlar bazarının əhəmiyyətli dərəcədə optimallaşdırılmasına istiqamətlənmiş bu mərhələnin 2011-2014-cü illəri əhatə etməklə Dövlət Proqramının ilk 4 ili ərzində tamamlanması planlaşdırılmış və qeyd etmək lazımdır ki, bu sahədə qarşıya qoyulmuş vəzifələr demək olar ki, icra edilmişdir. İkinci mərhələdə, qiymətli kağızlar bazarında əməliyyatların tam avtomatlaşdırılması və konsolidə edilməsi, eyni zamanda, yeni alət və xidmətlərin təqdim olunması üçün zəruri bazanın formalaşdırılması nəzərdə tutulur. 2015-2017-ci illər daxil olmaqla Dövlət Proqramının növbəti 3 ilini əhatə edəcək bu mərhələdə geniş avtomatlaşdırma vasitəsilə maliyyə xidmətlərinin regional əhatə dairəsinin artırılmasına da nail olunmalıdır. Üçüncü mərhələdə, yeni və daha mürəkkəb alət və xidmət növlərinin bazara təqdim edilməsi ilə qiymətli kağızlar bazarının dərinliyinin artırılması, eyni zamanda sistem risklərinin səmərəli idarə edilməsi mexanizmlərinin yaradılması nəzərdə tutulur. Dövlət Proqramının son üç ilini əhatə edəcək bu mərhələnin tamamlanması ilə Azərbaycan kapital bazarları beynəlxalq maliyyə bazarlarına integrasiyaya hazır olacaqdır.

Ölkənin fond bazarının inkişafı baxımından “Qiymətli kağızlar haqqında” yeni qanunun qəbul edilməsi də xüsusi zərurətdən çıxış edir və artıq bu qanunun yeni layihəsi hazırlanmışdır. Yeni qanun Azərbaycanda qiymətli kağızlar və fond bazarının inkişafına, bu bazarların iştirakçılarının hüquqlarının və qiymətli kağızlarla bağlı sövdələşmələrin hüquqi qiymətləndirilməsinin təminatına yönəldilməklə xüsusi əhəmiyyət kəsb edəcəkdir. Həmçinin, yeni keyfiyyətdə fəaliyyət göstərəcək fond-kapital bazarının hüquqi bazasını formalaşdıran bu qanun Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının yeni institusional mühitinin hüquqi əsaslarının yaradılmasını, tənzimləyicinin, əsas infrastruktur təsisatlarının və bazar iştirakçılarının səlahiyyət və məsuliyyətinin optimal bölgüsünün müəyyən edilməsini, maliyyə alətləri ilə şəffaf və ədalətli ticarət prinsiplərini tətbiq etməklə daha stabil və təhlükəsiz maliyyə bazarlarının formalaşmasını hədəfləyir.

“Azərbaycan 2020: Gələcəyə Baxış” İnkişaf Konsepsiyasında fond bazarının inkişaf zərurəti xüsusi baxımdan göstərilmiş, bu amil daha çox qeyri-neft sektorunun inkişafı və regional, dünya maliyyə-fond bazarlarında ölkənin fond bazarının aparıcı mövqe tutması ilə bağlı əsaslandırılmışdır [2]. Konsepsiyada ölkənin fond bazarının yaxın gələcəkdəki inkişaf ssenarisi və onun həyata keçirilməsi ilə bağlı tədbirlər belə müəyyənləşdirilir: “Müasir, beynəlxalq standartlara uyğun, iqtisadiyyata geniş kapitalizasiya imkanları təqdim edən və risklərin etibarlı idarə edilməsini təmin edən, yüksək səmərə ilə fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması istiqamətində mühüm addımlar atılacaq, qiymətli kağızlar üzrə qeyri-mütəşəkkil bazarın məhdudlaşdırılması, bazarın investorlar üçün cəlbediciliyinin artırılması məqsədi ilə sistemli tədbirlər həyata keçiriləcək, bazarın peşəkar iştirakçılarının fəaliyyətini və onlara nəzarət mexanizmlərini tənzimləyən qanunvericilik təkmilləşdiriləcəkdir. Qiymətli kağızlar bazarının institusional inkişaf səviyyəsinin yüksəldilməsi və onun beynəlxalq standartlara uyğunluğunun təmin edilməsi, ölkə iqtisadiyyatında kapitallaşma dərəcəsinin yüksəldilməsinə nail olunması və iqtisadi layihələrin maliyyələşdirilməsində fond bazarı vasitəsilə cəlb olunan qeyri-inflyasiya mənşəli investisiya vəsaitlərindən istifadənin genişləndirilməsi məqsədi ilə tədbirlər də nəzərdə tutulmuşdur. Eyni zamanda, iqtisadi subyektlərin və əhəlinin yığımının fond bazarında səmərəli yerləşdirilməsi üçün və ölkənin qiymətli kağızlar bazarının tədricən beynəlxalq kapital bazarlarına inteqrasiya olunması məqsədi ilə müvafiq şərait yaradılması daim diqqət mərkəzində olacaqdır”.

DÖRDÜNCÜ FƏSİL

FOND BAZARININ MÜASİR İNKİŞAF SƏVİYYƏSİ VƏ PROBLEMLƏRİ

4.1. Fond bazarının inkişafı üçün önəmli olan sosial-iqtisadi islahatların nəticələri

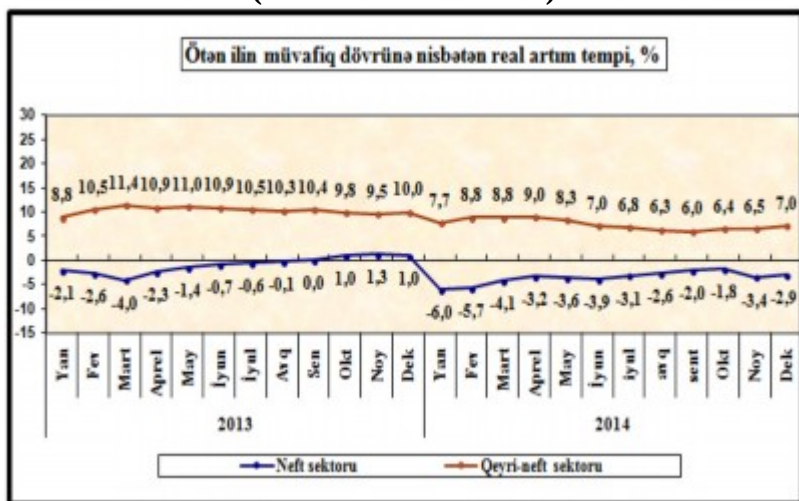
Azərbaycan Respublikasının sosial-iqtisadi inkişafını əsaslandıran son dövrün göstəriciləri yalnız ölkənin rəsmi mənbələrində ifadə olunmur, bu müsbət dəyişiklik meylləri həm də beynəlxalq maliyyə-iqtisadi yönümlü institutlarının reyting göstəricilərində öz əksini tapmaqdadır. Zənnimizcə, ölkənin iqtisadi inkişafına məsul olan orqanların rəsmi mənbələrində, əsasən də İqtisadiyyat və Sənaye, Maliyyə Nazirliklərinin, Mərkəzi Bankın və Statistika Komitəsinin açıqladığı aşağıdakı göstəricilərinin ümumiləşdirilmiş tədqiqi bir daha son dövrdə Azərbaycan Respublikasının sosial-iqtisadi inkişafını təsdiq etməklə, həm də ölkədə bazar münasibətlərinin, o cümlədən də fond bazarının inkişafının daha da sürətləndirilməsi və dərinləşməsi baxımından yeni imkanlar yaradır.

Azərbaycan Respublikasında siyasi və iqtisadi mühitin sağlamlaşdırılması və möhkəmləndirilməsi sosial-iqtisadi inkişafa təkan vermişdir. İqtisadiyyatın inkişafı özəlləşdirmə prosesinin həyata keçirilməsində, regional fərqlərin aradan qaldırılmasında və iqtisadi infrastrukturun yaradılmasında önəmli rol oynamaqdadır. Xüsusilə, Azərbaycan Respublikası 2000-ci ildən başlayaraq dünyada ən sürətlə inkişaf edən ölkələrdən birinə çevrilmiş və iqtisadiyyatın inkişaf səviyyəsini səciyyələndirən əsas makrogöstərici olan ümumi daxili məhsul bu dövr ərzində 4,5 dəfə və ya hər il orta hesabla 13,3% artmışdır. Ölkənin sosial-iqtisadi inkişaf sahəsində əldə edilən uğurlar son ildə təkrar olunmuş, belə ki, 2014-cü ildə ÜDM-in real artım tempi 2,8% təşkil etmiş və cari qiymətlərlə 59,0 milyard manat olmuşdur. ÜDM-in yalnız 2010-cu ilə nisbətən 2014-cü ildə müqyisəli artımı 1,4 dəfə səviyyəsində özünü göstər-

mişdir. Digər tərəfdən, qeyri-neft ÜDM-nin əsaslı artım yüksəkliyi də nəzərə çarpmışdır (sxem №1). Belə ki, 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə artıq bu göstərici 2,2 dəfə artmaqla 40 milyard manata yaxınlaşmışdır. Adambaşına düşən ÜDM-in həcmi 6264.1 manat (7985.9 ABŞ dolları) təşkil etmişdir [25; 26]. Yaradılan ÜDM-in bölgüsündə ölkənin fond bazarının inkişafı üçün önəmli rol oynayan iqtisadi inkişaf sahələrinin, xüsusilə də sənayenin rolu seçilmişdir.

Sxem №1

**İqtisadiyyatda real artım tempi
(2013-2014-cü illər %)**



Azərbaycan Respublikasının neft-qaz sektoru üzrə 2014-cü ildə 2013-cü ilə nisbətən 2,9% azalma meyli qeydə alınaraq, bu sektorun ÜDM-dəki xüsusi çəkisi 42,9%-dən 39%-ə enmişdir. 2014-cü ildə qeyri-neft sahələrinin inkişaf dinamikası ümumilikdə bu sahənin real ifadədə 7% artması ilə nəticələnmişdir. Belə ki, 2013-cü ilə nisbətən 2014-cü ildə rabitə sahəsi 15,1%, nəqliyyat sahəsi 4,7%, tikinti sahəsi 9,1%, turistlərin yerləşdirilməsi və ictimai iaşə sektoru 18,2%, ticarət sahəsi isə 10% artmışdır [25; 26].

Ölkədə 2014-cü ildə iqtisadiyyatın və sosial sahələrin inkişafına bütün maliyyə mənbələri hesabına 17615,8 mln. manat investisiya yönəldilmişdir. Əsas kapitalla yönəldilən investisiyaların həcmi 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə 1,8 dəfə artım nümayiş etdirmişdir. Müvafiq vəsait qoyuluşlarının 72,3%-i daxili investisiyalar, 27,7%-i isə xarici investisiyalar hesabına formalaşmışdır. Həmin dövrdə əsas kapitalla yönəldilmiş ümumi investisiyaların 11651,6 milyon manatı (66,1%-i) qeyri-neft sektorunun, 5964,2 milyon manatı isə (33,9%-i) isə neft sektorunun inkişafında istifadə edilmişdir [25; 26]. Həmçinin, bu dövrdə iqtisadiyyata banklar tərəfindən kredit qoyuluşlarının həcmi keçən ilin əvvəlki illə müqayisədə 19,1% artaraq 18151,9 mln. manat təşkil etmişdir (sxem №2).

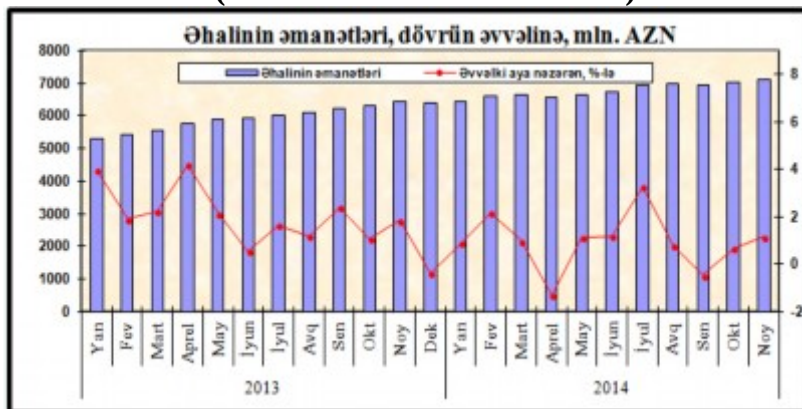
Sxem №2

**İqtisadiyyata banklar tərəfindən kredit qoyuluşları
(2013-2014-cü illər mln. manat)**



Ölkənin sosial – iqtisadi inkişafı həmçinin, əhalinin maddi rifahının artması baxımındanda əhəmiyyət kəsb etmişdir. Belə ki, 2014-cü ildə əhalinin banklardakı əmanətləri əvvəlki illə müqayisədə 10,4% artaraq 7,1 mlrd. manat təşkil etmişdir (sxem №3).

**Əhalinin banklardakı əmanətlərinin həcmi
(2013-2014-cü illər mln manat)**

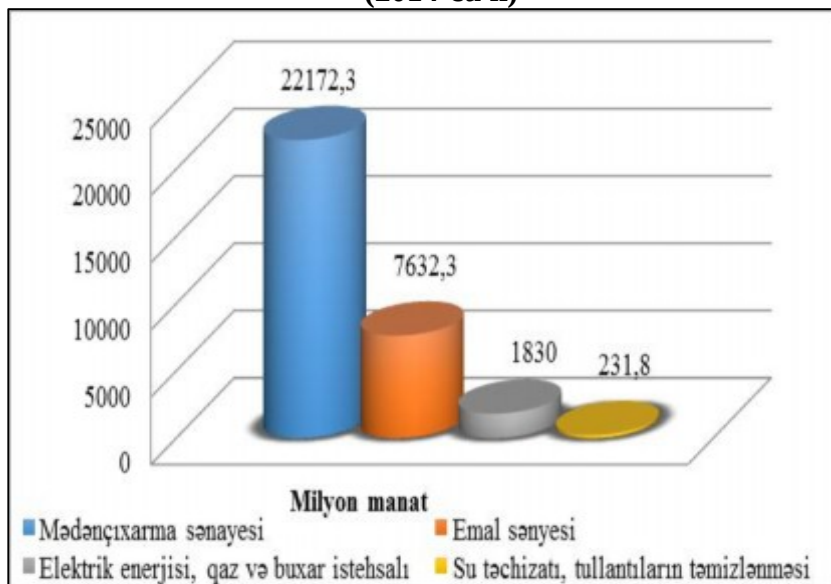


Azərbaycan Respublikasında son 2014-cü ildə əhaliyə 22,0 mlrd. manatlıq çox genişşəhidli istehlak malları satılmış və 7,0 mlrd. manatlıq pullu xidmətlər göstərilmişdir. 2013-cü illə müqayisədə əmtəə dövriyyəsi 10%, pullu xidmətlərin həcmi isə 7,2% artmışdır. Dövr ərzində ölkə əhalisi ticarət şəbəkəsindən 11 mlrd. manatlıq qeyri-ərzaq malları almış və bu göstəricinin real həcmi ötən ilin eyni dövrünə nəzərən 16,2% artmışdır. Həmin dövrdə ölkə iqtisadiyyatında mizdlə çalışan işçilərin orta aylıq əmək haqları 2013-cü illə müqayisədə 5,4% artaraq 442,1 manat təşkil etmiş və əhalinin hər nəfərinə düşən gəlirlərin həcmi isə 3,5% artaraq 4180,5 manata çatmışdır. Həmçinin, ölkənin xarici ticarət dövriyyəsi 28,8 mlrd. ABŞ dolları, o cümlədən, ixrac 20,7 mlrd. ABŞ dolları, idxal isə 8,1 mlrd. ABŞ dolları olmaqla 12,6 mlrd. ABŞ dolları həcmində müsbət ticarət saldosu yaranmışdır [25; 26]. Müvafiq dövrdə sənaye sahəsində istehsal olunmuş malların və göstərilmiş xidmətlərin həcmi (ümumi buraxılış) 31,9 milyard manat təşkil etmişdir. Özəl bölmədə istehsalın həcmi sənaye məhsulunun 79,5 faizini təşkil etmişdir. Ümumi istehsalın 92,4 faizi sənaye mallarının (əmtəələrin) istehsalı, 7,6 faizi isə sənaye

xarakterli xidmətlərin göstərilməsi hesabına yaradılmışdır. Son dövrdə fəaliyyət göstərən sənaye müəssisələrinin sayı 2410 ədəd olmuş, bu müəssisələrin 22,1 faizi dövlət, 77,9 faiz isə qeyri-dövlət müəssisələrinin payına düşür. Fəaliyyət göstərən müəssislərdən 1706 ədədi kiçik, 704 ədədi iri müəssisələrin payına düşür [13]. 2014-cü ildə - "Sənaye ili"ndə ölkədə 20-dən çox orta və iri sənaye müəssisəsi açılmış, mövcud sənaye müəssisələrinin istehsal gücləri artırılmışdır. Bu müəssisələr arasında "Norm" sement zavodu, Gəncədə Alüminium yarımfabrikat istehsalı zavodları, Azərbaycan kağız və karton istehsalatı kombinatı, Sumqayıtda yağ fabriki, Sumqayıt mis emalı zavodu, Sumqayıt Tekstil Parkının yeni fabrikləri, "Arpaçay-1" və "Arpaçay-2" Su Elektrik stansiyaları, Suraxanı Günəş Elektrik Stansiyası, Qəbələdə "Gilan" qida şəhərciyi, Ağdaşda yem emalı və quru meyvə istehsalı müəssisələri, müxtəlif regionlarda istismara verilmiş kərpic, asfalt, metal konstruksiya zavodları, meyvə-tərəvəz emalı və s. müəssisələri qeyd etmək olar. Bundan başqa, hazırda dövlətin güzəştli kredit dəstəyi ilə özəl sektor tərəfindən 30-dan çox sənaye müəssisəsi qurulmaqda və genişləndirilməkdədir. Ümumilikdə 2014-cü ildə yeni açılmış sənaye müəssisələrinin sayı 228 ədəd olmuşdur [25].

Neft sənayesində istehsalın həcmi 24,7 milyard manat təşkil etsədə, lakin bu göstərici ötən illə müqayisədə 2,4% azalma ilə nəticələnmişdir. Qeyri-neft sənayesində isə istehsalın həcmi 7,2 milyard manat təşkil etmiş və bu da ötən illə müqayisədə 6,9% artım kimi özünü göstərmişdir. Bu artım əsasən avtomobil və qoşqu-ların istehsalı (58,2%), maşın və avadanlıqların quraşdırılması və təmiri (41,0%), kimya sənayesi (32,0%), tikinti materiallarının istehsalı (22,2%), elektrik avadanlıqlarının istehsalı (12,1%), metallurgiya sənayesi (11,0%), içki istehsalı (8,1%) sahələrində müşahidə olunmuşdur. Sənaye məhsulunun 69,6%-i mədənçıxarma, 24%-i emal, 5,7%-i elektrik enerjisi, qaz və buxar istehsalı, bölüşdürülməsi və təchizatı, 0,7%-i isə su təchizatı, tullantıların təmizlənməsi və emalı bölmələrində istehsal olunmuşdur (sxem №4) [25; 26].

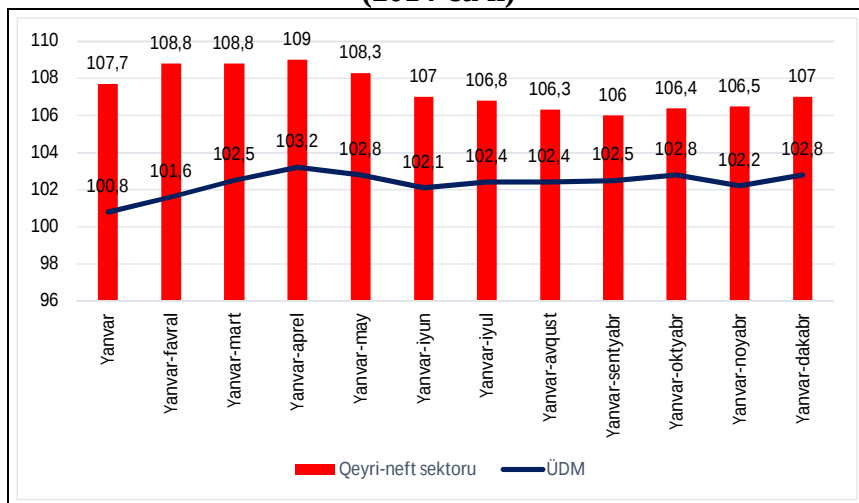
**Sənaye üzrə ümumi buraxılışın istehsalı
(2014-cü il)**



Ölkənin qeyri-neft sektorunda, son 2014-cü ilində 36 milyard manatlıq əlavə dəyər yaradılmış və ümumilikdə onun 61,4%-i sosial və digər xidmətlər, ticarət, nəqliyyat vasitələrinin təmiri və tikinti sahələrinin payına düşmüşdür. Həmin dövrdə ölkə iqtisadiyyatının qeyri-neft sektorunda yaradılan əlavə dəyər əvvəlki ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 7% artmışdır. Qeyri-neft sektorunda yaradılan əlavə dəyərin ÜDM-də xüsusi çəkisi əvvəlki ilin müvafiq dövrünə nisbətən 3,9 faiz artaraq 61% təşkil etmişdir (sxem 5). Xüsusilə, qeyd etmək lazımdır ki, son dövrdə ölkə iqtisadiyyatında yaradılan əlavə dəyərin artımı tamamilə qeyri-neft sektorunun hesabına baş vermişdir.

Sxem №5

**ÜDM istehsalı və qeyri-neft sektorunun inkişaf dinamikası
(2014-cü il)**

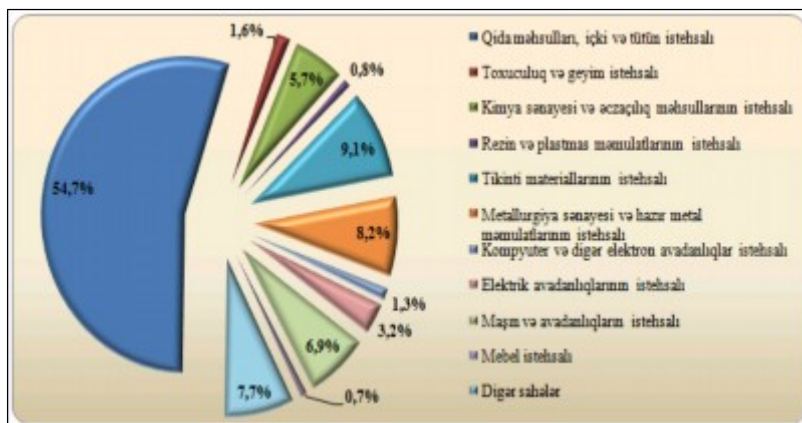


Qeyri-neft sektorunun əksər sahələrində əlavə dəyər istehsalının artım tempi əvvəlki ilin müvafiq dövrünə nisbətən yüksək olmuş, qeyri-neft ÜDM-nin artımına ən böyük müsbət töhfəni tikinti sahəsi (1,9%) və sosial və digər xidmətlər sahəsi (1,4%) vermişdir. 2014-cü ildə qeyri-neft sənayesində 7189,8 milyon manatlıq məhsul istehsal edilmişdir ki, bu da əvvəlki illə müqayisədə 6,9% yüksək göstəricidir [25]. Bu dövrdə qeyri-neft sənayesində istehsal edilən məhsulun ölkə üzrə bütün sənaye məhsullarında xüsusi çəkisi əvvəlki ilin müvafiq dövrü ilə müqayisədə 2,5% artaraq, onun 22,6%-ni təşkil etmişdir (sxem №6). Həmçinin, 2013-cü illə müqayisədə 2014-cü ildə qeyri-neft sənayesinin məhsul buraxılışında emal sənayesinin xüsusi çəkisi 0,8% artmışdır. Ölkənin qeyri-neft sənayesinin ümumi buraxılışının artım tempi 2013-cü illə müqayisədə 2014-cü ildə 2,1% yüksək olmuşdur. Bu tempin yüksəlməsinə emal sənayesinin bir çox aparıcı sahələrinin (qida məhsullarının istehsalı, tikinti materiallarının istehsalı, metallurgiya sənayesi, kim-

ya sənayesi, maşın və avadanlıqların quraşdırılması və təmiri, elektrik avadanlıqlarının istehsalı, hazır metal məmulatların istehsalı və s.) artım templərinin yüksəlməsi təsir etmişdir.

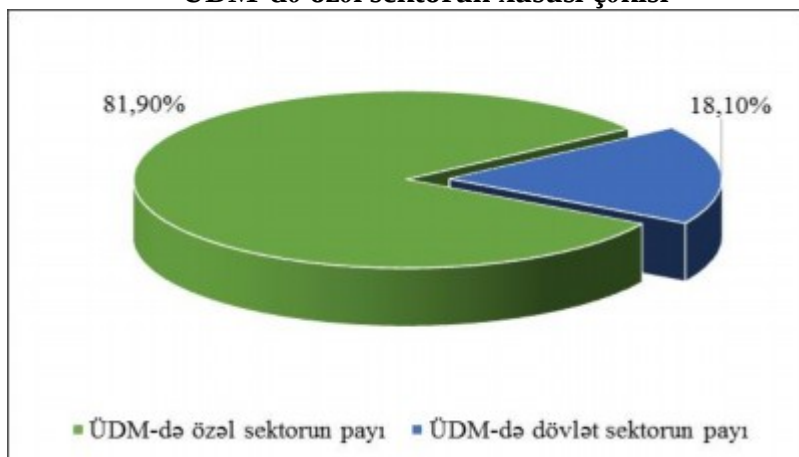
Sxem №6

Qeyri-neft emal sənayesinin ümumi buraxılışının strukturu



Belə ki, məhsul istehsalı qeyri-neft emal sənayesinin əksər bölmələrində, o cümlədən qida məhsulları istehsalında (1,4%), tikinti materiallarının istehsalında (22,2%), metallurgiya sənayesində (11,0%), kimya sənayesində (32,0%), maşın və avadanlıqların quraşdırılması və təmiri sahəsində (41,0%), içki istehsalında (8,1%), elektrik avadanlıqları istehsalında (12,1%), hazır metal məmulatlarının istehsalında (6,2%), geyim istehsalında (59,9%), sair nəqliyyat vasitələrinin istehsalında (3,4 dəfə), mebel istehsalında (8,3%), avtomobil və qoşquların istehsalında (58,2%) və s. bölmələrdə artmışdır. Müvafiq dövrdə iqtisadiyyatda əsas kapitalla qoyulmuş cəmi investisiyaların 66,1%-i və ya 11,7 milyard manatı qeyri-neft sektoruna yönləndirilmişdir. Əsas kapitalla qoyulmuş investisiyaların 7,5%-i, qeyri-neft sektoruna yönləndirilən investisiyaların isə 11,4%-i və ya 1325,7 milyon manatı qeyri-neft sənayesi bölməsinin inkişafında istifadə edilmişdir [25; 26].

ÜDM-də özəl sektorun xüsusi çəkisi



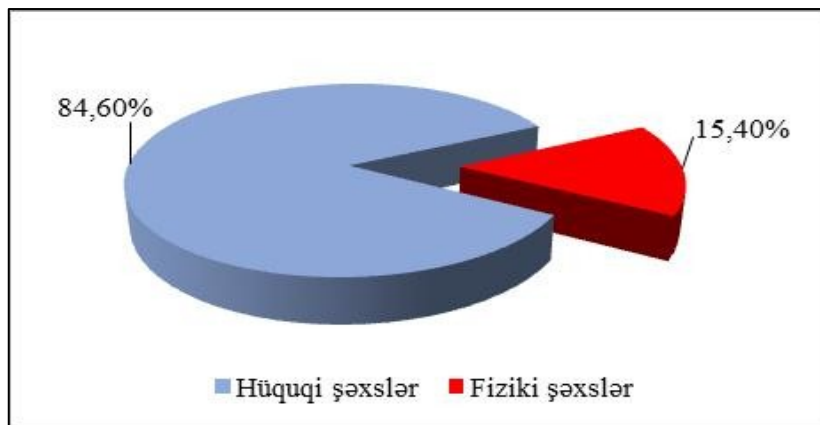
Azərbaycan Respublikasında sahibkarlıq sektorunun inkişaf göstəriciləri dinamikasında da müsbət artım meylləri baş vermişdir. Ölkə iqtisadiyyatında olduğu kimi onun əsasını təşkil edən sahibkarlığın inkişafı sahəsində də inkişaf daha qabarıq şəkildə özünü göstərmişdir. Belə ki, həyata keçirilən məqsədyönlü tədbirlər nəticəsində Ümumi Daxili Məhsulun həcmində özəl sektorun payı 81,9 faiz təşkil etmişdir (sxem №7).

Ölkənin aqrar sektorunda, sənaye, ticarət, mehmanxana və iaşə xidməti, tikinti, nəqliyyat, rabitə kimi istehsal və xidmət sahələrində qeyri-dövlət bölməsinin payı 70-99,8 % arasında dəyişməsi ilə müşahidə olunmuşdur. Həmçinin, özəl bölmədə istehsalın həcmi sənaye məhsulunun 79,5 faizini təşkil etmiş, sənayenin ümumi istehsalının 92,4 faizi malların (əmtəələrin) istehsalı, 7,6 faizi isə xidmətlərin göstərilməsi hesabına formalaşmışdır. Sahibkarlıq subyektlərinin sayı əvvəlki illərlə müqayisədə artaraq 614423 vahid olmuşdur. Sahibkarlıq sektoruna aid olan müəssisələrin 37,2 faizi Bakı şəhərində, 62,8 faizi isə regionlarda qeydiyyatdan keçməklə, fəaliyyət göstərmiş və sahibkarların ümumi

bölgüsünə görə onların 15,4 faizini hüquqi şəxslər, 84,6 faizini isə fiziki şəxslər təşkil etmişdir (sxem №8) [25; 26].

Sxem №8

Sahibkarlıq subyektlərinin bölgüsü



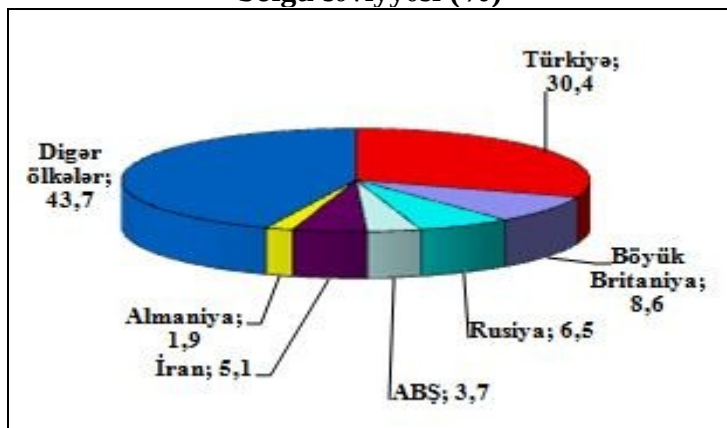
Ölkədə ümumilikdə son ildə qeydiyyatata alınmış 94563 hüquqi şəxsin 10540-ı dövlət mülkiyyətinə, 82370-i xüsusi mülkiyyətə, (o cümlədən xüsusi mülkiyyətli müəssisələrin 5429-u tam xarici investisiyalı, 1754-ü isə birgə müəssisələrə aiddir), 1653-ü bələdiyyə mülkiyyətinə mənsub olmuşdur. Həmçinin, dövlət reyestrində qeydiyyatdan keçmiş tam xarici investisiyalı və birgə müəssisələr əsasən Türkiyə (30,4 faiz), Böyük Britaniya (8,6 faiz), Rusiya (6,5 faiz), İran (5,1 faiz), ABŞ (3,7 faiz), Almaniya (1,9 faiz) və digər ölkələrin (43,7 faiz) sahibkarları tərəfindən yaradılmışdır (sxem №9) [25; 26].

Ölkədə fəaliyyət göstərən müəssisələrin 79,4%-i kiçik müəssisələrdən ibarət olmuş və onların əsas hissəsi ticarət (31,8 %), tikinti (12,7%), digər sahələrdə xidmətlərin göstərilməsi (12,2%) və kənd təsərrüfatı (11,8%) bölmələrində təşkil edilmişdir. Kiçik müəssisələrin 56,6 faizi Bakıda, 13,2 faizi Aran, 6,8 faizi Abşeron, 6,1 faizi Gəncə-Qazax, 5,8 faizi Lənkəran, qalanları isə digər iqtisadi

sadi rayonlarda yaradılmışdır. Son 2014-cü ildə əvvəlki illə müqayisədə hüquqi şəxs yaratmadan fərdi sahibkarlıq formasında fəaliyyət göstərən fiziki şəxslərin sayı 12,5 faiz artaraq 519860 vahidə çatmışdır. Fiziki şəxs kimi fəaliyyət göstərənlərin əsas hissəsi Bakıda (34,3%), o cümlədən Aran (19,7%), Gəncə-Qaxax (12,7%) və Lənkəran (7,5%) iqtisadi rayonlarında qeydiyyatda alınmışdır.

Sxem № 9

Tam xarici investisiyalı və birgə müəssisələrin ölkələr üzrə bölgü səviyyəsi (%)



Azərbaycan Respublikasında sosial-iqtisadi sahələrin inkişafına son 2014-cü ildə bütün maliyyə mənbələri üzrə əsas kapitalla 17615,8 milyon manat vəsait yönəldilmiş və bu vəsaitlərin isə 75,4 faizi tikinti-quraşdırma işlərinin yerinə yetirilməsinə istifadə olunmuşdur. Və keçən dövrlə müqayisədə tikinti-quraşdırma işlərinə sərf edilmiş vəsaitin həcmi 11,8 faiz artımı ilə nəzərə çarpmışdır. Digər tərəfdən, kapital qoyuluşlarının xüsusi çəkisində qeyri-dövlət sektorunun payı artaraq 52%-ə çatmış, həm də daxili mənbələrdən əsas kapitalla yönəldilmiş vəsaitin həcmi ümumi bu qoyuluşların 72,3 faizini təşkil etmişdir. Azərbaycanda xarici ölkələr və beynəlxalq təşkilatlar tərəfindən əsas kapitalla yönəldilmiş vəsaitlə-

rin 4484,2 milyon manatı (91,9 faizi) - Böyük Britaniya, Norveç, Türkiyə, ABŞ, Fransa, İran, Rusiya və Yaponiya sərmayədarlarına məxsus olmuşdur [25; 26].

Azərbaycan Respublikasının son ildə strateji valyuta ehtiyatları 1,2 mlrd. dollar və ya 2,4% artım mümayiş etdirmiş, bu göstərici 54 mlrd. dollara yaxınlaşmışdır. Tədqiqatlar göstərir ki, ölkənin strateji valyuta ehtiyatları təxminən 3 illik mal və xidmətlərin idxalına kifayət edir və xarici dövlət borcunu 8 dəfə üstələyir. Azərbaycanın 2014-cü ildə xarici ticarət dövriyyəsi 31 mlrd. dollar təşkil edib ki, bunun da 21,8 mlrd. dolları ixracın, 9,2 mlrd. dolları isə idxalın payına düşüb. Dövr üzrə xarici ticarət balansının profiti 12,6 mlrd. dollar olub, ixrac idxalı 2,4 dəfə üstələyir [25; 26].

Azərbaycan Respublikasının xarici dövlət borcu 6,478,2 milyon ABŞ dolları olmuşdur ki, xarici dövlət borcun Ümumi Daxili Məhsula (ÜDM) olan nisbəti 8,6% təşkil etmişdir. Borc vəsaitlərinin 7,3%-i 10 ilə qədər, 60,2%-i 10 ildən 20 ilə qədər, 32,5%-i isə 20 ildən artıq olan müddətə cəlb olunmuşdur.

Cəlb edilmiş bu vəsaitlər sosial-iqtisadi inkişafın sürətlənməsi məqsədilə, əsasən də iqtisadi islahatlar proqramlarının dəstəklənməsi, infrastrukturun bərpası və yenidən qurulması, habelə yol tikintisi, regionların su təchizatının yaxşılaşdırılması, dəmir yolu nəqliyyatı xidmətlərinin təkmilləşdirilməsi, sənaye və s. sahələrə istifadə edilmişdir.

Təcrübə göstərir ki, dünya dövlətləri əvvəllər, sadəcə, müxtəlif layihələri həyata keçirmək üçün məcburən xarici borclanmaya gedirdilərsə, müasir dövrdə belə vəsaitlər iqtisadi inkişafın maliyyələşdirilməsində əsas mənbələrdən biri sayılır. Lakin, sırf büdcə kəsirinin örtülməsi məqsədilə xarici mənbələrdən müntəzəm şəkildə kreditlərin cəlb edilməsi, həmçinin xarici borcların müəyyən limiti keçməsi təhlükəli hal kimi qarşılanır. Beynəlxalq maliyyə qurumlarının hesabatları göstərir ki, indi nəinki inkişaf etməkdə olan, hətta inkişaf etmiş bir çox dövlətlərin də xarici borcu idarəolunmaz həddə çatıb. “Bloomberg” agentliyinin qiymətləndirmələrinə görə, 2012-ci ilin əvvəlində dünyanın inkişaf etmiş ölkələrinin ümumi borcu 7,6

trilyon ABŞ dolları təşkil edib. Gürcüstanda xarici dövlət borcunun ümumi daxili məhsula nisbəti 77,7%, İspaniyada 68,5%, Yunanıstanda 160%, İtaliyada 120%, ABŞ-da 100% həddindədir.

Azərbaycan hökumət xarici mənbələrdən cəlb olunan maliyyə vəsaitlərini büdcə kəsirini örtməyə deyil, müasir infrastrukturun formalaşdırılması yolu ilə investisiya mühitini yaxşılaşdırmağa yönəldir. Bu amil Azərbaycan üçün müsbət hal kimi qiymətləndirilməlidir. Qlobal iqtisadi böhranla bağlı bir sıra ölkələrin xarici borclarının pik həddinə çatması onları sosial və investisiya yönümlü layihələri qeyri-müəyyən müddətə təxirə salmaq məcburiyyətində qoymuşdur. Xüsusən də Avropa ölkələrində dövlətin xarici borcunun ödənilməsinin ağırlığı vətəndaşların çiyinə düşür. Müəssisələr bağlanır, işsizlər ordusu yaranır, vergilər artır, sosial ödənişlər azalır. Azərbaycan isə bunun əksinə olaraq, həmin sahələrə dövlət əsaslı kapital qoyuluşlarının həcmi, sosialyönümlü xərcləri ildən-ilə artırır. Bütün bu kimi amillər, iqtisadi inkişaf tendensiyaları ölkənin inkişafı baxımından müsbət meyli kimi qəbul edilsə də, lakin mövcud durum həmçinin maliyyə-fond bazarının əsaslı inkişafı üçün geniş potensialın geniş olduğunu göstərməkdədir. Belə ki, maliyyə-kredit resurslarına olan tələbatın durmadan yüksəlməsi, cəlbədiçi və ucuz maliyyə vəsaitlərinə tələbatın artması artıq maliyyə-fond bazarının fəaliyyətinin genişlənməsini, bu bazarın təşkili və tənzimlənməsi mexanizminin daha da təkmilləşdirilməsini zərurətə çevirməkdədir. Bazar iştirakçılarının vəsaitlərinin risksiz maliyyə alətlərinə yönəldilməsi və onların aktivlərinin diversifikasiyası imkanları məhdudlaşdırılmamalıdır.

Azərbaycan Respublikasında sosial sahədə əldə edilən nailiyyətlər nəticəsində iqtisadi fəal əhəlinin sayı 4840,7 min nəfər olmuş, onlardan 4602,9 min nəfərini iqtisadi əmək fəaliyyəti ilə məşğul olan əhali təşkil etmişdir. 2014-cü ildə muzzla işləyənlərin sayı 1507,7 min nəfər, o cümlədən iqtisadiyyatın dövlət bölməsində 883,7 min nəfər, qeyri-dövlət bölməsində isə 624 min nəfər təşkil etmişdir. İqtisadiyyatın neft sektorunda 36,4 min nəfər, qeyri-neft sektorunda isə 1471,3 min nəfər çalışmışdır. Muzzla

işləyənlərin tərkibində qeyri-kənd təsərrüfatı sahəsində əmək fəaliyyəti ilə məşğul olanlar 1463,4 min nəfər təşkil etmişdir. Müəssisə və təşkilatlarda muzdlı çalışan işçilərin 22,1 faizi məhsul istehsalı sahələrində, onlardan 6,8 faizi tikintidə, 6,2 faizi emal sənayesində, 3 faizi kənd təsərrüfatı, meşə təsərrüfatı və balıqçılıq sahəsində, 2,4 faizi mədənçıxarma sənayesində, 2 faizi elektrik enerjisi, qaz və buxar istehsalı, bölüşdürülməsi və təchizatı sahəsində, 1,7 faizi su təchizatı, tullantıların təmizlənməsi və emalı sahəsində məşğul olmuşlar.

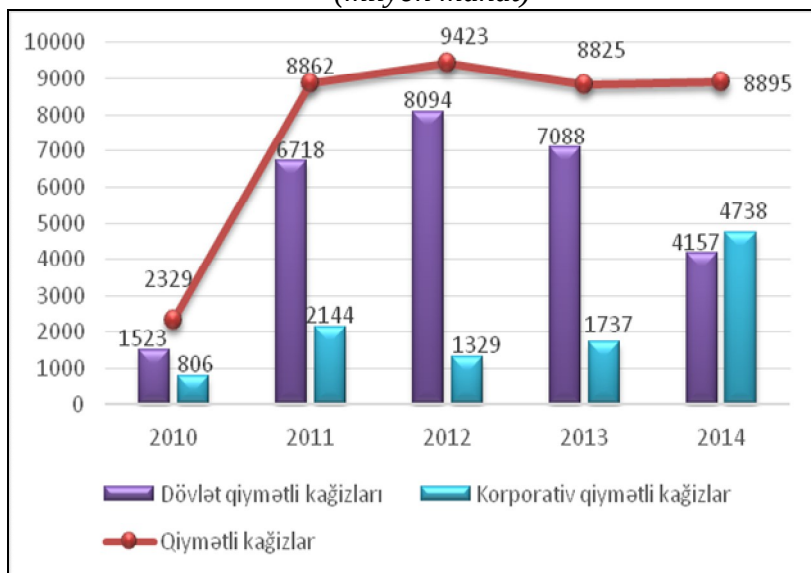
Son, 2014-cü ildə əhalinin gəlirləri əvvəlki illə müqayisədə 4,8 faiz artaraq 39,4 milyard manata çatmış, hər nəfərə düşən belə gəlirlərin həcmi orta hesabla 4180,5 manat təşkil etmişdir. Ümumilikdə, bu dövrdə əhalinin sərəncamında qalan 35,9 milyard manatlıq gəlir əvvəlki ildəki ilə müqayisədə 5,1 faiz çox olmuşdur. Həmin dövrdə ölkə iqtisadiyyatında muzdlı çalışan işçilərin orta aylıq əmək haqqı əvvəlki ilin müvafiq dövrünə nisbətən 5,4 faiz artaraq 442,1 manat təşkil etmişdir [25; 26]. Digər fəaliyyət növləri ilə müqayisədə mədənçıxarma sənayesində, maliyyə və sığorta fəaliyyətində, informasiya və rabitədə, peşə, elmi və texniki fəaliyyət sahəsində, tikintidə orta aylıq nominal əmək haqqı daha yüksək olmuşdur.

Ölkə iqtisadiyyatının son on ildəki inkişafı həmçinin maliyyə-fond bazarının da paralel yüksəlişini xüsusi zərurətə çevirməkdədir. Təcrübə göstərir ki, inkişaf etmiş bazar münasibətləri modeli üçün şaxələnməmiş maliyyə sektoru və xüsusən də, yüksək səmərə ilə fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar bazarının mövcudluğu zəruridir. Qiymətli kağızlar, əsasən də fond bazarının keyfiyyətə yeni səviyyəyə qaldırılması iqtisadiyyatın tənzimlənməsi imkanlarını genişləndirir, maliyyə resurslarının real sektora cəlb edilməsini və sahələrarası sərmayə axınlarını asanlaşdırır, həmçinin, korporativ idarəetmə, təsərrüfat fəaliyyətində şəffaflığın artırılması kimi zəruri tələblər irəli sürməklə bütövlükdə iqtisadi sistemin daha səmərəli fəaliyyətini təmin edir.

4.2. Azərbaycan Respublikasında fond bazarının xüsusiyyətləri və inkişaf meyilləri

Azərbaycan Respublikasının iqtisadi inkişafında son on ildə əldə edilən müsbət nəticələr iqtisadiyyatın digər sahələri kimi, maliyyə-fond bazarının inkişafında da nəzərə çarpacaq irəliləyişlərlə müşahidə edilməkdədir. Ölkənin fond bazarını inkişafını xarakterizə edən əsas göstəricilərin dəyişiklik meyilləri də bunu göstərməkdədir. Ölkənin fond bazarında ümumilikdə qiymətli kağızlar üzrə aparılan əməliyyatların həcmi 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə 3,8 dəfə olmaqla kifayət qədər artım meyli nümayiş etdirmiş, bu göstərici 8,9 milyard manat təşkil etmişdir [12].

Diagram №1
Azərbaycanın fond bazarında qiymətli kağızların inkişaf
səviyyəsi
(milyon manat)



Bazarın formalaşdığı ilk dövrlərdə dövlət qiymətli kağızlarının mövqeyi xüsusi üstünlüklə yadda qalsada, lakin son illərdə qeyri-dövlət qiymətli kağızlarının bazardakı mövqeyində əsaslı müsbət dəyişiklik özünü göstərməkdədir. Belə ki, bazarda qiymətli kağızlar üzrə aparılan əməliyyatların 47%-i dövlət qiymətli kağızlarının, 53%-i isə korporativ qiymətli kağızlarının payına düşür. Lakin, 2010-cu ildə isə bu mövqe dəyişikliyi 65% - dövlət qiymətli kağızlarının, 35% - korporativ qiymətli kağızlarının nisbəti üzrə fərqlənmişdi (diaqram №1).

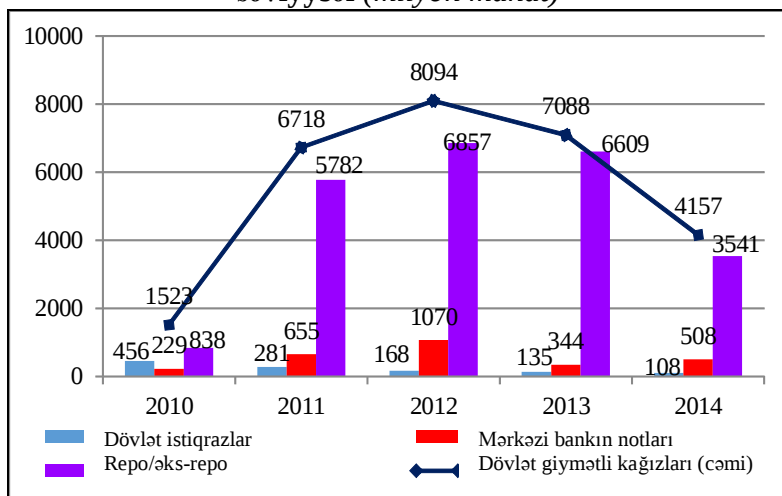
Dövlət qiymətli kağızları üzrə aparılan əməliyyatların struktur tərkibini bir mənalı və ya eyni artım meyliyi üzrə qiymətləndirmək qeyri-mümkündür. Bazarda bu növ kağızlar və onlar üzrə əməliyyatlar: dövlət istiqrazları, mərkəzi bankın notları və repo/əks-repo baxımından fərqləndirilir. Xüsusilə, bazarın öz inkişaf dövrünü yaşadığı son beş ildə dövlət qiymətli kağızları üzrə əməliyyatların inkişaf meyli aşağıdakı kimi baş vermişdir. Fond bazarında 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə dövlət istiqrazlarının həcmi 4,2 dəfə azalmaqla - 108 milyon manat, mərkəzi bankın notlarının həcmi 2,2 dəfə artmaqla 508 milyon manat, repo/əks-repo əməliyyatlarının həcmi 4,2 dəfə artmaqla - 3541 milyon manat səviyyəsində olmuşdur. Bazarda bu növ kağızlar üzrə əməliyyatlarda inkişaf meyli daha çox repo/əks-repo əməliyyatlarında nəzərə çarpsada, mərkəzi bankın notlarının həcmində də artım özünü göstərmişdir [12]. Ümumilikdə, dövlət qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatların 85%-i repo/əks-repo, 12%-i mərkəzi bankın notları, yalnız 3%-i isə dövlət istiqrazları üzrə əməliyyatların payına düşür (diaqram №2).

Ölkənin fond bazarında bu növ qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatların böyük əksəriyyəti, yəni 97%-i repo/əks-repo və mərkəzi bankın notları hesabına baş verməsi ilə diqqəti cəlb edir. Müvafiq əməliyyatların əsasını mərkəzi bankın və digər bankların qiymətli kağızlarının xüsusi şərtlər və qaydalar üzrə əməliyyatları təşkil edir. Həmçinin, bu əməliyyatlar isə daha çox bank-kredit sistemi-

nin məqsədlərinə, əsasən də onların kapitallaşma səviyyəsinin yüksəlməsinə xidmət edir.

Diaqram № 2

**Fond bazarında dövlət qiymətli kağızlarının inkişaf
səviyyəsi (milyon manat)**



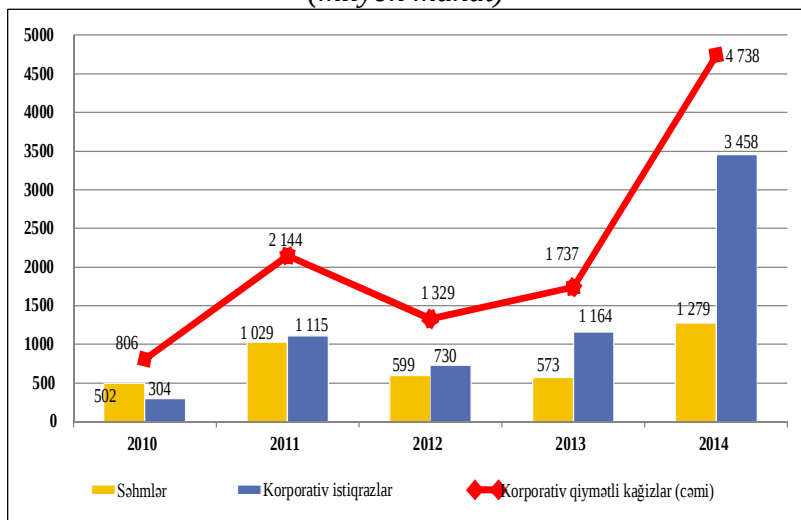
Dövlət istiqrazlarının satışının kəskin azalması bu kağızların əvvəlki dövrlərdə olduğu kimi yüksək tələb reytinginin olmadığını göstərməklə, onların fiziki və hüquqi şəxslər üçün kifayət qədər maraq kəsb etmədiyini də fikrini də əsaslandırır. Digər ölkələrlə müqayisədə Azərbaycan fond bazarı dövlətin ehtiyac hiss etdiyi zəruri maliyyə resurslarının formalaşdırdığı bir mənbəə-bazar kimi də özünü göstərmir.

Ölkənin fond bazarında son illər ərzində korporativ qiymətli kağızların mövqeyi möhkəmlənsə də, lakin bu növ kağızlar üzrə aparılan əməliyyatların struktur tərkibində fərqli artım meylləri özünü göstərmişdir. Korporativ qiymətli kağızların iki növü: səhmlər və korporativ istiqrazlar üzrə bazarda əməliyyatlar həyata keçirilmişdir. Bazarda 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə korporativ istiqrazların həcmi 11,4 dəfə artmış, onların həcmi 3458 milyon manat təşkil etmişdir. Müvafiq dövr ərzində müəssisə və

təsərrüfat subyektlərinin səhmləri üzrə aparılan əməliyyatların həcmi isə 2,6 dəfə artım nümayiş etdirməklə, 1279 milyon manat olmuşdur (diaqram №3) [12].

Diaqram №3

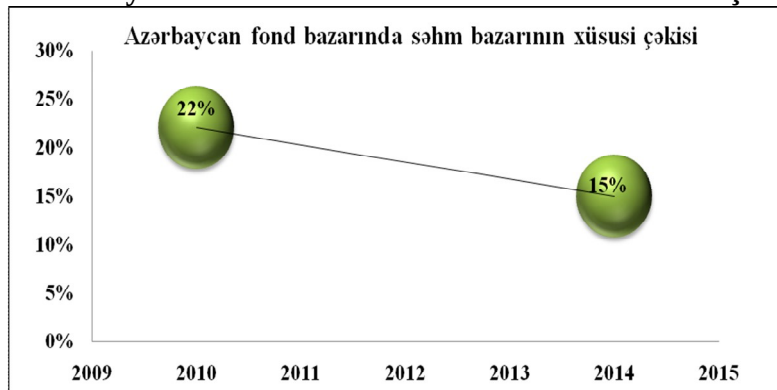
Korporativ qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsi
(milyon manat)



Müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin zəruri kapital-investisiya resursları cəlbi mənbələrindən biri hesab edilən səhm bazarında artım meylinin baş verməsinə baxmayaraq, bu bazar kifayətdər formamalaşmaması ilə özünü göstərir. Xüsusilə, beynəlxalq təcrübədə səhm bazarı daha fəallığı ilə diqqəti cəlb etməklə, makro və mikro inkişafa əsaslı şəkildə təsir göstərməkdədir. Ölkənin isə səhm bazarında 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə azalma baş vermiş, bu dövrdə korporativ qiymətli kağızlar bazarında səhm bazarının xüsusi çəkisi 7% azalmaqla, həmin bazarın 15%-ni təşkil etmişdir (sxem №10)

Sxem №10

Azərbaycan fond bazarında səhm bazarının xüsusi çəkisi



Azərbaycan səhm bazarının əsas xüsusiyyəti isə ilkin və ikinci bazarların inkişaf səviyyəsi arasında hələ də kifayət qədər fərqlənilir mövcud olması, əsasən də ikinci səhm bazarının zəif mövqedən çıxış etməsidir. Aparılan özəlləşdirilmə proqramları və tədbirləri ilə bağlı xüsusilə inkişaf etmiş ilkin bazar ümumilikdə ölkənin müasir səhm bazarının 89%-ni təşkil edir (cədvəl №1, diaqram №4).

Cədvəl №1

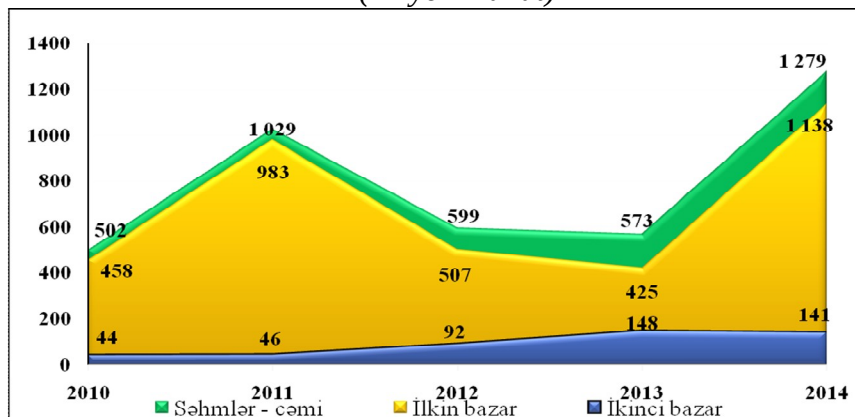
**Səhm bazarının inkişaf səviyyəsi
(milyon manat)**

Bazarın növləri	2010	2011	2012	2013	2014
Səhmlər - cəmi	502	1 029	599	573	1 279
İlkin bazar	458	983	507	425	1 138
İkinci bazar	44	46	92	148	141

Son beş ildə səhm bazarında aparılan əməliyyatların həcmi 2,5 dəfə artmaqla, 1138 milyon manat təşkil etdiyi halda, ikinci bazar üzrə bu göstərici 3,2 dəfə artımla, 141 milyon manat səviyyəsində olmuşdur. İlkin bazarda aparılan əməliyyatlarla müqayisədə ikinci bazarda aparılan əməliyyatların həcmi 8 dəfə azdır.

Diaqram №4

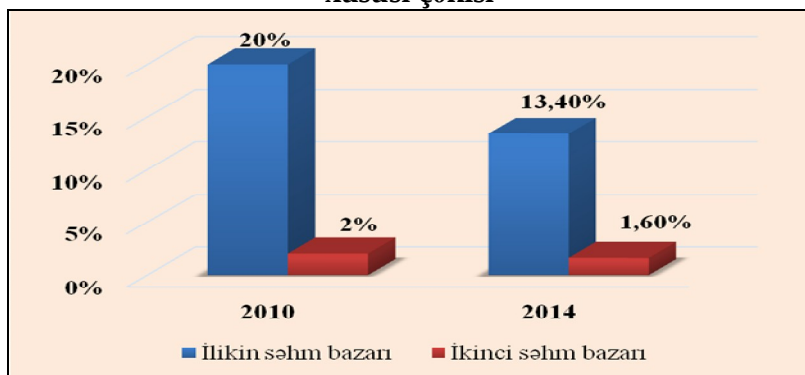
**Səhm bazarının inkişaf səviyyəsi
(milyon manat)**



Digər tərəfdən isə, 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə ikinci səhm bazarının xüsusi çəkisi səhm bazarında azalma ilə diqqəti cəlb edir. Belə ki, ikinci səhm bazarı 2010-cu ildə səhm bazarının 2%-ni təşkil etdiyi halda, bu kiçik göstərici 2014-cü ildə bir qədər də azalmaqla, 1,6% həddinə enmişdir (sxem №11).

Sxem №11

**Azərbaycan fond bazarında ilikin və ikinci səhm bazarının
xüsusi çəkisi**



Qiymətli kağızlar üzrə gəlirlik səviyyəsində də fərqli yanaşmalar özünü göstərməkdədir. Belə ki, 2012-ci illə müqayisədə 2014-cü ildə qısamüddətli dövlət istiqrazlarının orta gəlirlik səviyyəsi 0,7% aşağı düşdüyü halda, bu göstərici ortamüddətli dövlət istiqrazları üzrə 0,1% artımla nəzərə çarpmışdır [12].

Cədvəl №2

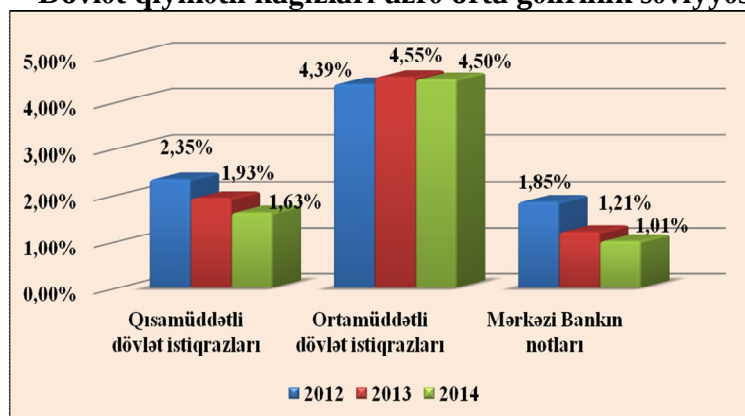
Dövlət qiymətli kağızları üzrə orta gəlirlilik səviyyəsi

Qiymətli kağızların növləri	2012	2013	2014
Qısamüddətli dövlət istiqrazları	2,35%	1,93%	1,63%
Ortamüddətli dövlət istiqrazları	4,39%	4,55%	4,50%
Mərkəzi Bankın notları	1,85%	1,21%	1,01%

Mərkəzi Bankın notları üzrə isə orta gəlirlik səviyyəsində də müqayisə edilən dövr ərzində 0,8% enmə meyli müşahidə olunmuşdur. Qiymətli kağızlar üzrə belə gəlirlik səviyyəsi beynəlxalq fond bazarı təcrübəsi baxımından qəbul edilən hesab edilsədə, lakin ölkə banklarının fiziki və hüquqi şəxslərdən cəlb etdiyi vəsaitlərə görə verdiyi gəlirlər 1,5-2dəfə yüksəkdir (cədvəl №2, sxem №12).

Sxem №12

Dövlət qiymətli kağızları üzrə orta gəlirlilik səviyyəsi



Səhm bazarında isə vəziyyət daha gərginliyi ilə diqqəti cəlb edir, belə ki, səhmlər üzrə verilən dividendlərin faiz dərəcəsinin aşağı olmasına baxmayaraq, səhm sahiblərinin belə gəlirləri əldə etməsində də ciddi fasilələr və problemlər mövcuddur. Digər amillər kimi bu amildə məhz fond bazarına olan inamın zəifliyinə səbəb olmaqla, onun inkişafına maneələr törətməkdədir. Ölkənin fond bazarının təşkili və inkişafında mühüm rol oynayan infrastrukturun tərkibində əsas üstünlüyü broker və dillər fəaliyyəti oynamaqdadır. Və bu növ fəaliyyət ilə məşğul olanların sayında nəzərə çarpacaq artım baş verməmiş, 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə broker fəaliyyəti ilə məşğul olanların sayı 1,1 dəfə [1] artmaqla, onların sayı 14-ə çatmış və dillər fəaliyyətində də müvafiq artım meylə baş vermiş, həmin şəxslərin sayı da 14 olmuşdur (cədvəl №3, sxem №13).

Cədvəl №3

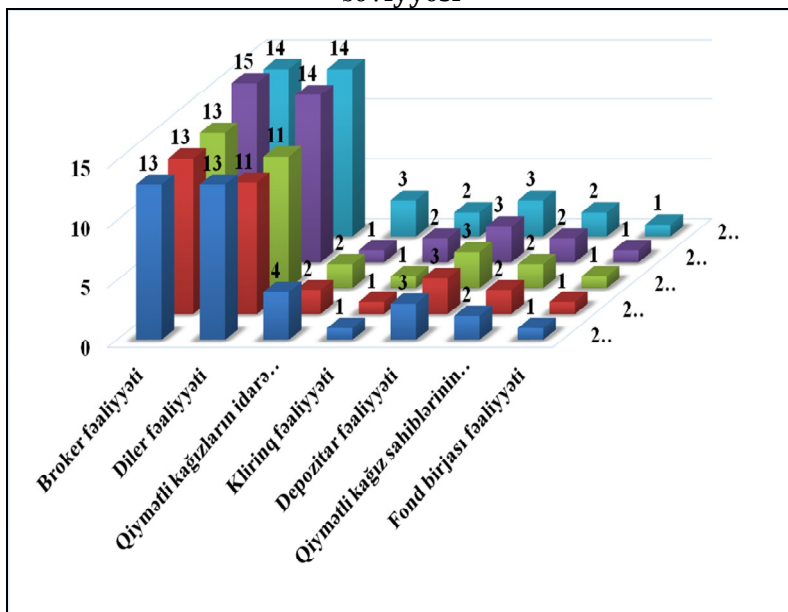
Azərbaycan fond bazarnın infrastrukturunun təşkili səviyyəsi

Fəaliyyət növü üzrə qüvvədə olan lisensiyalar	2010	2011	2012	2013	2014
Broker fəaliyyəti	13	13	13	15	14
Diler fəaliyyəti	13	11	11	14	14
Qiymətli kağızların idarə olun- ması fəaliyyəti	4	2	2	1	3
Kliring fəaliyyəti	1	1	1	2	2
Depozitar fəaliyyəti	3	3	3	3	3
Qiymətli kağız sahiblərinin re- yestrinin aparılması üzrə fəaliyyət	2	2	2	2	2
Fond birjası fəaliyyəti	1	1	1	1	1

Bazarın digər infrastruktur sistemində fəaliyyət göstərənlərin sayı da öz azlığı ilə fərqlənsədə, müvafiq dövr ərzində onların da sayında demək olar ki, ciddi dəyişiklik nəzərə çarpmamışdır.

Sxem №13

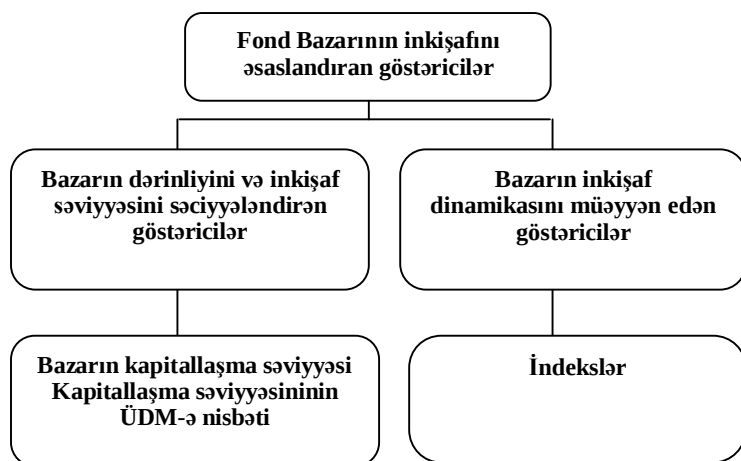
Azərbaycan fond bazarnın infrastrukturunun təşkili səviyyəsi



Fond bazarı üzrə beynəlxalq təcürbə bu bazarın ölkə daxili və xarici inkişafı ilə bağlı bir sıra göstəricilərin mövcudluğunu zəruriləşdirir. Bu göstəricilər ümumilikdə fond bazarnın təşkili və inkişafı ilə bağlı inkişaf səviyyəsini qiymətləndirməyə imkan yaradır. Müasir fond bazarnın inkişaf səviyyəsini müəyyən edib, qiymətləndirən göstəriciləri iki istiqamət üzrə sistemləşdirmək mümkündür:

- ❖ Bazarın dərinlik səviyyəsini və inkişafını səciyyələndirən göstəricilər. Bunlara - bazarın kapitallaşma səviyyəsi və kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM-ə nisbəti üzrə göstəricilər daxildir.

- ❖ Bazarın inkişaf dinamikasını müəyyən edən göstəricilər – bunlara indekslər aiddir (sxem №14).



Fond bazarının inkişaf etdiyi və iqtisadiyyatın bütün sahələrinə nüfuz etdiyi ölkələrdə bu göstəricilər daha geniş tərkibli və istiqamətli tətbiqi ilə nəzərə çarpmaqdadır. Həmçinin, müvafiq göstəricilər istər ayrı-ayrı ölkələrin fond bazarının, istərsə də məşhur və transmilli şirkətlərin inkişaf səviyyəsinin, reytinginin qiymətləndirilməsində də istifadə edilməkdədir. Azərbaycan Respublikasının fond bazarında bu göstəricilər tətbiq edilməsədə, lakin ölkənin bu bazarının mövcud inkişaf səviyyəsinin dünyanın fond bazarları arasında tutduğu mövqeyə görə qiymətləndirilməsilə bağlı biz tərəfimizdən aparılan tədqiqat araşdırmalarımızın nəticələrini təqdim etməyi zəruri hesab etmişik.

Aparılan tədqiqatlar göstərir ki, Azərbaycanın fond bazarı inkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan bazar iqtisadiyyatlı ölkəsinin, hətta Rusiya və Qazaxstan kimi MDB dövlətlərinin müvafiq bazarları ilə müqayisədə öz zəif inkişaf səviyyəsini ilə fərqlənir.

Cədvəl №4

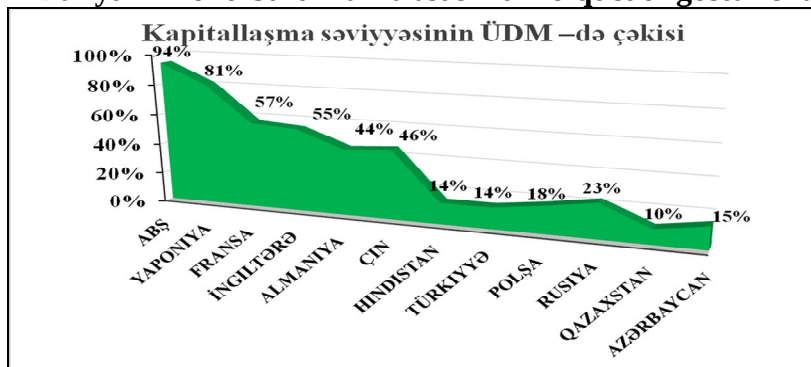
**Dünyanın fond bazarı üzrə əsas makroiqtisadi göstəricilər
(2013-cü il, milyard ABŞ dolları)**

Ölkələr	ÜDM	Bazarın kapi- tallaşma səviyyəsi	Kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM –də çəkisi
ABŞ	16724	15640,7	94%
Yaponiya	4395	3540,7	81%
Fransa	2739	1568,7	57%
İngiltərə	2172	1202	55%
Almaniya	2740	1184,5	44%
Çin	7318	3389,1	46%
Hindistan	7277	1015,4	14%
Türkiyə	1444	201,8	14%
Polşa	854	134	18%
Rusiya	3492	796,4	23%
Qazaxstan	420	43,3	10%
Azərbaycan	57,7	8,8	15%

Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi üzrə mövqeyə görə aşağıdakı cədvəldə ölkənin fond bazarı ən aşağı göstəriciyə malikdir (cədvəl №4, sxem1 №5).

Sxem №15

Dünyanın fond bazarı üzrə əsas makroiqtisadi göstəricilər



Azərbaycanın fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi 8,8 milyard manat olmaqla, ölkə ÜDM-nin 15%-ni təşkil edir. Beynəlxalq təcrübədə isə bu göstəricilər kifayət qədər yüksəkliyi ilə fərqlənir və dövlətin və özəl sektorun maliyyə-investisiya resurslarının cəlbə üçün yetərli vəsaitlərə malikdir.

Bazarın inkişaf səviyyəsini xarakterizə edən digər - kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM-ə nisbəti göstəricisinə görə ölkənin fond bazarı Qazaxsan dövlətini üstələsədə, lakin Qazaxstanın ÜDM-nin və fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin Azərbaycandan 6-7 dəfə yüksək olması və bizim səhm bazarının olduqca zəifliyi bu göstərici üzrə də mövqeyimizin çox yüksək olmadığını göstərməkdədir. Müqayisə edilən dövlətlərin fond bazarları istər daxili, istərsə də beynəlxalq iqtisadiyyata, bazarlara geniş nüfuz etmək imkanlarına və səhm bazarlarının yüksək inkişaf səviyyəsinə görə də fərqlənilirlər.

Ölkənin fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin artımına ciddi ehtiyac vardır və bu ölkədə ucuz və səmərəli maliyyə-investisiya resurslarına olan tələbatın artması ilə sıx bağlıdır. Belə yanaşma ölkədə qəbul edilən müvafiq Proqram və Konsepsiyalarda da öz aydın ifadəsini tapmışdır. “Azərbaycan 2020: Gələcəyə baxış” İnkişaf Konsepsiyasında: “Müasir, beynəlxalq standartlara uyğun, iqtisadiyyata geniş kapitalizasiya imkanları təqdim edən və risklərin etibarlı idarə edilməsini təmin edən, yüksək səmərə ilə fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması istiqamətində mühüm addımlar atılacaq, qiymətli kağızlar üzrə qeyri-mütəşəkkil bazarın məhdudlaşdırılması, bazarın investorlar üçün cəlbediciliyinin artırılması məqsədi ilə sistemli tədbirlər həyata keçiriləcək, bazarın peşəkar iştirakçılarının fəaliyyətini və onlara nəzarət mexanizmlərini tənzimləyən qanunvericilik təkmilləşdiriləcəkdir” [2] istiqaməti öz əksini tapmışdır. Həmçinin, “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” Dövlət Proqramının başlıca məqsədinin “müasir, beynəlxalq standartlara uyğun, iqtisadiyyata geniş kapitalizasiya imkanları təqdim edən və risklərin etibarlı idarə

edilməsini təmin edən, yüksək səmərə ilə fəaliyyət göstərən qiymətli kağızlar bazarının formalaşdırılması” kimi müəyyən edilməsi də bu fikiri bir daha təsdiq etməkdədir [3].

4.3.Müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin fond bazarından maliyyə-investisiya resurslarının cəlbi imkanları

Azərbaycanda iqtisadi inkişafın müasir mərhələsi iqtisadi subyektlərin, müəssisə və təsərrüfatların maliyyə xidmətlərinə, investisiya resurslarına çıxış imkanlarının daha da genişləndirilməsini şərtləndirir. Müvafiq məqsədlə büdcədən maliyyələşmə və kredit vəsaitləri hesabına maliyyələşmə mənbələri ilə yanaşı daha ucuz, inflyasiya yaratmayan və uzunmüddətli mənbə kimi yığımların birbaşa investisiyalara transformasiyasını təmin edən kapitallaşma mexanizmlərinin daha da inkişaf etdirilməsi və təkmilləşdirilməsi amili ön plana keçir. Məhz bu baxımdan investisiya prosesinin kütləviliyinin təmin edilməsi, kiçik və orta müəssisələrə, subyektlərə və fiziki şəxslərə öz yığım vəsaitlərini iqtisadiyyata qoymaq imkanlarının təqdim edilməsi fond bazarının fəaliyyətinin müasir tələblər nəzərə alınmaqla təkmilləşdirmə məsələlərini daha da zəruriləşdirir.

Dünya təcrübəsində olduğu kimi Azərbaycan Respublikasında da fəaliyyət göstərən müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin inkişafı səmərəli maliyyə-investisiya resurslarının cəlbi ilə sıx bağlıdır. Belə resursların əsas cəlb mənbəyi kimi maliyyə-fond bazarı çıxış edir. Lakin, bu bazar təssüf ki, ölkənin müəssisə və təsərrüfat subyektləri üçün ucuz və sərfəli investisiya-kapital cəlbi imkanlarına malik deyildir. Mövcud vəziyyətin bir qədər də ətraflı tədqiqi baxımından bazarla bağlılığa daha çox meylli olan müəssisələrin investisiya-kapital ehtiyaclarının yaranma və cəlbi imkanlarının qiymətləndirilməsinə qısqəət yetirmək məqsədəuyğundur.

Ölkənin sənaye müəssisələrinin malik olduğu əsas istehsal fondlarının dəyərinin ilbəil artımı baş versədə, bu artımda əsas üs-

tünlük mədənçıxarma sənayesinə məxsus olmuşdur. Qeyd etmək lazımdır ki, 2005-ci illə müqayisədə 2014-ci ildə mədənçıxarma sənayesinə aid olan müəssisələrdə əsas istehsal fondlarının dəyəri 3 dəfə artaraq 42,8 milyard manat təşkil etdiyi halda, bu göstərici emal sənaye müəssisələrində həm artım sürətinə, həm də həcm səviyyəsinə görə aşağı olmuşdur (1,9 dəfə artımla, 6,4 milyard manat). Həmçinin, 2005-ci ildə emal müəssisələrində sənaye-istehsal fondlarının sıradan çıxma əmsalı 1,1 aşınma səviyyəsi 55,7% təşkil etdiyi halda, bu göstəricilər 2014-ci ildə 3,1 və 53,7% olmaqla yenə də öz yüksəkliyi ilə fərqlənmişlər [47].

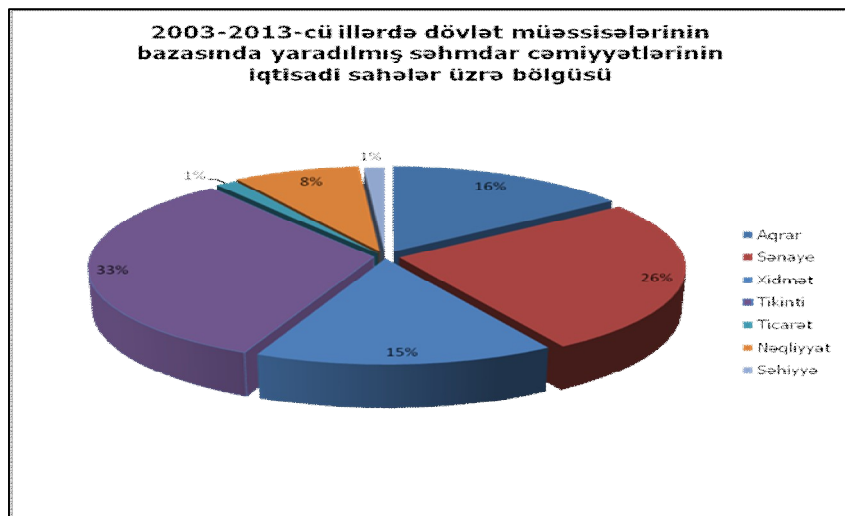
Sənaye müəssisələrində əsas kapitala yönəldilən investisiyaların həcmi son on ildə 2 dəfə artaraq 8 milyard manata çatmışdır. Müvafiq dövr ərzində mədənçıxarma sənayesində əsas kapitala investisiya qoyuluşlarının həcmi 1,4 dəfə artmaqla, 5,1 milyard manat təşkil etmiş, bu qoyuluşlar isə ümumilikdə sənaye üzrə investisiya qoyuluşlarının 68%-nə bərabər olmuşdur. Digər tərəfdən, mədənçıxarma sənayesinə yönəldilən investisiyaların 77%-i xarici mənbələr hesabına təmin olunmuşdur [47]. Mədənçıxarma sənayesinin əsas hissəsi strateji məqsədlərinə görə ölkənin müasir və perspektiv inkişafı baxımından xüsusi əhəmiyyət kəsb etdiyi üçün bu sahələr dövlət mülkiyyətindədir. Həmin sahələrə istər daxili, istərsə də xarici investisiya, kapital cəlbində dövlətin rolu yüksək olaraq qalmaqdadır. Belə vəziyyət isə mədənçıxarma sənayesi üçün daha təminatlı investisiya mənbəyini formalaşdırmaqla hələ ki, onların fond bazarından ciddi asılılığına şərait yaratmır. Həmçinin, bu sahələrin inkişafı ilə bağlı ölkədə həyata keçirilən proqram və konsepsiyaların perspektiv istiqaməti nəzərə alınsa bu asılılığın yüksək olmayacağı meydana çıxır.

Özəl sektoru təmsil edən emal sənayesinin inkişafı daha çox fond bazarı ilə bağlı olmalıdır. Emal sənayesində nəzərəçarpaq inkişaf meyilləri müşahidə olunmaqdadır. Belə ki, 2005-ci illə müqayisədə 2014-ci ildə istehsal olan məhsulun həcmi 2,5 dəfə artmaqla 7,6 milyard manat təşkil etmiş, əsas kapitala yönəldilən investisiyalar isə 7,7 dəfə yüksəlməklə 900 milyon manata çatmış-

dır ki, bu da ümumilikdə sənaye üzrə investisiya qoyuluşlarının 12%-i həddindədir. Emal sənaye müəssisələrində kapital-investisiya qoyuluşları mədəncixarma sənayesindən fərqli olub əsasən daxili mənbələr hesabına təmin olunmaqdır. Qeyd etmək lazımdır ki, əgər 2005-ci ildə bu sahədə əsas kapitalla yönəldilən investisiyaların tərkibində xarici mənbələr 31% təşkil edirdisə, bu göstərici son illərdə çox aşağı səviyyəyə enməklə demək olar ki, tam yerli mənbələr hesabına həyata keçirilmişdir [47].

Sənaye sektorunda investisiya resurslarına olan tələbatın qarşılanmasında fond bazarının imkanlarının artımına ehtiyac vardır. Belə ki, fond bazarında korporativ qiymətli kağızların həcmi 2010-cı ildə 806 milyon manat təşkil etdiyi halda sənaye sahəsində əsas kapitalla yönəldilən investisiyaların həcmi bu göstəricidən 5,3 dəfə yüksək olmaqla 4,3 milyard manata çatmışdır. Ölkənin fond bazarında 2014-ci ildə korporativ qiymətli kağızların həcmi 4,7 milyard manat təşkil etmişdir ki, bu göstəricidə sənayedə əsas kapitalla yönəldilən investisiya qoyuluşlarından 2 dəfə aşağıdır [47].

Sxem №16



Dövlət müəssisələrinin özəlləşdirilməsindən daxil olan vəsaitlərin həcmində artım nəzərə çarpmış, onların həcmi 2000-ci illə müqayisədə son dövrdə 4,7 dəfə artmaqla 40 milyon manata çatmışdır. Lakin, özəlləşdirilərək səhmdar cəmiyyəti formasında təşkil olunan müəssisələrin ödədikləri dividendlərin həcmi yüksək olmaması ilə nəzərə çarpmaqdadır. Yaradılan belə cəmiyyətlərin 2000-ci ildə ödədikləri dividendlərin ümumi həcmi 14,6 min manat təşkil etdiyi halda, 2014-ci ildə bu göstərici 3,6 dəfə artmaqla ölkə üzrə cəmi 60 min manat təşkil etmişdir [47]. Səhmdar cəmiyyətlərinin iqtisadi və təsərrüfat fəaliyyətinin kifayət qədər yüksək səviyyədə təşkil olunmaması bu subyektlərlə bağlı narazılıqların artmasına səbəb olmaqdadır (cədvəl №5).

Cədvəl №5

**Azərbaycan fond bazarında investorların hüquqlarının
müdafiəsi**

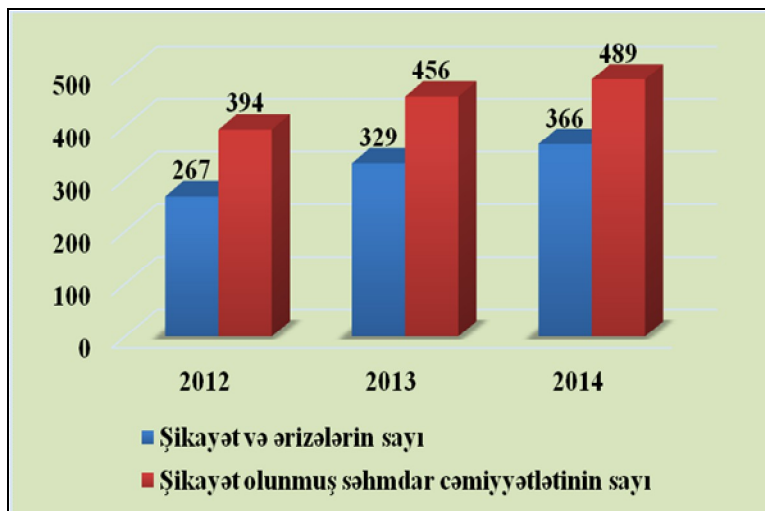
	2012	2013	2014	Orta illik artım səviyyəsi (%)
Şikayət və ərizələrin sayı	267	329	366	12%
Şikayət olunmuş səhmdar cəmiyyətlətinin sayı	394	456	489	11%
Cərimələrin məbləği (AZN)	105450	179800	469500	22%

Bütün bu və digər səbəblərdən fond bazarında investorların, səhmdarların hüquq və mənafelərinin qorunması sahəsindəki vəziyyətin bir qədər geniş müstəvidə qiymətləndirilməsinə ehtiyac vardır. Belə ki, bazarın formalaşdığı ilk dövrdən bu sahədə ciddi nöqsan və çatışmamazlıqlar olsada, son illərdə də mövcud vəziyyətdə problemlər özünü göstərməkdədir (sxem №17).

Xüsuilə, bazarın inkişaf etdiyi 2010-cu ildən sonrakı dövrdə də bu sahədəki durumun ciddi şəkildə dəyişməməsi, fond bazarının inkişafı baxımından narahatlıq doğurur.

Sxem №17

**Azərbaycan fond bazarında investorların hüquqlarının
müdafiəsi**



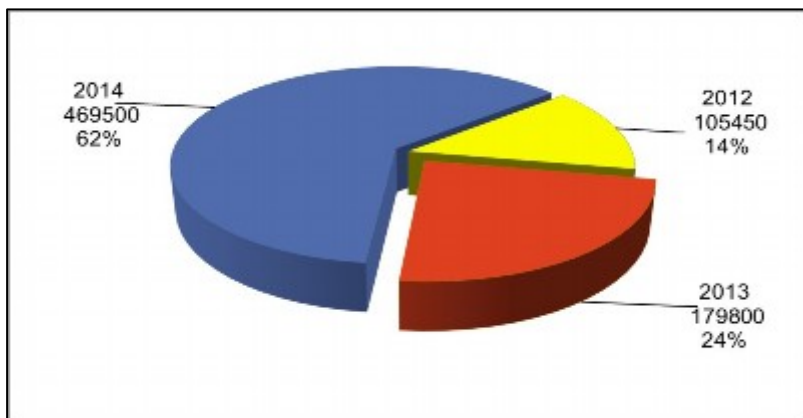
Fond bazarında 2012-ci illə müqayisədə 2014-cü ildə müvafiq fəaliyyətlə bağlı müraciət olunmuş şikayət və ərizələrin sayı 1,4 dəfə artmaqla 366-ya çatmış, şikayət olunmuş səhmdar cəmiyyətlərinin sayı isə 1,3 dəfə artmaqla 489 olmuşdur. Həmçinin, müvafiq müraciətlərlə bağlı tətbiq edilən cərimə məbləğlərinin həcmi isə 4,5 dəfə artıb, 469500 manat təşkil etmişdir (sxem №18).

Digər tərəfdən, belə bir vəziyyət də narahat doğurur ki, bazarın daha çox inkişaf etdiyi dövrdə bu sahədə müraciət olunmuş şikayət və ərizələrin orta illik artım tempi 12% təşkil etdiyi halda, bu göstərici şikayət olunmuş səhmdar cəmiyyətlərinin sayı üzrə 11%, tətbiq edilən cərimə məbləğlərinin həcmi isə 22% olmaqla müşahidə edilir (12). Müvafiq şikayət və müraciətlərin, o cümlədən tət-

biq edilən cərimələrin tərkibində üstünlüyün qiymətli kağızlar, əsasən də səhmlər üzrə dividend ödənişləri və korporativ maraqların qorunması ilə bağlı olması amili fond bazarının inkişafı baxımından narahatlıq doğurur.

Sxem №18

Cərimələrin məbləği (manat)



Mövcud vəziyyət investorların, səhmdarların qarşılıqlı maraqlarının gücləndirilməsi ilə bağlı həyata keçiriləcək tədbirlərin sayının artırılmasını, bu sahədə mövcud olan hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsini zəruriləşdirir. Həmçinin, özəlləşdirilən təsərrüfat subyektlərinin, səhmdar cəmiyyətlərinin maliyyə-təsərrüfat fəaliyyətinin, investisiya fəallığının, korporativ idarəetmə sisteminin gücləndirilməsi də mühüm məsələlərdəndir. Bütün bu amillər eyni zamanda həmin subyektlərin fond bazarındakı fəallığının yüksəldilməsi baxımından da xüsusi əhəmiyyət kəsb edir.

4.4. Azərbaycan Respublikasında fond bazarının təşkili və tənzimləməsinin müasir səviyyəsi

Azərbaycan Respublikasının fond-maliyyə bazarının tənzimlənməsində dövlət tənzimlənməsi mexanizmi daha üstünlük təşkil etdiyi üçün, bu mexanizmin bazara təsirini də qiymətləndirmək xüsusi zərurətdən irəli gəlir. Çünki, beynəlxalq təcrübədə belə tənzimləmədə bazar tənzimlənmə mexanizmləri mövcuddur. Və bu mexanizmlərin olduğu ölkələrdə həmin bazarın təşkili və inkişafında müsbət inkişaf meylləri özünü göstərməkdədir.

İqtisadi sistemlərdə dövlətin iqtisadiyyata müdaxiləsinin və onun tənzimlənməsində iştirakının təşkili və nəticələri təbii ki, digər sahələr kimi maliyyə-fond bazarındada özünü göstərir. Digər tərəfdən, iqtisadiyyatın solluğu və sağlığı, o cümlədən iqtisadi sistemlərin sağlığı və solluğu ilə bağlı aparılan tədqiqat və araşdırmalar ümumi iqtisadiyyat kimi, onun sahələrinin tənzimlənməsində belə yanaşmanın tətbiqini və bu istiqamətlərdə əldə olunana nəticələrin müqayisəli təhlilləri üzrə konseptual fikir və təkliflər irəli sürülməsini xüsusi zərurətə çevirməkdədir. İqtisadçı alim Nazim İmanovun “İqtisadiyyatın sosialyönlüyü sağçı və solçu sistemlərdə” əsərindəki konseptual baxışlardan çıxış edərək, maliyyə-fond bazarının müasir inkişaf səviyyəsini qiymətləndirmək də öz əhəmiyyətliyi ilə diqqəti cəlb edir (38). Maliyyə-fond bazarı üzrə beynəlxalq təcrübədə istifadə edilən göstəricilər sisteminin ölkədə tətbiqi zənnimizcə, iqtisadiyyatın sağlığı və solluğunun müəyyənləşdirilməsi sahəsində maliyyə-fond bazarının da xüsusi göstəricilərinin hazırlanmasına səbəb olar.

İqtisadçı alimin: “Hər ölkədə və konkret zaman kəsiyində dövlətin iqtisadiyyata müdaxiləsi bəlli bir səviyyədə olur. İqtisadiyyata dövlət müdaxiləsinin səviyyəsindən asılı olaraq, müxtəlif ölkələrin iqtisadi sistemləri (modelləri) əhəmiyyətli dərəcədə bəzənsə köklü şəkildə fərqlənir” yanaşmasının ölkənin maliyyə-fond bazarındkı durumla əlaqəsində vardır. Digər tərəfdən, əsərdə qoyulan nəzəri və praktik yanaşmalar digər ölkələrdə olduğu kimi, Azərbaycanda da

hansı iqtisadi siyasətə üstünlük verilməli olduğunu müəyyənləşdir-məyə geniş imkanlar yaradır. Və belə iqtisadi siyasətin iqtisadiy-yatın digər sahələri ilə yanaşı maliyyə-fond bazarına tətbiqi də təbii ki, ümumi iqtisadi inkişaf baxımından zəruri hesab edilməlidir.

Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsində (54-cü fəsil) Qiymətli kağızlar haqqında ümumi müddələrdə “Qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi” (Maddə 1078-40. Qiymətli kağızlar bazarı-nın dövlət tənzimlənməsi) məsələsinə aydın yanaşma bidirilir. Azər-baycan Respublikasının fond və qiymətli kağızlar bazarının tən-zimlənməsində “dövlət tənzimlənməsi” istər hüquqi-qanunvericilik, istərsə də praktik təcürbə baxımdan əsasən əsas üstünlüyə malikdir. Bu yanaşmanı qanunvericilikdə öz əksini tapan müddəalar da gös-tərir. Belə ki, (Mülki Məcəllə, 1078-40.1.) qiymətli kağızlar bazarının dövlət tənzimlənməsinə aşağıdakılar aid edilir:

- ❖ qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi üzrə normativ hüquqi aktların qəbul edilməsi və onlara riayət olunmasına nə-zarətin həyata keçirilməsi;

- ❖ qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarının tələblərin və onla-rın fəaliyyəti qaydalarının müəyyən edilməsi;

- ❖ qiymətli kağızlar buraxılışlarının dövlət qeydiyyatının apa-rılması;

- ❖ qiymətli kağızlar bazarında peşəkar fəaliyyətin həyata keçi-rilməsi üçün xüsusi razılığın (lisenziyanın) verilməsi;

- ❖ qiymətli kağızlar bazarında investorların və qiymətli kağız-lar sahiblərinin hüquqlarının müdafiəsi;

- ❖ qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının fəaliyyətinə dövlət nəzarətinin həyata keçirilməsi;

- ❖ qiymətli kağızlar bazarında qanunvericiliyi pozan şəxslərin məsuliyyətə cəlb edilməsi üzrə müvafiq tədbirlərin görülməsi;

- ❖ qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılarının peşə səviyyəsinin artırılması üzrə müvafiq tədbirlərin görülməsi;

- ❖ qiymətli kağızlar bazarının inkişafı istiqamətlərinin müəy-yən edilməsi;

- ❖ qiymətli kağızlar bazarında sağlam rəqabət mühitinin yaradılması;
- ❖ qiymətli kağızlarla əqdlərin bağlanmasına dair tələblərin müəyyən edilməsi;
- ❖ hüquqi və fiziki şəxslərin borc öhdəliklərinin qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilməsi və ödənilməsi qaydalarının müəyyənləşdirilməsi;
- ❖ qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilmiş borc öhdəlikləri bazarının tənzimlənməsinin həyata keçirilməsi;
- ❖ Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının dünya maliyyə bazarına integrasiyası üzrə tədbirlərin hazırlanmasında və müvafiq icra hakimiyyəti orqanına təsdiq edilmək üçün təqdim edilməsi, müvafiq tədbirlərin həyata keçirilməsi;
- ❖ qiymətli kağızların öhdəliklərlə yüklənməsi və qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilən daşınmaz əmlakın ipotekasının qeydiyyatının və uçotunun aparılması;
- ❖ qiymətli kağızlarla bağlı müvafiq dövlət reyestrlərinin (qiymətli kağızların buraxılışının dövlət reyestri, veksəl və çeklərin dövlət reyestri, qiymətli kağızlarla girovun rəsmi reyestri, qiymətli kağızlarla rəsmiləşdirilən əmlakın ipotekasının dövlət reyestri və s.) aparılması;
- ❖ qiymətli kağızlar bazarında sığortalı olmalı olan risklərin sığorta standartlarının müəyyən edilməsi;
- ❖ qiymətli kağızlar bazarında məlumatların açıqlanması üzrə qaydaların müəyyən edilməsi və sisteminin təşkili;
- ❖ qiymətli kağızların (sertifikatların) blanklarının çap edilməsi və onların ölkəyə gətirilməsi və aparılması üzrə fəaliyyətin tənzimlənməsi;
- ❖ qiymətli kağızlar bazarının iştirakçılara qanunvericiliklə müəyyən edilmiş qaydada icrası məcburi olan göstərişlərin verilməsi;
- ❖ qiymətli kağızlar bazarının və onun infrastrukturunun inkişafı məqsədi ilə istifadə edilən fondların qanunvericiliklə müəyyən edilmiş qaydada yaradılması və onların fəaliyyətinin tənzimlənməsi;

❖ qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərlə manipulyasiyalara yol verilməməsi üzrə tədbirlərin görülməsi.

Həmçinin, mövcud qanunvericilikdə qiymətli kağızlar bazarında dövlət tənzimlənməsinin müvafiq icra hakimiyyəti orqanı (Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi) tərəfindən həyata keçirilməsi müddəası da öz əksini tapır (Mülki Məcəllə 1078-40.2.). Və bu dövlət orqanının tənzimləmə səlahiyyətlərinə yuxarıda sadlanan geniş istiqamətlər daxildir. Hətta göstərmək olar ki, ölkənin fond bazarının yaranması və inkişafının müasir dövrünədək olan müddətdə tənzimləmə mexanizim və səlahiyyətlərinin dövlətin əlində cəmlənməsi amili xüsusilə diqqəti cəlb edir.

Digər tərəfdən, bazarda beynəlxalq təcrübədə olduğu kimi, Azərbaycan Respublikasının qanunvericiliyində (Mülki Məcəllə, maddə 1078-41) qiymətli kağızlar, fond bazarının peşəkar iştirakçılarının özünü tənzimləyən təşkilatlarının təşkili müddəaları öz əksini tapsada, bu tənzimləmə mexanizminin fəaliyyəti xüsusi diqqət cəlb etmir. Ölkə qanunvericiliyində və beynəlxalq təcrübədə olduğu kimi bu tənzimləmə mexanizmi dövlət tənzimləmə mexanizminin bir çox qismini icra edə bilər (bazarda əməliyyatların aparılması, maraqların və rəqabət mühitinin qorunması, kadr hazırlığı, daxili və xarici bazarlar arasında kordinasiyanın həyata keçirilməsi, iqtisadi tənzimləmə rıçaqların, alətlərin səmərəli tətbiqi və s.). Məhz ölkənin maliyyə-fond bazarında belə inkişaf meylinin (bazar tənzimlənməsinin) təşəkkül tapması təbii ki, dövlətin sırf bazar münasibətləri ilə bağlı artıq və xeyli “yük” daşıyıcı funksiyalardan azad olmasına zəmin yaratmaqla, həm də bu bazarın əsaslı şəkildə inkişafına səbəb olar.

Mövcud vəziyyət və inkişaf meyilləri bir daha göstərir ki, Azərbaycan Respublikasının fond bazarının təşkili və tənzimlənməsində dövlət yanaşması daha üstündür. Bu amil özünü həm hüquqi-normativ əsaslarda, həm də bazarın bütün tənzimlənmə mexanizmlərində aydın göstərməkdədir.

Mövcud hüquqi-normativ bazada fond bazarında emitentlərin iştirakı sahəsində bəzi çətinliklər nəzərə çarpır. İlk növbədə, bu

fond bazarının üzvü olması ilə bağlı zəruri şərtlərlə (xüsusi razılığın olması, fond bazarının üzvü olub, onun nizamnamə kapitalının formalaşdırılmasında iştirakı və s.) bağlıdırsa, digər tərəfdən müvafiq qanunvericilik və normativ sənədlərə uyğun müəyyən olunmuş şərtlərlə, o cümlədən “Azərbaycan Respublikasının ərazisində Fond Birjasının təşkili, fəaliyyəti və birja qaydalarına dair tələblər haqqında “Əsasnamənin tələbləri ilə (qiymətli kağızların birinci səviyyəli kotirovka vərəqəsinə daxil edilməsi” bəndində: emitentin nizamnamə kapitalının həcmində balans üzrə məbləğin və səhmdarların sayının ölkə üçün yüksək olması və s.) əlaqədardır. Müasir iqtisadi şəraitdə özəl sektorda fəaliyyət göstərən təsərrüfat subyektlərinin bank kreditləri ilə yanaşı, daha çox fond bazarının maliyyə resurslarına ehtiyacının olduğu halda, bu sahədə zəruri dəyişikliklərin aparılmasına ehtiyac çoxdur. Həmçinin, fond bazarında üzvlük haqqının da yüksək olması bu sahənin təşkili və tənzimlənməsi ilə bağlı problem yaradır.

Fond bazarının səmərəli fəaliyyət göstərməsində onun təşkilatı-idarəetmə əsaslarının təkmil və çevik şəkildə təşkili mühüm rol oynayır. Mövcud qanunvericilikdə fond bazarının qapalı səhmdar cəmiyyəti kimi təşkilatı-hüquqi formada təşkili qeyd olunur. Təbii ki, müvafiq hüquqi yanaşmaya görə birja qapalı tipli səhmdar cəmiyyəti formasına uyğun tənzimləmə və idarəetmə mexanizminə malik olur. Və Mülki Məcəllədə qeyd olunur ki, “Fond birjası müvafiq icra hakimiyyəti orqanı tərəfindən müəyyən edilmiş standartlar əsasında fəaliyyətini tənzimləyən daxili qaydaları təsdiq etməlidir”. Məcəllədə, fond birjasının nizamnamə kapitalının minimal miqdarının müvafiq icra hakimiyyəti orqanı tərəfindən müəyyən edilməsində göstərilir. Mülki Məcəllədə Qapalı Səhmdar Cəmiyyətinin iştirakçılarının sayının müvafiq icra hakimiyyəti orqanı tərəfindən müəyyən edilmiş həddi keçməsi müddəası da öz əksini tapmışdır.

Qanunvericilik baxımından belə yönümlü təşkilatı-hüquqi formalı subyekt üzrə müəyyən edilən şərtlər təbii sayıla bilinər. Lakin, mövcud vəziyyət nəticədə fond bazarının fəaliyyətinin genişlənməsinə, burada iştirakçıların sayının artmasına, bazarın fiziki və

hüquqi şəxslərin sərbəst maliyyə resurslarından istifadəsinə və ölkədə fəaliyyət göstərən çoxsaylı təsərrüfat subyektlərinin investisiya cəlbinə öz əks təsirini göstərir. Qanunvericilikdə olan mövcud yanaşmalar fond bazarının təşkili və tənzimlənməsində dövlət tənzimlənməsinin əsas olduğunu göstərməklə, həm də bazarın kommersiyalaşması və burada müasir iqtisadi tənzimləmə metodlarının, mexanizmlərinin tətbiqi baxımından da problemlər yaratmaqdadır.

4.5. Azərbaycan Respublikasında fond bazarının təşkili və inkişafı: nəticə qiymətləndirmələri

Azərbaycan Respublikasında fond bazarının təşkili səviyyəsinin və vəziyyətinin təhlili bu bazarın özünəməxsus xüsusiyyətlərinin və inkişaf meyillərinin aşağıdakı kimi qiymətləndirilməsinə əsas verir:

- ❖ ♦ Hüquqi-normativ bazanın və zəruri mexanizmlərin formalaşma prosesi;
- ❖ Korporativ qiymətli kağızların inkişaf səviyyəsi ilə dövlət qiymətli kağızlar arasında yaxınlaşma meylinin baş verməsi;
- ❖ Dövlət qiymətli kağızların həcmnin Mərkəzi Bankın notları və REPO/ƏKS REPO əməliyyatları hesabına inkişaf etməsi;
- ❖ Fond bazarında səhm və əsasən də ikinci səhm bazarının zəifliyi;
- ❖ Qiymətli kağızların gəlirlilik səviyyəsinin aşağı olamsı və onun likvidliyinin kifayət qədər təmin edilməməsi;
- ❖ Bazarda rəqabət mühitinin və korporativ maraqların müdafiəsinin qanəedici səviyyədə olmaması;
- ❖ Fond bazarının region və aparıcı bazarlara açıq olmaması və bu bazarlarla müqayisədə zəif mövqedən çıxış etməsi.

Ölkənin fond bazarının inkişafında daha çox dövlət qiymətli kağızların üstün mövqeyi nəzərə çarpmaqdadır. Xüsusilə, bazarın dövriyyəsində Mərkəzi Bankın qiymətli kağızlarının xüsusi çəkisi öz yüksəkliyi ilə nəzərə çarpır. Korporativ qiymətli kağızların satışında və dövriyyəsində artım baş versədə, lakin səhmlərin təkrar

bazarının inkişafına ehtiyac vardır. Səhm təkrar bazarının mövcud inkişaf səviyyəsi daha çox müəssisə və təsərrüfatların, əsasən də özəl sektorun, qeyri-neft sənaye müəssisələrinin burada kifayət qədər fəallıq göstərməməsi ilə bağlıdır.

Təsnifləşdirilmiş qiymətli kağızlar bazarı kateqoriyasına keçidin təmin edilməsi ölkənin fond bazarının inkişafı baxımından zəruridir. Bu keçid eyni zamanda səhm bazarının kapitallaşma səviyyəsinin artımı ilə sıx bağlıdır. Ölkənin fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin artımı baş versədə, lakin bu müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin kapital-investisiya ehtiyaclarının qarşılınmasında yetərli sayıla bilməz. Belə ki, əsas kapitala investisiya qoyuluşlarının həcmi, həmin subyektlərin digər mənbələrdən maliyyə resurslarının cəlbə imkanları bazarın kapitallaşma səviyyəsindən hələ ki, üstündür. Fond bazarında müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin iştirak səviyyəsi və onların bazardan investisiya cəlbə imkanları kifayət qədər yüksək deyildir. Bu amil xüsusilə də özəl sektorun, qeyri-neft sənaye müəssisələrinin fəaliyyətində özünü göstərir.

Sənaye sektorunda aparıcı rol oynayan mədənçıxarma sahəsinin texniki imkanlarının yüksək olması və fond tutumluluğu onun əsas istehsal fondlarının həcmində böyüklüyünü zəruriləşdirir. Lakin, bir önəmli cəhəti də nəzərə almaq lazımdır ki, mədənçıxarma sənaye müəssisələrinin əksər hissəsi təbii inhisar subyekti olmaqla, dövlət mülkiyyətindədir. Bu baxımdan onların maddi-texniki təchizatının və investisiya-kapital qoyuluşları tələbatının qarşılınmasında əsas rol da dövlətə məxsusdur. Qeyri-neft, əsasən də emal sənaye müəssisələri özəl sektora aid olduğu üçün onların bütün maddi-texniki və maliyyə ehtiyacları öz fəaliyyətinin nəticələrinə görə qarşılır. Məhz bu növ milli müəssisələrin kapital-investisiya tələblərinin qarşılınmasında dünya təcrübəsində olduğu kimi ölkənin də fond bazarının rolu daim yüksək qiymətləndirilməlidir.

Azərbaycanda fond bazarının inkişafı ilə bağlı yerli müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin ticarət markalarının bir brend kimi formalaşmasına ehtiyac vardır. Belə ki, fond bazarında öz səhmlərini yerləşdirən müəssisə və subyektlərin brendinə inam investorların

bu istiqamətdə investisiya-kapital qoyuluşlarının artırmasında əhəmiyyətli rol oynamaqla, fond bazarının ticarət dövryyəsinin artmasına, səhm bazarının kifayət qədər kapitallaşmasına müsbət təsir göstərir.

Beynəlxalq təcürbə fond bazarında satışa çıxarılan qiymətli kağızların, səhmlərin bazar qiymətini müəyyən edən müxtəlif indekslərdən istifadəni zəruriləşdirir. Azərbaycan bazarında belə qiymətləndirici indekslərdən, səhmlərin bazar qiymətini daha aydın müəyyən edən vasitələrdən istifadə yubanmaqdadır. Belə indekslər ölkə iqtisadiyyatının inkişafının başlıca qiymətləndirici göstəricisinə çevrilməklə, əsasən də təkrar səhm bazarının inkişafında önəmli rol oynaya bilər. Qiymətli kağızların dövryyəsinin artırılmasında, bu sahədə şəffaflığın yüksəldilməsində qiymətləndirici indekslərin tətbiqinin zəruriliyi nəzərə alınmalı, onun istifadəsini təmin edəcək texniki-iqtisadi metodoloji sənədlərin hazırlanması məsələsi də xüsusi diqqət mərkəzində saxlanılmalıdır. Ümumilikdə, bazarın müəyyən dərinliyinə nail olmaqla, indekslərin tətbiqinə nail olmaq daha məqsədəuyğundur. Belə ki, bazarın təkmilləşdirilməsi, aparalan əməliyyatların çeşidinin və keyfiyyətinin yüksəldilməsi bu dərinliyin təmin edilməsində xüsusi əhəmiyyət kəsb edir.

Bazarın inkişafı, burada iştirakçıların və investorların fəallığının yüksəldilməsi, onların qarşılıqlı maraqların qorunması məsuliyyətlik-inam səviyyəsinin gücləndirilməsi kimi məsələlərlə sıx bağlıdır. Bununla bağlı həmçinin informasiya şəffaflığının artırılması da zəruri məsələlərdən hesab olunur. Sahə üzrə hüquqi-normativ bazanın məhz bu baxımından təkmilləşdirilməsinə ehtiyac artmaqdadır. Müvafiq hüquqi-normativ bazanın təkmilləşdirilməsi və informasiya sisteminin gücləndirilməsi ilə bağlı aşağıdakı amillərə diqqətin artırılması məqsədəuyğundur:

- ❖ İnformasiyanın açılması üçün zəruri olan tələblər sisteminin səmərəliliyinin artırılması;
- ❖ Müəssisələrin informasiya şəffaflığının səviyyəsinin yüksəldilməsi;

- ❖ İnformasiyanın açılması sisteminin səmərəliliyinin artırılması;
- ❖ İnformasiyanın açılmasının hüquqi mühitini müəyyən edən qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsi, informasiyanın açılması üzrə tələblərin yerinə yetirilməsi üzrə yoxlama və nəzarət mexanizmlərinin gücləndirilməsi, belə tələblərin pozulmasına görə məsuliyyətin artırılması;
- ❖ Emitentlərin məsuliyyətinin artırılması.

Fond bazarının inkişafı baxımından yeni alət kimi bələdiyyələrin qiymətli kağızlarının buraxılmasına ehtiyac vardır. Bu qurumlar geniş əhali kütləsi üçün borc qiymətli kağızları buraxa, cəlb olunmuş vəsaitləri bələdiyyə proqramlarının reallaşmasında istifadə edə bilərlər. Hazırda regionlarda sosial-iqtisadi inkişafa nail olmağın ən vacib amillərindən biri kimi yeni maliyyələşmə aləti olan bələdiyyə qiymətli kağızlarının buraxılması da hesab oluna bilər.

Azərbaycanın fond bazarında xarici investorların fəaliyyətinin təşkili ölkə iqtisadiyyatının inkişaf etdirilməsində vacib amillərdən biridir. Azərbaycan fond bazarı xarici investorlar və beynəlxalq qurumlar üçün cəlbedicidir. Onlar kapital yatırılması imkanları baxımından Azərbaycan bazarını kifayət qədər perspektivli bazar hesab edirlər ki, bu da ölkədə əlverişli investisiya mühiti ilə əlaqədardır. Həmçinin, bazarın fəaliyyətinin genişləndirilməsi ilə bağlı investorların maarifləndirilməsinə, investisiya və korporativ idarəetmə mədəniyyətinin yüksəldilməsinə və bu istiqamətdə xüsusi proqramların işlənilib hazırlanmasına və həyata keçirilməsinə də ehtiyac vardır.

Ölkədə iri və orta müəssisələr əsasən əvvəl dövlətə məxsus və blok halında özəlləşdirilən və səhmdar cəmiyyətinə çevirilən müəssisələrdir. Bu müəssisələrin səhmdarlarının təkrar bazarın inkişafında necə maraqlı olacaqlarını araşdırmaq zəruridir. Həmçinin, kiçik və orta müəssisələr fond bazarından maliyyə vəsaiti əldə etmək məqsədilə istifadə edə bilərlər, lakin bu zaman yeni səhmdarların da məqsədi mühümdür. Onlarda təkrar bazarın, xüsusilə də səhm bazarının inkişafında maraqlı olmasalar demək ki, birja yenə əvvəlki bazar kimi fəaliyyət göstərəcəkdir.

Fond bazarının inkişafı ilə bağlı onun institusional, infrastruktur sistemin təkmilləşdirilməsinə, beynəlxalq bazarlarla daha geniş ticarət əlaqələri yaratmaq potensialının artırılmasına da diqqət artırılmalıdır. Həmçinin, bazarda maliyyə vasitəçiliyi fəaliyyətinin artırılması, korporativ idarəetmə mexanizminin genişləndirilməsi, iştirakçıların peşəkar hazırlığın yüksəldilməsi məsələləri də sistemli şəkildə həll edilməlidir.

Ölkənin fond bazarının inkişafı ilə bağlı mühüm rol oynayan yerli müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin fəallığı amili də öz həllini tapmalıdır. Mövcud amal müəssisə və təsərrüfatların maddi-texniki bazasının gücləndirilməsi, maliyyə-təsərrüfat fəaliyyətinin genişləndirilməsi, rəqəbətqabiliyyətli məhsul istehsalına yönümlü-lüyün artırılması kimi mühüm istiqamətlərlə sıx bağlıdır. Bu baxım-dan yerli müəssisə və təsərrüfatların idarəetmə sisteminin təkmilləş-dirilməsi, onlar üzrə daha səmərəli dəstək mexanizminin müəyyən-ləşdirilməsi, bu sahədə metodoloji-standart bazasının beynəlxalq tələblər baxımından təkmilləşdirilməsi kimi kompleks tədbirlərin həyata keçmə prosesi sürətləndirilməlidir.

4.6. Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişaf problemləri

Müasir fond bazarının əsas vəzifələri ilə yanaşı - vasitəçi və qiymətyaratma, həmçinin ictimai istehsal tənzimləyicisinə xidmət göstərmək, istehsalçılara ictimai tələblər haqqında informasiya təq-dim etmək, iqtisadiyyatın bir sektorundakı ehtiyatların digərlərinə və ayrı-ayrı sektorların daxilində əridilməsinə kömək göstərmək kimi digər vəzifələrini də qeyd etmək xüsusi zərurətdən irəli gəlir.

Ölkənin fond bazarının (Bakı Fond Birjası) fəaliyyətə başladığı vaxtdan hal-hazırədək keçdiyi yol qısa olmayıb. Bu gün bu bazar bütün qiymətli kağızlar bazarının (QKB) infrastrukturunun əsası-dır. Buna baxmayaraq, QKB-nin inkişafındakı çatışmazlıqlar, həm də birjanın vəziyyətindən xəbər verir. Beləliklə, mövcud ölkə ba-

zarı bir tərəfdən Azərbaycan Mərkəzi Bankı və Maliyyə Nazirliyi, digər tərəfdən isə əsas hissəsi bankların qiymətli kağızlarına malik olan investorlar arasında vasitəçi rolunda çıxış edir. Birjanın korporativ sektoru praktiki olaraq kifayət qədər inkişaf etməyib. Burada həmçinin, daha çox banklar tərəfindən emisiya olunan (banklar səhmləri faktiki olaraq nizamnamə kapitallarının artırılması üçün emisiya edirlər) möhkəmlənmiş əsas rola malik qiymətli kağızlarla ilkin bazarın istiqrazları iştirak edirlər.

Birjanın fəaliyyətində dövlət qiymətli kağızları öz yüksək mövqeyini hələ də saxlamaqdadır. Bu amil dövlətin bu bazarı inkişaf etdirmək məqsədlərindən çox bank sektorunun ehtiyaclarının qarşılınmasına xidmət etməkdədir.

Mərkəzi Bankın NOT-ları və Maliyyə Nazirliyinin istiqrazları büdcə kəsirlərinin örtülməsinə də ciddi təsir göstərmir və bu alətlərin hər ikisi qısamüddətli xarakter daşıyır. Uzunmüddətli alətlərin olmaması şübhəsiz ki, onların yüksək satınalınma təminatındakı çətinliklərlə əlaqədardır. Bazarda daha çox banklar fəaliyyət göstərir və hələlik onların xüsusi çəkisini azaltmaq mümkün olmayıb. Birja və bank sektoru arasında müəyyən rəqabətin olduğunu nəzərə alsaq, yaxın zaman içərisində bunu etmək mümkün olmayacaq. Banklar isə, qiymətli kağızlara qoyuluşlarda ciddi maraq göstərmir, əsasən öz qiymətli kağızları ilə bağlı əməliyyatlarla bağlı fəaliyyət göstərirlər. Ölkə müəssisələri tərəfindən qiymətli kağızların və istiqrazların bazarda uğurlu yerləşdirilməsi onların bank kreditlərinə maraqlarını azaldar.

Bazarda geniş çeşidli alətlərin olmaması qiymətli kağızların nisbətən daha optimal portfelinin yaradılmasını çətinləşdirir. Korporativ qiymətli kağızlar sektorunda səhm və istiqraz alətlərinin çeşidi də azdır. Bu şəraitdə bazarda investorların tərkibinin və strukturunun genişləndirilməsi cəhdi çətinliklər yaradır. Qeyd edilən problemlər ölkədə fond bazarının inkişafının ləngiməsinə öz təsirini təsir göstərir.

Bazarın inkişafı iqtisadi metodların geniş tətbiqi, birja məlumatlarının yayılması və təhlili kimi amillərlə sıx bağlıdır. Burada bir

neçə informasiya – təhlil mərkəzlərinin və ya ümumi bazar xidmətinin yaradılması zəruridir. Bundan başqa birjanın mütəmadi olaraq bəzi daxili qaydalarına və öz fəaliyyət şərtlərinə baxması vacib məsələdir.

Azərbaycanda fond bazarının təşəkkül tapması və inkişafı onun bazar iqtisadiyyatı institutları sırasına əsaslı şəkildə transformasiyası ilə bağlıdır və bu aktual problem hesab olunur.

Fond bazarının ölkədə kapital və investisiya təminatının əsas maliyyələşmə mənbəyi və mexanizmi kimi formalaşdırılması - onun dayanıqlı iqtisadi inkişafın zəruri amilinə çevrilməsinə, texniki tərəqqiyə və cəmiyyətin rifah halının yaxşılaşdırılmasına səbəb olacaqdır. Belə strateji məqsədə yalnız dövlətin və milli kapitalın sıx qarşılıqlı fəaliyyəti əsasında nail oluna bilər. Bununla yanaşı, beynəlxalq təcrübə göstərir ki, yüksək texnologiyalar sahəsində fəaliyyət göstərən firma və şirkətlərin inkişafı üçün məhz fond bazarı birinci dərəcəli əhəmiyyət kəsb edən maliyyə mənbəyidir. Qloballaşma şəraitində Azərbaycan dünya iqtisadiyyatına inteqrasiya etdikcə maliyyə sferası ilə fond bazarı arasında əlaqələr daha da dərinləşir.

Ölkənin fond bazarının başlıca problemi kimi maliyyə resurslarının qeyri-səfərbərliyi ilə yanaşı, investisiya fəaliyyətinin əsaslandırılmaması diqqəti cəlb edir. Bu amilin də təzahürlərindən biri kimi inam böhranı və ya maliyyə institutlarına inamın zəif olmaması çıxış edir. Kiçik investorların “yuyulub aparılması”, əksər səhmdar cəmiyyətlərinə, müəssisələrə nəzarət edən və səhmlərin gəlirliyinin və likvidliyinin saxlanılmasında, dividend siyasətinin aparılmasında maraqlı olmayan iri mülkiyyətçilərin üstünlük təşkil etməsinə gətirib çıxartmışdır.

Emitentlər açıq kapital bazarına çıxmaqda maraqlı olmadıqlarından onlar bazarın kapital cəlbədiciliyi imkanlarını başa düşmür və müstəqil olaraq bazara çıxmağa hazırlaşa bilmirlər. Maliyyə institutları və emitentlər ölkə müəssisələrinin bazar kapitallaşmasının obyektiv qiymətləndirilməsində maraqlı deyillər. Lakin, məhz bazar iqtisadiyyatı obyektivlik naminə şirkətlərin daxili

maliyyə hesabatı ilə yanaşı, investorlar üçün ən sadə və mümkün meyarlar olan – şəffaf fond bazarında “risk-gəlir” əsasında fəaliyyətin qiymətləndirilməsini tələb edir.

Fond bazarı iştirakçılarının strukturunda mobil möhtəkir kapitalının nümayəndələri üstünlük təşkil etsəldə, fərdi investorların geniş dairəsi passivdirlər. Fond bazarının tənzimlənməsi isə milli fond bazarının fəaliyyətinin ən zəif yeridir. Bu problem özünü aşağıdakı amillərdə göstərir:

- ❖ Qiymətli kağızlara investisiyanın vergi stimullaşdırılmasının olmaması;

- ❖ Qiymətli kağızlar bazarını tənzimləyən dövlət orqanlarının daimi maraq münəfişəsi;

- ❖ Böhran əleyhinə tənzimlənmənin olmaması;

- ❖ Gündəlik proseslərə təsir etməyin qeyri-mümkünlüyü;

- ❖ Fond bazarının normativ-hüquqi bazasında boşluqların və ziddiyyətlərin mövcudluğu;

- ❖ Fond bazarının tənzimlənməsi məsələlərində mövcud qanunvericilik və normativ aktların yerinə yetirilməsi üzərində nəzarətin kifayət qədər olmaması.

Bütün dünyada fond bazarının inkişaf səviyyəsinin vacib indikatorlarından biri səhm bazarının məcmu kapitallaşması (şirkətlərin bazar dəyəri) ilə Ümumi Daxili Məhsulun həcmi arasındakı nisbət hesab olunur. Ölkənin fond bazarı aşağı kapitallaşma səviyyəsi ilə iri olmayan maliyyə institutları əsasında qurulub ki, bunların da daha diversifikasiyalı və iri biznesə qədər artması qarşıda durur. Regional bazarlar qapalıdır: təkcə sərhədlər çərçivəsində deyil, həmçinin daha çox regional çərçivədə maliyyə məhsullarına təkliflər yoxdur.

Ölkədə fond bazarı iqtisadiyyatın real sektoru ilə zəif əlaqələndirilib və kapitalların bölüşdürülməsi üzrə funksiyasını qeyri-qənaətbəxş yerinə yetirir. Bazar ilkin mərhələsində investisiya prosesi ləngiyir, səhmdarlar və menecment nadir hallarda gəlirin öz müəssisələrinin inkişafına investisiya olunması haqqında məlumatlandırılırlar.

Fond bazarının yaranması və inkişafı üçün zəruri olan bir sıra amillərin əks istiqamətdə olması da bazarın zəif inkişafını şərtləndirir. Bu amilləri aşağıdakı kimi sistemləşdirmək olar:

❖ Fond bazarının inkişafı müəssisələrin və dövlətin maliyyələşmə mənbələrini necə axtarmaları ilə şərtlənir. Bu bazarda maliyyə mənbəyi axtaran subyekt, nəzəri və praktik cəhətdən ilk növbədə özünün yüksək gəlirliyini, perspektivliyini cəmiyyətə aşkar etməklə nail ola bilər. Amma Azərbaycan reallığında bu sanki öz təkmil ifadəsini tapmır. Yüksək gəlirliyin göstərilməsinin arxasında legal fəaliyyət, vergi ödəmələri durur. Bu amil isə, ümumi şəkildə çox vaxt müəssisəyə “sərf” etmir.

❖ Energetika və digər dövlət sektoruna yönələn külli miqdarda xarici investisiyalar fond bazarının yaradılmasının zərurətlərindən biri olan xarici maliyyələşmə problemini nisbətən arxa plana çəkir. Hökumətin ekspansionist büdcə siyasəti aparmaması və eyni zamanda bank sektorunun maliyyələşmə imkanı qiymətli kağızlar bazarına olan ehtiyacı azaldır.

Təcrübə sübut edir ki, fond bazarında ən müvəffəq və uğurlu birjalar mənfəət məqsədi daşıyırlar. Belə olan halda birjadan mənfəət gözləyən iştirakçılar, investorlar və səhmdarlar birjanın daha səmərəli fəaliyyətinin təşkilində maraqlı olacaqlar. Çünki belə birja daha çox müəssisələr, firmalar üz tutur və burada aparan əməliyyatların həcmi daha çox artmış olar. Yəni burada dövlətdən başqa birjanın səhmdarlarının da məqsədi vacibdir. Ölkənin fond bazarı mənfəət məqsədlərinə xidmət etsədə, lakin o qapalı səhmdar cəmiyyət olmaqla, geniş fəaliyyət imkanlarına malik deyildir.

Fond bazarının faydaları qeyd edilərkən, ilk növbədə fond əldə etmə faktoru ortaya çıxır. Lakin, müəssisəyə fond təmin edənlərin iki məqsədi ola bilər: ya qısa müddətli gəlir əldə etmək, yəni qısa müddətdə səhmləri əldən çıxartmaq, ya da uzun müddətə investisiya edərək müəssisənin gəlirlərinə ortaqlıq olmaq. Əlbəttə qısa müddətli gəlir əldə etmək məqsədi olanlar üçün istədiyi vaxtda səhmləri əldən çıxarda bilmə qabiliyyəti, yəni səhmlərin likvidliyi mühümdür. Azərbaycan səhmdarlarının demək olar ki, çox hissəsi

uzun müddətli səhmdar olmaq məqsədilə müəssisəyə ortaqlar olub, onun səhmdarına çevirirlər. Təbii ki, belə olan halda onlar fond bazarının, birjanın inkişafında maraqlı olmayacaqlar. Dövlət də mülkiyyətini, əmlakını blok halında özəlləşdirdiyi üçün o da fond bazarının inkişafına elə ciddi ehtiyac duymaya bilər.

Fonda və maliyyə resursuna ehtiyacı olan müəssisələr bu fondu, vəsaiti əlaqəsi olduğu banklar vasitəsi ilə təmin etməyə cəhd edir, bu səbəbdən də ölkədə əsas fond təminatçıları kimi çox vaxt bankların üstün mövqeyi olur. Mövcud vəziyyət Avropa ölkələrində də müşahidə edilir. Bu amilin isə korporativ idarəetmə sisteminin və yanasmasının inkişafına əks təsiri daha çoxdur. Çünki firma və müəssisələr banklardan borc tələf edə bildiyi üçün birjada daha aktiv olmağı özünə vacib bilir.

Fond bazarının inkişafı baxımından dövlət müəssisələri özəlləşdirilərkən blok satışdan əlavə hissə satışına da üstünlük verilməsi və bu prosesin birja vasitəsilə həyata keçirilməsi zəruridir. Yeni müəssisələrin monopoliyasına qarşı göstərilən həssaslığı səhmdarların monopoliyasına qarşı da göstərmək olar. Birja səhmdarları isə kiçik və orta müəssisələrin də birjada fond təminatına və cəlbinə şərait yaratmalıdırlar. Bu halda ölkədə kiçik, yeni yaranan və geniş perspektivli müəssisələrə inkişaf imkanları yaradılar və bunun vasitəsilə də fond bazarının fəallığı artmış olar. Təcürbə göstərir ki, belə müəssisələrin bank kreditindən faydalanma imkanları aşağı olur və onlar birja vasitəsilə maliyyə-təsərrüfat fəaliyyətinin əlavə maliyyələşdirilməsində maraqlı olurlar. Məhz bu amil Azərbaycanda da NASDAQ (ABŞ), Nouveau Marché (Fransa) kimi birjaların analoqunun yaranmasında əhəmiyyətli rol oynaya bilər.

Azərbaycan fond bazarının inkişafı müəssisələrin fəaliyyəti ilə bağlı geniş çeşiddə məlumatların əldə etmək imkanının yaranmasından da aslıdır. Belə ki, müəssisələr şəffaflığın əhəmiyyətini anlayışla qarşılamalı və şəffaflığın imkanları ilə fəaliyyətlərinin genişlənməsinə inam göstərməlidirlər. Çünki müəssisəyə sərmayə qoyan şəxs həmin müəssisə ilə bağlı geniş çeşiddə məlumat əldə etmək məqsədi güdür və bu baxımdan məlumatlar fəaliyyətin son-

rakı proseslərinin qiymətləndirilməsinə də imkan yaratmalıdır. Lakin, ölkənin fond bazarında belə yanaşmanın kifayət qədər formalaşmaması və səhmdarların səhmlərinin təkrar bazarda satmağa ehtiyacının olmaması kimi amillər də mövcud bazarın inkişafına maneələr yaratmaqdadır.

Ölkənin özəlləşdirilən nisbətən iri müəssisələri əsasən əvvəl dövlətə məxsus olub, blok halında satılan müəssisələrdir. Bu müəssisələrin səhmdarlarının təkrar bazarın inkişafında necə maraqlı olacaqlarını xüsusi aşdırmaq zərurəti vardır. Ölkənin kiçik və orta müəssisələrinə birjadan maliyyə vəsaitləri əldə etmək imkanları yaratmaq mümkün olsada, lakin bu zaman yeni səhmdarların yaranması və onların maraqlarının da gözlənilməsi mühümdür. Onlar da təkrar bazarın inkişafında maraqlı olmasalar demək ki, birja yenə ilkin bazar kimi fəaliyyət göstərəcəkdir. Ölkənin fond bazarında təkrar bazarın vacibliyini göstərən kompleks tədbirlərin həyata keçirilməsinə zərurət artmaqdadır.

Bazardan borclanan və ya bazarda səhmlərini sataraq maliyyə vəsait əldə etmək istəyən müəssisə bunun üçün bazarı mütəmadi olaraq şəffaf məlumatlarla təmin etməlidir. Lakin, belə ehtiyac banklar üçün yoxdur, çünki onlar istədikləri kimi məlumatı müəssisələrdən, şirkətlərdən əldə edə bilirlər. Ölkə müəssisələrinin banklardan borclanma səviyyəsini və imkanını müasir şəraitdə təbii qarşılamaq olar, çünki maliyyə-kredit və digər bu kimi bazarlarda bu qurumlar öz üstün mövqeləri ilə çıxış edirlər. Məhz bununla bağlı ölkənin fond bazarının inkişafı üçün daha geniş imkanlar yaranmaqdadır. Bu istiqamətdə həm də mariflənmə tədbirlərinə ehtiyac artmaqdadır.

Belə bir məsələ xüsusi narahatlıq yaradır, banklar maliyyə bazarının inkişafında maraqlıdırlarmı. Yoxsa onlar ölkədə yeganə gəlir-qaynaq mənbəyi olmaqla, daha mənfəətli fəaliyyət göstərmələrini əsas götürürlər. Borcvermə qarşılığında bankların müəssisə fəaliyyətinə nəzarət imkanları və məsrəfləri yüksəkdir. Halbuki birjadan alına biləcək məlumatlar bankların bu imkanlarını və məsrəflərini azalda bilər. Əlbəttə banklarla müəssisələrin səhmdar-

ları arasındakı əlaqələr də vacibdir. Ölkədə müəssisə idarəetməsinə də və menecementində paylaşımçılıq fikri zəif inkişaf etmişdir. Səhmdarlıq institutunun inkişafı və çeşidlənməsi isə yalnız güclü maliyyə-fond bazarları, əsasən də təkrar bazar vasitəsilə mümkün ola bilər.

Zənnimizcə, Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişafını ləngidən səbəbləri, problemləri aşağıdakı kimi təsnifləşdirmək zəruridir:

- ❖ Mövcud hüquqi-normativ və metodoloji bazanın təkmilləşməyə ehtiyacının artması;

- ❖ Bazarın kapitallaşma səviyyəsinin aşağı olması;

- ❖ Bazarın beynəlxalq bazarlara açılma imkanlarının məhdudluğu və xarici investorların ölkə bazarında iştirakının qeyri-qaneedici səviyyəsi;

- ❖ Bazarda investisiya cəlbədiciliyinin zəifliyi;

- ❖ Bazarın likvidlik səviyyəsinin qeyri-müəyyənliyi;

- ❖ İnvestorların hüquqlarının qorunması üçün hüquqi və təşkilatı-tənzimləyici islahatların qaneedici səviyyədə olmaması;

- ❖ Korporativ qiymətli kağızlar bazarının, xüsusən də səhm bazarının qeyri-mütəşəkilliyi;

- ❖ Real sektora və biznes mühitinin inkişafına yönəlmiş ilikin və təkrar bazarların inkişafının qənaətbəxş səviyyədə olmaması;

- ❖ Hüquqi və fiziki şəxslərin bazarda iştirak səviyyəsinin zəifliyi;

- ❖ Əhəlinin və digər maraqlı tərəflərin bazara olan inamının kifayətdər formalaşmaması;

- ❖ Bazarın mobilliyinin, informasiya təminatının və İKT imkanlarından (xüsusilə də müasir proqram təminatlarından) istifadəsinin kifayət qədər yüksək olmaması;

- ❖ Bazarda qiymət mexanizminin, qiymət indekslərinin müasir bazar tələblərinə uyğun təşkil edilməməsi;

- ❖ Ölkədə bazar rəqabət mühitinin inkişafına ehtiyacın artması və müəssisələrin maliyyə-təsərrüfat fəaliyyətinin beynəlxalq standartlara keçidinin sürətləndirilməsində olan ləngimələr;

- ❖ Bazarın infrastrukturunun və qanunvericilik bazasının təkmilləşdirilməsinə ehtiyacın artması;
- ❖ Bazarın təşklinin və tənzimlənməsinin kommersiya yönümlü istiqamətliyinin və şaxələnməsinin aşağı olması;
- ❖ Bazarda özünütənzimləmə mexanizminin tətbiqinin həyata keçirilməməsi;
- ❖ Bazar statistikasının kifayət qədər formalaşmaması və informasiya təminatının şəffaflaşdırılmasına ehtiyacın yüksəkliyi.

BƏŞİNCİ FƏSİL

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA FOND BAZARININ İNKİŞAFI İLƏ BAĞLI TƏKLİF VƏ TÖVSIYYƏLƏR

Azərbaycan Respublikasının sosial-iqtisadi inkişafı ilə bağlı həyata keçirilən konsepsiya və proqramlarda qiymətli kağızlar, əsasən də fond bazarının inkişafı ilə bağlı əsaslandırılmış mühüm tədbirlər müəyyən edilmişdir.

“2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” Dövlət Proqramında nəzərdə tutulan məqsəd və vəzifələr, onların icra mərhələləri ölkədə müasir tələblərə uyğun fond bazarının yaradılmasında xüsusi əhəmiyyət kəsb etməkdədir. Dövlət proqramının həyata keçirilməsinə xüsusilə dəstək verən, onun daha yüksək və geniş səviyyədə icrasına təsir edən “Azərbaycan 2020: Gələcəyə Baxış” İnkişaf Konsepsiyası”dır. Müvafiq proqram və konsepsiyanın məqsəd və vəzifələrini, müddəalarını əsas götürüb, müasir dünyada baş verən inkişaf meyllərini də diqqətə alıb, zənnimizcə ölkənin fond bazarının perspektiv inkişafı ilə bağlı aşağıdakı təkliflərin də nəzərə alınmasının iqtisadi və hüquqi əsasları vardır.

Azərbaycan Respublikasının fond bazarının inkişafı beynəlxalq maliyyə - fond bazarlarının inkişafı ilə sıx bağlı inkişaf etməlidir. Məhz belə yanaşma ölkənin maliyyə-fond bazarının perspektiv inkişafı ilə bağlı qəbul edilən dövlət proqram və konsepsiyalarında da öz əksini tapmaqdadır. Ölkənin fond bazarının perspektiv inkişafında aşağıdakı əsas amillərin nəzərə alınması xüsusi zərurətdən irəli gəlir:

- ❖ Kapitalın konsetrasiyası və mərkəzləşdirilməsi;
- ❖ Bazarın beynəlmiləşməsi və qloballaşması;
- ❖ İdarəetmə sisteminin və mexanizminin təkmilləşdirilməsi, səmərəli nəzarət sisteminin tətbiqi;

- ❖ Əməliyyatların aparılmasında yeni informasiya kommunikasiya texnologiya proqramlarından istifadə olunması;
- ❖ Bazarda yeni maliyyə alətlərinin tətbiqi;
- ❖ Bazarın sekryutirizasiyası;
- ❖ Qiymətli kağızlar bazarları arasında qarşılıqlı əlaqələrin artırılması.

Bütün bunlar fond bazarının həcmnin və davamlılığının artmasına səbəb olmaqla yanaşı, həm də onun sosial-iqtisadi inkişaf prosesindəki rolunun da yüksəlməsinə təsir göstərəcəkdir.

5.1 Fond bazarının inkişaf strategiyasında nəzərə alınmalı keyfiyyət dəyişiklikləri

Fond bazarının inkişaf strategiyasının həyata keçirilməsində aşağıdakı keyfiyyət amilləri də nəzərə alınmalıdır:

- ❖ Biznes fəaliyyəti ilə məşğul olan yerli müəssisələrin əksəriyyəti kapital bazarına yol tapamalı, nəticədə, ölkə müəssisələrinin fond bazarında ilkin səhmlərinin yerləşdirilməsinin sayı dəfələrlə artmalıdır;

- ❖ Maliyyə təşkilatları tərəfindən əhaliyə və qeyri-maliyyə müəssisələri sektoruna təqdim olunan fond bazarı və xidmət vasitələrinin çeşidi əsaslı şəkildə genişlənməlidir;

- ❖ Qiymətli kağızlarla sazişlər bağlanması, onların uçotunun etibarlı aparılması və qorunması üçün rəqabət şəraiti artırılmalıdır. Bu amil həm də Azərbaycanda yerli aktivlərin əsas payı üzrə ticarətin milli hüquqi əsaslar üzrə həyata keçirilməsinə səbəb olmalıdır;

- ❖ Kollektiv investisiya institutları inkişaf etməli və möhkəmlənməlidir. Fond bazarında investorlar arasında uzunmüddətli kapital qoymağa meyilli olanlar arasında konservativ fondların payının artmasına daha geniş şərait yaradılmalıdır;

❖ İnvestorların hüquq və mənafeələrinin pozulmaması nəticəsində onların dəymiş itkilərinin azaldılmasına doğru tədbirlərin sayı artırılmalıdır.

5.2 Azərbaycan Respublikasında fond bazarının perspektiv inkişaf istiqamətləri

Milli müəssislərin uzunmüddətli investisiya resurslarının əsas mənbəyi kimi fond bazarının imkanlarına getdikcə daha çox maraq göstərmə istiqaməti xüsusi diqqət mərkəzində saxlanmalı və bu əlaqənin davamlılığı üçün münbit şərait yaradılmalıdır. Fond bazarının həm də real sektor üçün investisiyaların cəlb olunmasının səmərəli mexanizmi kimi çıxış etməsi əsas götürülüb, belə mexanizmin təkmilləşdirilməsi və inkişafı ilə bağlı xüsusi strategiya hazırlanmalıdır. Ölkədə güclü və çevik fond bazarının təşkili və inkişafı aşağıdakı istiqamətlər üzrə kompleks tədbirlərin həyata keçirilməsini zəruriləşdirir:

❖ Qanunvericilik və normativ-metodoloji bazanın təkmilləşdirilməsi;

❖ Korporativ qiymətli kağızlar bazarının inkişafının sürətləndirilməsi;

❖ Bazarda idarəetmə və tənzimləmə mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi;

❖ Bazara olan inamın gücləndirilməsi, fiziki və hüquqi şəxslərin investisiyalarının cəlbə üçün stimullaşdırıcı tədbirlərin həyata keçirilməsi;

❖ Fond bazarının inkişafı səviyyəsi və uzunmüddətli iqtisadi inkişaf tempi arasında sıx və sabit əlaqənin yaradılması;

❖ Fond bazarının milli iqtisadiyyat çərçivəsində kapital bölgüsündə fəallığının artırılması ilə ictimai istehsalın səmərəliliyinin yüksəlməsinə şərait yaradılması;

❖ Fond bazarının və ilk növbədə səhm bazarının inkişafı ilə milli iqtisadiyyatda reallaşdırılan investisiya layihələrinin geniş-

ləndirilməsinə imkanların artırılması, bu bazar vasitəsilə uzaq gələcəkdə də milli iqtisadiyyatın rəqabət qabiliyyətinə daha çox təsir edən layihələrin həyata keçirilməsinin stimullaşdırılması;

❖ Fond bazarında yüksək texnologiyalı sahələrin və şirkətlərin fəaliyyətinə xüsusi şərait yaradılması, bazarın həmçinin beynəlxalq səviyyədə milli iqtisadiyyat üçün texnoloji liderliyin təminatçısı və milli iqtisadiyyatda səmərəli innovasiya keçiricisi kimi çıxış etməsinə imkanlar yaradılması;

❖ Fond bazarında makroiqtisadi sabitliyin təmin edilməsi vəzifəsini yerinə yetirməyə səbəb olan geniş çeşidli maliyyə alətlərindən istifadə edilməsinə şərait yaradılması;

❖ Fond bazarının qeyri-bank sektoru ilə inkişafının gücləndirilməsi.

❖ Maliyyə sektorunda rəqabətqabiliyyətli institutlarının formalaşması üçün zəruri zəmin yaradılması;

❖ Ölkə müəssisələrin kapital bazarına çıxması üçün tənzimləyici maneələrin azaldılması və maliyyə bazarının yeni alətlərinin formalaşdırılmasının hüquqi əsaslarının yaradılması;

❖ İnvestorların hüquqlarının müdafiəsi üzrə qanunvericilik bazasının təkmilləşdirilməsi;

❖ Maliyyə-fond bazarında investisiya riskinin azaldılması və tənzimləmə sisteminin islahatı;

❖ Fond bazarı uçot-hesablama infrastrukturunun təkmilləşdirilməsi, yeni texnologiyaların tətbiq edilməsi;

❖ Birjaların və ticarət sistemlərinin rəqabət qabiliyyətinin yüksəldilməsi;

❖ Bazarın peşəkar iştirakçılarının risklərinin idarəetmə sisteminin tətbiqi;

❖ Yığıcı pensiya sistemlərinin və kollektiv investisiya institutlarının inkişaf etdirilməsi;

❖ Sığorta institutlarının inkişaf etdirilməsi.

Ölkə müəssisələrinin kapital bazarına çıxmasının tənzimləyici maneələrini azaltmaq və yeni maliyyə-fond bazarının müasir va-

sitələrinin hüquqi əsaslarının yaradılması aşağıdakı tədbirlər kompleksini həyata keçirməyi nəzərdə tutur:

- ❖ Yeni yaranmış maliyyə alətləri bazarının inkişafı;
- ❖ Maliyyə aktivlərinin mühafizəsi vasitələrinin və ipoteka qiymətli kağızlar bazarının inkişafı;

- ❖ Müəssisələrin milli kapital bazarına çıxmasında transaksiya itkilərinin azalması məqsədilə artıq hüquqi maneələrin ləğv edilməsi.

- ❖ İnvestorların hüquqlarının mühafizəsinin qanunvericilik bazasının möhkəmləndirilməsi və maliyyə bazarında investisiya riskinin azaldılması aşağıdakı tədbirlər kompleksinin həyata keçirilməsini nəzərdə tutur:

- ❖ İnformasiyanın açılmasına dair tələblər sisteminin səmərəliliyinin artırılması;

- ❖ İnsayder informasiyasından və insayder ticarətindən istifadə edilməsi probleminin həlli;

- ❖ Birləşmə, yenidən təşkil olunma zamanı bazarda səhmdarların hüquqlarının müdafiəsi;

- ❖ Korporativ qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsi və korporativ idarəetmə prinsiplərinin inkişafı;

- ❖ Maliyyə-fond bazarında kompensasiya mexanizmlərinin inkişafı.

- ❖ Fond bazarında tənzimləmə islahatının aparılması aşağıdakıları nəzərdə tutur:

- ❖ Fond bazarında tənzimləmə üzrə kollegial orqanın yaradılması və fəaliyyəti üçün qanunvericilik əsaslarının hazırlanması;

- ❖ Fond bazarının tənzimlənməsi və özünü-tənzimləmə sisteminin inkişafı vasitəsi ilə qərarlar qəbul edilməsi prosesinə qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarının, investorların və emittentlərin cəlb olunması;

- ❖ Listinq və delistinqin tənzimlənməsi, həmçinin qiymətli kağızların hərraca çıxarılması və onların qiymətləndirilməsi qaydalarının təkmilləşdirilməsi;

- ❖ Birja hesablamaları mexanizminin təkmilləşdirilməsi;

❖ Birja səhmdarı olmayanların bazara çıxışı məsələsinə baxılması;

❖ Mövcud ticarət rəqlamenti və birja komissiyası sisteminin dəyişdirilməsi;

❖ Ticarət sisteminin və depozitariyanın işinin təkmilləşdirilməsi;

❖ Bazarda yeni xidmətlərinin işlənməsi və tətbiq edilməsi;

❖ Fond indekslərinin işlənməsi və hesablanması;

❖ Birja informasiyası formalarının standartlaşdırılması və vahid şəkllə salınması.

❖ Fond bazarının inkişafı ilə bağlı olaraq Azərbaycanda yaxın müddətdə yerinə yetiriləcək tədbirlərə bunlar aid edilməlidir:

❖ İdarəetmədə peşəkarlıq səviyyəsi müxtəlif metodlarla təkmilləşdirilməlidir. Bura sahibkar-menecement-təşəbbüskar yanaşmasından, müəssisələrin peşəkar konsultinq xidmətlərindən yararlanmaya qədər geniş bir istiqamət daxildir.

❖ Sığorta sistemi inkişaf xəttində olmalıdır.

❖ Fərdi (özl) təqaüd quruluşları təkmilləşdirilməlidir.

❖ İnvestisiya banklarının inkişafına şərait yaradılmalıdır.

❖ Ciddi bir şəffaflıq növü təsis edilməlidir. Müəyyən miqyasda (kapital, işçi sayı və s.) müəssisələrə internet saytı və burada əsas bilgiləri yayınlama məcburiyyəti gətirilməlidir.

5.3 İnvestorların hüquqlarının müdafiəsi üzrə qanunvericilik bazasının möhkəmləndirilməsi

❖ İnformasiyanın açılmasında səmərəliliyin tərəflər üçün maraqlar artırılmasına sistemin artırılması;

❖ Müəssisələrinin informasiya şəffaflığı səviyyəsinin mütəmadi olaraq yüksəldilməsi.

❖ İnformasiyanın açılması sisteminin səmərəliliyinin artırılması üç əsas istiqamətdə aparılmalıdır:

❖ İnformasiyanın açılmasının hüquqi mühitini müəyyən edən qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsi;

❖ İnformasiyanın açılması üzrə tələblərin yerinə yetirilməsi üzrə yoxlama və nəzarət mexanizmlərinin təkmilləşdirilməsi, belə tələblərin pozulmasına görə məsuliyyətin müəyyən edilməsi;

❖ İnformasiyanın toplanması, işlənməsi, təhlili və kütləvi surətdə açılmasının səmərəliliyinin artırılması üçün müasir informasiya texnologiyalarından istifadə olunması, habelə maraqlı şəxslərin informasiya bazasına daxil olmasına şərait yaratadılması.

İnformasiyaların açılmasına qoyulan tələblər bütövlükdə beynəlxalq standartlara uyğun olmalıdır. Bununla belə, informasiyanın açılmasına tələblər sisteminin səmərəliliyini azaldan bir sıra problemlər mövcuddur. Belə problemlərin hüquqi-normativ aktlar səviyyəsində həlli resurslarını əslində tükənmiş hesab etmək olar və onların həlli üçün mövcud qanunvericiliyə dəyişikliklər aparılmalıdır.

5.4 Beynəlxalq maliyyə standartları üzrə hesabatın təqdim edilməsi

Emitentin maliyyə hesabatı müəssisənin kredit qabiliyyətli olmasının, investisiya obyektini kimi qiymətli kağızlarının cəlbediciliyinin qiymətləndirilməsinin və təhlilinin əsas elementlərdəndir. Bununla əlaqədar olaraq dünyanın bütün maliyyə-investisiya institutları müəssisələr tərəfindən açıqlanan maliyyə informasiyasının əldə edilməsinə, anlaşıqlığına və dəqiqliyinə xüsusi diqqət yetirirlər. Yerli mühasibat uçot qaydaları üzrə tərtib olunmuş hesabat istifadəçilərə hərtərəfli məlumat vermir, onun məlumatları digər ölkələrdəki şirkətlərin hesabatlarının bir çox parametrləri ilə uyğun gəlmir. Belə durum da yerli müəssisələrin fəaliyyətinin tam təhlil edilməsi və investorlar tərəfindən əsaslandırılmış iqtisadi qərarların qəbul olunması ilə bağlı məsələlərdə çoxlu maneələr yaradır. Müəssisələr qrupunun (əsas və törəmə) maliyyə-təsərrüfat fəaliyyəti haqqında qanunvericilik üzrə müəyyən olunmuş standartlar səviyyəsində ümumiləşdirilmiş hesabatın olmaması həmçinin

nin, maliyyə informasiyasının açılışı sahəsində mühüm problemlərdəndir. Digər tərəfdən, ümumi hesabatın məcburi audit üzrə tələblərinin olmaması da investisiya qərarının qəbul edilməsi üçün təqdim olunmuş maliyyə informasiyasının etibarlılığını və qiymətini xeyli aşağı salır. Maliyyə hesabatının keyfiyyəti üzrə qəbul olunmuş meyar, onun Beynəlxalq Maliyyə Hesabatları Standartlarına (BMHS) uyğun gəlməsidir.

Ölkə qanunvericiliyində BMHS üzrə hesabatların təqdim edilmə tələbləri kifayət qədər təkmilləşməmişdir, buna görə də belə hesabatları tərtib edən müəssisələr bu işi yalnız öz təşəbbüsləri ilə yerinə yetirirlər. Lakin, BMHS üzrə hesabatı açıqlayan müəssisələrin yarıdan çoxu maliyyə ili başa çatdıqdan sonrakı altı ay ərzində bu işi başa çatdırı bilmirlər. Bu qədər gecikmə ilə daxil olan maliyyə informasiyasını hər hansı investisiya və ya digər iqtisadi qərarların qəbulu üçün faydalı saymaq olmaz.

Ölkədə müəssisələrinin fəaliyyətinin şəffaflığının artırılması, BMHS üzrə maliyyə hesabatının təşkili və açılışı ilə bağlı qanunvericiliyə müvafiq tələblərin daxil edilməsi ilə sıx bağlıdır. Belə tələblərin tətbiqi keyfiyyətə nəzarətin, verilən hesabatların tam və vaxtında verilməsinin səmərəli sisteminin yaradılması ilə müşayiət edilməlidir. Belə inkişaf meyli bazarda təqdim edilən informasiyanın səhihliyini dəqiqləşdirər, o cümlədən auditor təşkilatları ilə nəzarəti tənzimləyən digər orqanlar arasında səmərəli və çevik əlaqə yaradar. BMHS üzrə təqdim edilən maliyyə hesabatının keyfiyyəti birbaşa mütəxəssislərin ixtisaslaşmasından və işə vicdanla yanaşmasından asılıdır.

5.5 “İxtisaslaşmış (peşəkar) investor” anlayışının hüquqi baxımdan qəbulu və tətbiqi

Kapital bazarının fəaliyyətinin səmərəliliyini artırmaq üçün fond bazarını tənzimləyən qanunvericiliyə “ixtisaslaşmış (və ya peşəkar) investor” anlayışının daxil edilməsi məqsəduyğundur.

Bu məqsədlə həmçinin tənzimləmə və informasiyanın açılışı zamanı xüsusi qaydalar hazırlanmalıdır. İnvestorların ixtisaslılıq səviyyəsinə görə təsnifləşdirilməsi beynəlxalq təcrübədə artıq tətbiq edilməkdədir. Və o fond bazarında investorların hüquqlarının müdafiəsi ilə qiymətli kağızların emitentlərinə qarşı olan artıq tənzimləyici yükünün azaldılması arasında optimal balansın yaranması üzrə səmərəli mexanizm rolunu oynayır.

İxtisaslı investor - yüksək ixtisasa və təcrübəyə malik, maliyyə alətlərinin istifadəsində investisiya risklərini qiymətləndirən və müxtəlif qiymət dəyişkənliyi şəraitində qiymətli kağızlar üzrə əməliyyatları müstəqil həyata keçirmək bacarığına malik şəxs hesab olunur. İxtisaslı investorlar həmçinin, qiymətli kağızlar bazarında peşəkar iştirakçı lisenziyasına malik broker və diler şirkətləri, idarəetmə şirkətləri, kredit təşkilatları və sığorta şirkətləri, sənaye korporasiyaları, habelə fond bazarında əməliyyatlar aparan, müəyyən olunmuş tələblərə cavab verən fiziki şəxslər də ola bilər. Ümumilikdə isə, ixtisaslı investor kapital bazarını və onun fəaliyyət, tənzimləmə mexanizmlərini yaxşı bilib, bu baxımdan peşəkar fəaliyyət göstərən hüquqi və fiziki şəxslərdir. Həmçinin, ixtisaslı investora qarşı bilik, təcrübə və peşə-fəaliyyət üzrə tələblər də müəyyən edilə bilər.

“İxtisaslı investor” məfhumunu yerli bazarın tənzimlənmə təcrübəsində tətbiq edilərkən, bu sahədə olan beynəlxalq təcrübə, ölkə qanunvericiliyinin xüsusiyyətləri, fond bazarının inkişaf səviyyəsi və investorun ixtisas kateqoriyasına aid edilməsi üzrə meyar və şərtlər nəzərə alınıb, müəyyənləşdirilməlidir. İnvestorların ixtisaslı və qeyri-ixtisaslı qruplara bölünməsi fond bazarının inkişafına təkan verəcəkdir. İxtisaslı investorlar arasında qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və dövriyyəsi - emitentlər tərəfindən qiymətli kağızların buraxılışını və səhmlərin ötürülməsi (transaksiya) xərclərini yüksəltmədən kapital dövriyyəsinin həcmi (ixtisaslı investorlar arasında yerləşdirilmiş qiymətli kağızların emissiyasının yüngülləşdirilmiş rejiminin tətbiqi və informasiyanın açılması üzrə tələblərin azalması hesabına) artırmağa imkan verəcəkdir.

Eyni zamanda, qeyri-peşəkar investorlar üçün mümkün ola biləcək riskin yüksəlmə imkanı artmayacaq, fond bazarında investorların hüquq və maraqlarının adekvat və tam müdafiə rejimi saxlanacaqdır. İxtisaslı investorlar arasında qiymətli kağızların yerləşdirilməsi və dövriyyəsi qaydaları aşağıdakı amillər nəzərə alınmaqla hazırlanmalıdır:

➤ İxtisaslı investorlar arasında yerləşdirilən və buraxılışın nəticələri haqqında hesabat qeydiyyatına qədər qiymətli kağızların ikinci dəfə dövriyyəyə buraxılması imkanı. Bazar iştirakçılarından çoxu bazarda qiymətli kağızların yayılmasının nizamlanmasında və dövriyyəyə buraxılmasında ən ciddi nöqsanlardan biri kimi buraxılışın yekunları barədə hesabatın qeydə alınmasınadək qiymətli kağızların ikinci dəfə dövriyyəyə buraxılmasının mümkün olmasında görürlər. Belə ki, emitentlərin qiymətli kağızları bilavasitə yerləşdirilməsindən sonra onları yerləşdirən iştirakçılar tərəfindən satıla bilməz. Yerləşdirmənin gedişi zamanı əldə olunan qiymətli kağızların buraxılışının yekunları barədə hesabatın qeydiyyatı aparılana kimi onlar alanın balansında saxlanacaqdır. Bununla bağlı investorlar əlavə bazar riskinə məruz qalır, kapitalın cəlb olunma qiyməti isə emitent üçün artır. Belə qayda investorların hüquqlarını müdafiə etmək məqsədilə qanunverici əsaslar tərəfindən müəyyənləşdirilmişdir. Lakin, göstərilən normanın təsdiqindən sonra fond bazarının infrastrukturunu müəyyən dərəcədə inkişaf etmiş, qanunvericiliyə məcburi əməl olunmasında da xeyli irəliləyiş baş vermişdir. Bundan başqa, ixtisaslı investor statusu risklərin, həmçinin buraxılışın baş tutulmamasını və ya qeyri-qanuni olmasının qəbul edilməsi imkanı ilə əlaqəli risklərin adekvat qiymətləndirilməsi bacarığını nəzərdə tutur. İxtisaslı investorlar investisiya vasitələrinin qaytarılmasına zərurət yarandığı hallarda iri həcmli resurslara malik olurlar.

Bununla əlaqədar, qüvvədə olan qanunvericiliyə dəyişiklər edəlməsi məqsəduyğun hesab olunur. Burada qiymətli kağızları əldə edənlər ixtisaslı investorlar olduğu halda, qiymətli kağızların buraxılışının yekunları haqqında hesabatın qeydiyyatına qədər on-

ların ikinci dəfə dövryyəyə buraxılması imkanı nəzərə alınmalıdır. Bu zaman belə qiymətli kağızların yerləşdirilməsinin və dövryyəsinin xüsusi qaydası nəzərdə tutula bilər.

İxtisaslı investorlar arasında paylanan qiymətli kağızlar buraxılarkən informasiyanın açılmasında sadələşdirilmiş rejim nəzərdə tutulmalıdır. Belə ki, ixtisaslı investorlar arasında yerləşdirilən qiymətli kağızların emissiya prospekti qeydiyyat tələbindən azad oluna bilər. Emitent potensial investorlara öz mülahizələri əsasında marketinq xarakterli sənədlər təqdim edə bilər. Emitentin qiymətli kağızlar haqqında informasiyasının rüblük hesabat formasında açılması qısa formada həyata keçirilə bilər. Bu forma müəssisənin rəhbərliyi tərəfindən emitentin fəaliyyətinin maliyyə iqtisadi nəticələrinin müzakirəsi və təhlilinin maliyyə hesabatının açılışı üçün vacibdir. İnformasiyanın belə açılışı yalnız ticarətin təşkilatçısı vasitəsilə ixtisaslaşmış investorlar arasında qiymətli kağızların yerləşdirilməsi (dövryyəsi) ilə bağlı baş verir, çünki belə informasiya fond bazarının peşəkar olmayan iştirakçı investorlara lazım deyildir.

Təklif olunan istiqamətlər investorların - fiziki şəxslərin və qeyri-ixtisaslı investorların marağına zərər vurmadan qiymətli kağızların yerləşdirilməsi zamanı ixtisaslı investorların riskini azalda, emitentlərin informasiyanın açılışı ilə əlaqədar cəlb olunan kapital və onun itkilərinin qiymətini aşağı salmağa imkan verə bilər. Bu prosedurların həyata keçirilməsi üçün müvafiq qanunvericilik sənədlərinə zəruri dəyişikliklər edilməsi və tənzimləyici orqanın bu yönümlü normativ sənədləri işləyib hazırlanması vacibdir.

5.6 Emitentlərin məsuliyyəti

İnformasiyanın açılması üzrə tələblərin yerinə yetirilməsinin yoxlanılması və nəzarət mexanizmlərinin yaxşılaşdırılması baxımından ən mühüm istiqamət hazırda emitentlər tərəfindən belə tələblərin pozulmasını nəzərdə tutan və zəif olan məsuliyyət səviyyəsinin artırılmasından ibarətdir. Bu problem fond bazarında

informasiyanın açıqlanması üzərində nəzarətin həyata keçirilməsinə maneçilik törədir və həmin sahədə tənzimlənmənin səmərəliliyini aşağı salır. Hazırda informasiyanın açıqlanmasına qoyulan tələblərin pozulmasına görə maksimum məbləğ həm vəzifəli, həm də hüquqi şəxslər üçün aşağıdır. Bu isə qiymətli kağızlar bazarında informasiyanın açıqlanması ilə bağlı pozuntuların qarşısının səmərəli surətdə alınmasına kifayət etmir. Bundan əlavə, cərimə qoyulmasının mövcud proseduru tərəflər üçün nəzərdə tutulan ciddi məsuliyyətə cəlb etməni mümkünsüzləşdirir. Fond bazarlarında nəzarətin səmərəliliyini yüksəltmək və pozuntuların qarşısını almaq üçün inzibati hüquqpozmalarla bağlı Mülki Məcəlləyə dəyişiklik və əlavələr edilməlidir. Burada cərimə sanksiyalarının qoyuluşu prosedurunun sadələşdirilməsi və cərimələrin məbləğininin (xüsusilə informasiyanın açıqlanması ilə bağlı tələblər təkrar pozulduqda) xeyli artırması nəzərdə tutulmalıdır.

5.7 Bazarın birləşməsi və yenidən təşkili zamanı səhmdarların hüquqlarının müdafiəsi

Azərbaycan iqtisadiyyatının müasir inkişaf mərhələsi yaxın perspektivdə birləşmələrin (udulmaların) və yenidənqurmaların sayının sürətli artımı ilə xarakterizə oluna bilər. Udulma üzrə sövdələşmələr faktiki olaraq iqtisadiyyatın bütün sahələri üçün xarakterikdir. Bununla belə, udulma və yenidənqurma proseslərinin hüquqi tənzimlənməsi lazımı səviyyədə deyildir. Praktiki olaraq “udulma” anlayışı iri səhm zərfi əldə edilən hallarda tətbiq olunur. İri səhm zərfinin əldə olunma qaydaları əksər ölkələrin “Səhmdar cəmiyyətləri haqqında” qanunvericilik bazasının müvafiq maddəsində verilmişdir. Lakin, mövcud hüquq norması ilə bağlı göstərmək olar ki, səhmdarların alışı obyektı olan cəmiyyətlərin səhmlərinə qoyduqları vəsait bazar dəyəri ilə uyğunluq təşkil etmir. Bununla əlaqədar səhmdar cəmiyyətləri haqqında qanunveri-

cilik bazasına (Mülki Məcəllə və s.) aşağıdakı əlavə və dəyişiklərin edilməsi zəruridir:

❖ Udulma qaydaları haqqında genişlənmənin aid ediləcəyi səhmdar cəmiyyətlərinin dairəsinin dəqiqləşdirilməsi. Udulma haqqında qaydaların təsirinin açıq səhmdar cəmiyyətlərinin hamısına aid edilməsi nəzərdə tutulur. Amma bu prosesin tənzimlənməsinin təşkil olunmuş bazarda cəmiyyətin qiymətli kağızlarının ticarət amilindən asılı olaraq nizamlanması diferensiallaşdırılmalıdır.

❖ Əldəetmə haqqında təkliflər üzrə sənədlərə tələblərin müəyyən olunması;

❖ Təklifin alınması, təklifin qəbul edilməsi və təklifin müddətləri haqqında qaydaların yerinə yetirilməsi;

❖ Udulma zamanı direktorlar şurasının vəzifələrinin müəyyənləşdirilməsi;

❖ Təkliflərin dəyişdirilməsi və geri çağırılması qaydası;

❖ Udulmadan müdafiə üsullarının nizama salınması, xüsusən, yalnız səhmdarların ümumi yığıncağı tərəfindən qəbul edilməli olan məsələlərin siyahısının hazırlanması zərurəti (məsələn, cəmiyyət tərəfindən yerləşdirilmiş səhmlərin alınması, əlavə səhmlərin yerləşdirilməsi və s.);

❖ İctimai təkliflər verildəndən sonra əldəetmə haqqında rəqabətli təklifin, o cümlədən, “məcburi təkliflər”in verilməsinin mümkünlüyü.

Bundan əlavə “Qiymətli kağızlar haqqında” qanunun udulma prosesində informasiyanın açıqlanması qaydaları hissəsində, həmçinin inzibati qanunvericilikdə udulma prosedurunun pozulmasına görə inzibati məsuliyyətin tətbiqi ilə bağlı dəyişikliklərin edilməsi zəruridir.

Yenidən təşkil zamanı səhmdarların maraqlarının müdafiəsi problemləri də xüsusi diqqət tələb edir. Mövcud qanunvericilik nəinki yenidənqurmaya mane olur, həm də bəzən ziddiyyətli olması ilə ona gətirib çıxarır ki, aparılan ixtiyarı yenidənqurma özündə onun qeyri-qanuni tanınmasının yüksək riskini saxlayır. Qanunve-

riciliklə həlli tələb olunan əsas problemlər arasından aşağıdakılar seçilməlidir:

❖ Yenidənqurma formalarının diversifikasiya olunması zərurəti, bu formaların birələşdirilməsi imkanlarının təmin olunması, həmçinin, kommersiya təşkilatlarının yenidən qurulmasında müxtəlif təşkilati-hüquqi formaların iştirak imkanları;

❖ Tutarlı əsaslar olmadan kreditorların yenidənqurmaya maneçiliyinin aradan qaldırılması;

❖ Yenidənqurulən kommersiya təşkilatları iştirakçılarının məraqlarının müdafiəsinin təmin edilməsi, o cümlədən, kommersiya təşkilatları iştirakçılara yenidənqurma ilə bağlı qərarın qəbul olunması məqsədilə zəruri informasiyanın verilməsi;

❖ Səhmlərin (hissələrin, payların) bazar dəyərinin təyin edilməsi məqsədilə müstəqil qiymətləndiricinin məcruri cəlb edilmə öhdəliyinin qəbul edilməsi, bunun əsasında yenidən təşkil olunma zamanı səhmlərin (iştirak hissəsi, pay) dəyişmə əmsalının və verilən kompensasiyanın həcmində təyin olunması;

❖ Məhkəmə qərarı olmadan yenidənqurmaya məcburetmə hallarının aradan qaldırılması.

5.8 Korporativ qanunvericiliyin və idarəetmə sisteminin təkmilləşdirilməsi

Nizamnamə kapitalının və aktivlərin həcmində azalması zamanı kreditorların hüquqlarının təmin edilməsi məsələsi diqqət mərkəzində saxlanmalıdır. Cəhmdar cəmiyyətlərinin nizamnamə kapitalının formalaşdırılması məsələlərinin hüquqi tənzimlənməsində bir sıra məhdudiyyətlər mövcuddur ki, onlar da ya təsərrüfatçılıq şəraitini pisləşdirir, ya da müəssisələrin fond bazarlarının imkanlarından daha fəal istifadə etmələrinə maneçilik törədir. Bu amillərə nizamnamə kapitalı azaldıqda kreditorların hüquqlarının təmin edilməsi və nizamnamə kapitalının xalis aktivlərinin həcmində müvafiq olması daha çox aiddir.

Nəzərdə alınmalıdır ki, səhmdar cəmiyyətləri və məhdud məsuliyyətli cəmiyyətlər haqqında qanunvericiliklərdə öhdəliklərin əvvəlcədən ödənilməsi vəzifəsi yerinə kreditorların hüquqlarının qorunmasının daha liberal formaları, yəni kreditorların etirazlarına məhkəmə yolu ilə baxılması, həmçinin təminat tədbirləri formasında zəmanətlərin verilməsi öz əksini tapmalıdır. Nizamnamə kapitalının azalması, üstəlik bu cür hüquqi şəxslərin aradan götürülməsi radikal tədbir olub, müasir bazarın tələblərinə cavab vermir. Etiraf etmək lazımdır ki, qüvvədə olan qanunvericilikdə müəssisə zərərlə işlədiyi hallarda, o cümlədən iflasa uğradıqda, kreditorların hüquqlarının müdafiəsi üçün başqa mexanizmlər də nəzərdə tutulub.

5.9 Fond bazarında kompensasiya mexanizminin tətbiqinin inkişafı

Maliyyə-fond bazarında risklərin azalmasına (hər şeydən əvvəl, maliyyə təşkilatlarının iflasa uğraması və investorlara xidmət zamanı öz vəzifələrini məsuliyyətsiz yerinə yetirməsi riski) kompensasiya mexanizmlərinin tətbiqi səbəb olacaqdır. Müvafiq mexanizmlərin aktuallığı maliyyə bazarının qeyri-bank sektorunda bank əmanətlərinin sığorta sisteminin tətbiqi nəticəsində yüksəlmişdir. Belə şəraitdə fond bazarının qeyri-bank sektorunda əhalinin kompensasiya sisteminin tətbiqi müxtəlif növ maliyyə institutları üçün bərabər rəqabət imkanlarını təmin edir. Bununla əlaqədar fərdi investorların fond bazarında etibarını təmin edən kompensasiya mexanizmləri yaradılmalıdır. Kompensasiya mexanizmi aşağıdakı prinsiplər əsasında fəaliyyət göstərməlidir:

- ❖ Kompensasiya institutlarının fəaliyyətinin hüquqi normalarının dəqiq müəyyən edilməlidir;
- ❖ Kompensasiya fondlarının fəaliyyətinə bazar tənzimləyicisi tərəfindən səmərəli nəzarət edilməlidir;

❖ Kompensasiya fondlarından faydalananların daha çox qeyri-peşəkar investorlar (əsasən fiziki şəxslər) olması nəzərə alınıb, investor və maliyyə təşkilatlarının qarşılıqlı münasibətlərinin məhkəmə yolu ilə tənzimlənməsi mexanizmi gücləndirilməlidir;

❖ Kompensasiya mexanizmləri yalnız lisenziyası olan maliyyə təşkilatlarının müştərilərinə şamil edilməlidir;

❖ Kompensasiyanın verilmə halları müəyyənləşdirilməli, bu zaman investisiya şirkətinin üçüncü şəxslər qarşısında öz öhdəliklərinin yerinə yetirilməsi qabiliyyətinin itirməsi, həmçinin kriminal hallarla əlaqəliyi konkretləşdirilməlidir;

❖ Kompensasiya fondlarının vəsaitləri investisiya risklərinin realizasiyası ilə əlaqədar investorların itkilərinin kompensasiyasında istifadə olunamamalıdır (investisiya aktivlərinin seçilməsində səhvlər, hər hansı makroiqtisadi və ya korporativ hadisə nəticəsində qiymətlərin düşməsi və s.);

❖ Kompensasiya verilən hallarda kompensasiya almış, qeyri-etik hərəkətləri və ya müflisləşmə nəticəsində hüquqlarını və qanuni maraqlarını pozmuş müəssisə haqqında investorun bütün tələbləri kompensasiya fonduna keçməlidir;

❖ Kompensasiya fondları investorların qanuni maraqlarının və hüquqlarının müdafiə sisteminin ümitsiz hallarda tətbiq edilən tərkib elementi kimi nəzərdə tutulmalıdır.

❖ Azərbaycanın fond bazarında fəaliyyət göstərən kompensasiya fondlarının formalaşma mənbələri aşağıdakılar ola bilər:

❖ Maliyyə və digər təşkilatların kompensasiya fondlarına ödəmələr;

❖ Öz-özünü tənzimləyən təşkilatın üzvlərindən, maliyyə təşkilatlarından, müvafiq qaydalar əsasında tutulan cərimələrin məbləği;

❖ Digər mənbələr.

Maliyyə-fond bazarında səmərəli kompensasiya mexanizmlərinin tətbiqi vəzifəsi son dərəcə aktualdır. Bu zaman dövlətin vəzifəsi həm maliyyə təşkilatları tərəfindən kompensasiya fondlarının yaradılmasının stimullaşdırılması və onlara kömək göstərilməsindən, həm də dövlət kompensasiya fondunun yaradılmasından

ibarət ola bilər. Kompensasiya fondlarının yaradılması üçün normativ baza işlənib hazırlanmalı, bu baza müvafiq fondların hüquqi statusunu və idarəetmə qaydalarını tənzimləməlidir. Bundan başqa, dövlət tərəfindən maliyyə təşkilatları tərəfindən yaradılan kompensasiya fondlarına müəyyən kömək göstərmək məsələsinin həllinə də baxa bilər.

5.10 Fond bazarının tənzimləmə sisteminin təkmilləşdirilməsi

Fond bazarının tənzimləmə sisteminin təkmilləşdirilməsinin başlıca xüsusiyyətlərinə aid edilməlidir: kollegial idarəetmə və qərar qəbuletmə orqanının mövcudluğu, orqanın fəaliyyətinin maliyyələşdirilməsinin xüsusi sistemi (maliyyə muxtariyyəti), operativ müstəqillik, icra hakimiyyətinə hesabatın verilməsi. Belə tənzimləyici orqanın yaranması çərçivəsində fond bazarının tənzimlənməsi üzrə dövlətin funksiyalarının bir hissəsi icra hakimiyyəti orqanlarından nisbətən ictimai əsaslar üzrə fəaliyyət göstərən, bazarda yüksək reytingə malik çevik və səmərəli ictimai tənzimləmə institutlarına keçməlidir. İnstitutun statusu imkan verəcəkdir ki, maraqların mövcud mübahisəsi problemi kollegial idarəetmə orqanı hesabına yaradılmış vahid orqan daxilində tənzimlənsin və bunun köməyiylə strateji qərarların formalaşması zamanı zəruri nümayəndəlik və maraqlar balansı təmin olunsun.

Bazarda tənzimləmədə islahatların aparılmasının əsas məqsədi - fond bazarının tənzimlənməsi üzrə qərarların qəbul edilməsində dövlət ilə yanaşı, peşəkar cəmiyyətlərin nümayəndələrinin, investorların və emitentlərin cəlb edilməsilə daha səmərəli institutunun yaradılmasıdır.

Tənzimləmədə islahatların aparılmasının əsas mahiyyəti – yuxarıda sadalanan prinsiplər əsasında fəaliyyət göstərən vahid tənzimləyici orqan əsasında fond bazarında tənzimləmə, yoxlama və nəzarət üzrə dövlət funksiyalarının təmin edilməsinin prinsiplial yeni mexanizminin formalaşdırılmasıdır.

Bu cür orqanın statusu xüsusi qanunla müəyyən edilməlidir, çünki onun nəzərdə tutulan qərar qəbuletmə və idarəetmə sistemi vahid rəhbərlik prinsipi ilə fəaliyyət göstərən icra hakimiyyəti orqanı çərçivəsində bərqərar ola bilməz. Bu zaman hazırda fond bazarının ayrı-ayrı seqmentlərində tənzimləmə və nəzarəti təmin edən dövlət funksiyalarının və digər orqanların səlahiyyətlərinin göstərilən qanuna aid edilməsi mümkünlüyü nəzərdə tutula bilər.

Eyni zamanda fond bazarı üzrə kollegial orqan olan Milli Şuranın yaradılması da əhəmiyyətli sayıla bilər. Şuraya aşağıdakı mühüm səlahiyyətlərin verilməsi məqsədəuyğundur:

❖ Tənzimləyicinin əsas fəaliyyət istiqamətləri şuranın təklifləri əsasında təsdiqlənsin;

❖ Onun illik fəaliyyətinin nəticələri ilə bağlı məruzə müvafiq icra orqanına və hökumətə təqdim olunsun.

Tənzimləmə təşkilatının rəhbəri istisna olmaqla, fond bazarı üzrə milli şuranın üzvləri bu qurumda daimi əsaslarla fəaliyyət göstərməyəcək və bu fəaliyyətə görə isə onlara ödəniş edilməyəcəkdir. Fond bazarı üzrə Milli Şuranın hökumətin müvafiq icra orqanı tərəfindən formalaşdırılması da məqsədəuyğundur.

İSTİFADƏ OLUNAN MƏNBƏLƏR VƏ ƏDƏBİYYATLAR

Hüquqi-normativ sənədlər

1. Azərbaycan Respublikasının Konstitusiyası. Bakı, 1995.
2. “Azərbaycan 2020: Gələcəyə Baxış” İnkişaf Konsepsiyası”, Bakı, 2012.
3. “2011-2020-ci illərdə Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı” Dövlət Proqramı, Bakı, 2011.
4. Azərbaycan Respublikası Mülki Məcəlləsi. Bakı, 2004.
5. Azərbaycan Respublikası Vergi Məcəlləsi. Bakı, 2004.
6. “Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunu. Bakı, 2015.
7. “Banklar haqqında”. Azərbaycan Respublikasının Qanunu. Bakı, 2004.
8. “Qiymətli kağızlar haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunu. Bakı, 1998.
9. “Qiymətli kağızlar bazarında investorların hüquqlarının müdafiəsi haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanunu. Bakı, 2000.
10. “Antiinhisar Fəaliyyəti Haqqında” Azərbaycan Respublikası Qanunu. Bakı, 1997.
11. “Beynəlxalq Mühəsibat Uçotu Standartlarına keçmək məqsədilə Milli Mühəsibat Uçotu Standartlarının 2003-2007-ci illərdə hazırlanması və tətbiqi üzrə Proqram”. Bakı, 2003.

İnformasiya qaynaqları

12. Azərbaycan Respublikası Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin 2005-2014-cü illər üzrə fəaliyyət hesabatları (www.scs.gov.az.) Bakı, 2014.
13. Azərbaycan Respublikasının Statistika Komitəsinin hesabatları. Bakı, 2014.

14. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının statistik bülletenləri. Bakı 2014.

15. Azərbaycan Respublikasının Vergilər Nazirliyinin hesabatları. Bakı, 2014.

16. Azərbaycan Respublikası Əmlak Məsələləri Dövlət Komitəsinin fəaliyyət hesabatı. (www.e-emdk.gov.az.) Bakı, 2014.

17. Межгосударственный статистический комитет СНГ. Инвестиции, финансы и цены стран СНГ, статистический сборник, Москва, 2014.

18. www.gks.ru, www.cbr.ru

19. <http://ru.wikipedia.org>

20. <http://www.norvegia.ru>

21. <http://www.azerbaijanleasing.com>

22. <http://www.maliyye.gov.az>

23. www.bse.az

24. <http://www.bfb.az>

25. www.economy.gov.az

26. www.stat.gov.az

27. [wfmarket.ru/financial-markets/stock- indices/sp500.html](http://wfmarket.ru/financial-markets/stock-indices/sp500.html)

28. wikipedia.org/wiki/NASDAQ

29. wikipedia.org/wiki/FTSE-100

30. [www/kayzen.az/tag/fond birjası](http://www/kayzen.az/tag/fond_birjasi)

31. <http://stock-maks.com/amerikanskiye-birji-i-fondoviy-rinok-ssha.html>

32. <http://www.globfin.ru/articles/shares/usstex.htm>

33. www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm

34. www.vincipark.com/fr/parkings/bourse

35. www.redigo.ru/geo/Europe/Netherlands

36. [www:biglibrary.ru/category45/book134](http://www.biglibrary.ru/category45/book134)

37. www.profi-forex.org/wiki/birzhi-azii.html

İqtisadi ədəbiyyatlar

38. Nazim Müzəffərli. “İqtisadiyyatın sosialyönlüyü sağçı və solçu sistemlərdə”.

Bakı, “Şərq-Qərb” Nəşriyyat Evi, 2014.

39.В.В. Булатов. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. Москва, 2012.

40. Ван Тарп. Супертрейдер. Как зарабатывать на бирже в любых условиях. Питер, 2010.

41. Б.Б.Рубцов. Мировые рынки ценных бумаг. Москва, Юнити, 2011.

42. Б.Б. Рубцов. Современные фондовые рынки. М.: «Альпина Паблишер», 2007.

43.Давид Кохен. Психология фондового рынка: страх, алчность и паника. «Интернет-трейдинг». Москва, 2014.

44.Френк Дж.Фабозци. Рынок облигации. Москва, Юнити, 2005.

45.Н.Н.Ливенцев, Г.М.Костюнина. Международное движение капитала. Москва, Экономист, 2011.

46. Л.Л. Игонина, Инвестиции. Москва, Экономист, 2005.

47.Мəmmədov Yaşar Əzimağa oğlu. “Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişaf xüsusiyyətləri və istiqamətləri”. Azərbaycanın Vergi Jurnalı.N.2, Bakı, 2015

48.Международная экономика. Москва, 2014.

49.Международные экономические отношения. Москва, 2009.

50.Мировая экономика и международные отношения. Москва, 2012.

51.Pul, kredit və banklar. Bakı, Dövlət İqtisad Universiteti, 2000.

52.Презентация «TheGlobal Financial Centres Index 13»// Z/Yen Group (March 2013).

www.longfinance.net/images/PDF/GFCI_25March2013.

53.Роджерс К.А."Фондовый рынок. Москва, Издательство: Альпина. 2012.

54. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Москва, Юнити, 2012.

55.Рынок ценных бумаг. Москва, Юнити, 2010.

56.Как компании добиться реструктуризации долга // Журнал «Forbes» от

25.03.2010.www.forbes.ru/svoi-biznes/finansirovanie/47013-dolgovayaperezagruzka

57.Кен Вольф "Момент инвестирования" Москва, Издательство: Вершина, 2008.

58.Саймон Вайн. Инвестиции и трейдинг. Москва, Издательство: Альпина Бизнес Букс, 2006.

59. Секреты биржевой торговли. Москва, Юнити, 2013.

60.İ. N. Aliyev, Y. Ə. Məmmədov. "Azərbaycan 2020: gələcəyə baxış" inkişaf konsepsiyasının nəzəri-metodoloji əsasları. Bakı: Avropa, 2012.

61.Яков Миркин. “Финансовое будущее России. Экстремумы, бумы, системные риски”. Издательство: Гелеос, Кэпитал Трейд Компани, 2011.

62.Yaşar Məmmədov. Müasir şəraitdə iqtisadi idarəetmə sisteminin təşəkkülü və inkişafı. Elm nəşriyyatı. Bakı, 2010.

63.Хорев А.И., Совик Л.Е., Леонтьева Е.В. Рынок ценных бумаг. ВГУИТ, 2014.

64.Финансово-кредитный словарь, Т. 1,2 - М.: Госфиниздат. – 1961.

65.Экономическая жизнь СССР, Т. 1,2 - М.: Советская энциклопедия – 1967.

66.Э.Садыгов. Рынок ценных бумаг в Азербайджане и перспективы его развития. Санкт-Петербург, 2003.

XÜLASƏ

Fond bazarı müasir iqtisadi münasibətlərin formalaşmasında və inkişafında önəmli rol oynamaqla yanaşı, həmçinin maliyyə-pul resurslarının investisiya məqsədləri üçün cəlbində xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Azərbaycanda 2000-ci ildən başlayaraq fond bazarının təşkili istiqamətində önəmli addımlar atılmış, onun tənzimlənmə mexanizmi, institusional infrastrukturunu yaradılmış, hüquqi-normativ bazası formalaşdırılmışdır. Lakin, son dövrlər baş verən qlobal iqtisadi və maliyyə böhranları fond bazarının təşkili, tənzimlənməsi və inkişaf meyilləri məsələlərinə daha geniş çərçivədə baxılmasını aktualaşdırmaqdadır.

Məmmədov Yaşar Əzimağa oğlunun “Azərbaycan Respublikasında fond bazarının formalaşması və inkişaf istiqamətləri” mövzusunda yazdığı monoqrafiya ölkədə inkişaf etməkdə olan bu bazarın problemlərinə və inkişaf perspektivlərinə həsr olunur.

Monoqrafiyanın birinci fəsilində fond bazarlarının inkişaf mərhələləri və fəaliyyət əsasları araşdırılır. Fond bazarlarının inkişaf tarixi və fəaliyyətini şərtləndirən səbəblər, fəaliyyət xüsusiyyətləri, təşkili və tənzimlənməsi məsələləri də həmçinin bu fəsildə əsas tədqiqat obyekti kimi götürülür.

Tədqiqat əsərinin ikinci fəsilində beynəlxalq təcrübədə fond bazarlarının təşkili və inkişafı problemləri tədqiq olunaraq qiymətləndirilir. Fond bazarları üzrə beynəlxalq təcrübə həm ümumilikdə, həm də ayrı-ayrı inkişaf etmiş və inkişaf etməkdə olan ölkələrin səviyyəsində tədqiq olunur.

Monoqrafiyanın üçüncü fəsilində Azərbaycanda maliyyə-fond bazarının inkişaf mərhələləri tarixilik dövrü baxımından təhlil olunaraq, qiymətləndirilir. Bu baxımdan əsas olaraq üç dövr götürülür: Azərbaycanda fond bazarının ilkin təşəkkül dövrü, fond (qiymətli kağızlar) bazarının inkişafında sovet dövrü və Azərbaycan Respublikasında müasir fond bazarının təşkili və inkişaf dövrü.

Dördüncü fəsildə fond bazarının müasir inkişaf səviyyəsi və problemləri üzrə təhlil və qiymətləndirmələr aparılır. İlkin olaraq, ölkədə fond bazarının inkişafı üçün önəmli olan sosial-iqtisadi islahatların nəticələri qiymətləndirilir. Növbəti mərhələdə isə, Azərbaycan Respublikasında fond bazarının xüsusiyyətləri və inkişaf meyilləri təhlil olunur,

müəssisə və təsərrüfat subyektlərinin fond bazarından maliyyə-investisiya resurslarının cəlbi imkanları qiymətləndirilir. Azərbaycan Respublikasında fond bazarının təşkili və tənzimləməsinin müasir səviyyəsi müəyyən edilərək, bu sahədə bazarın təşkilinin və inkişafının nəticələri üzrə qiymətləndirmələr aparılır. Bütün təhlil və qiymətləndirmələr əsasında ölkənin fond bazarının inkişaf problemləri, onların yaranma səbəbləri müəyyən olunur.

Sonuncu fəsildə Azərbaycan Respublikasında fond bazarının inkişafı ilə bağlı təklif və tövsiyyələr irəli sürülür və burada həm praktik, həm də nəzəri-metodoloji, hüquqi-normativ təkliflər əsas yer alır.

МАМЕДОВ ЯШАР АЗИМАГА ОГЛЫ

к.э.н., доцент

**ПУТИ ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО
РЫНКА В АЗЕРБАЙДЖАНСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ**

Монография

Резюме

Фондовый рынок играет важную роль не только в формировании и развитии экономических отношений, а также в привлечении финансовых и денежных ресурсов для инвестиционных целей. Начиная с 2000-го года, в Азербайджане были предприняты важные шаги в направлении фондового рынка

В механизме его регулирования создана институциональная инфраструктура, а также сформирована нормативно-правовая база. Однако последние экономические и финансовые кризисы актуализирует рассмотрение формирования и регулирование фондового рынка.

Монография Яшара Мамедова “Формирование и развитие фондового рынка Азербайджанской Республики” посвящена проблемам и перспективам развития этого рынка.

В первой части монографии исследуются этапы развития фондовых рынков и основы действия. История фондовых рынков и причины деятельности, характеристики, а также организация и регулирование вопросов, в этой главе берется в качестве объекта фундаментальных исследований.

Во второй главе научного исследования, в международной практике были оценены развитие и организация фондовых рынков. Опыт на международных фондовых рынках не только в целом, а также исследуется на уровне развитых и развивающихся стран.

В третьей главе монографии этапы развития финансового и фондового рынка оцениваются с исторической точки зрения. В связи с этим в качестве основы приняты 3 периода. Период пер-

воначального фондового рынка, развитие фондового(ценные бумаги) рынка в советский период, и период организации и развития современного фондового рынка в Республике Азербайджан.

В четвертой главе проводится анализ по проблемам современного уровня развития фондового рынка. В первую очередь оцениваются результаты социально-экономических реформ, которые играют важную роль для развития фондового рынка. На следующем этапе, анализируются характеристики и тенденции развития фондового рынка в Азербайджане, а также оцениваются возможности привлечения финансовых инвестиционных ресурсов, предприятия и хозяйственных субъектов. Уровень организации и регулирования фондового рынка в Азербайджанской Республике определяется, исходя из результатов проверок, проведенных в этой области рынка и развития организации. На основе анализа и оценки уточняются проблемы развития фондового рынка и их причины.

В последней главе выдвинуты предложения и рекомендации в развитии фондового рынка. Здесь не только практические и теоретико-методологические предложения являются существенными, а также законодательные и нормативные.

YASHAR AZIMAGA MAMMADOV

Ph.D. in economics, assistant professor

**FORMATION OF FUND MARKET IN AZERBAIJAN
REPUBLIC AND ITS DEVELOPMENT TRENDS**

Monograph

Summary

The stock market plays an important role not only in the formation and development of the economic relations, as well as in attraction of financial and monetary resources for the investment purposes. Azerbaijan makes important steps for development of stock market since 2000.

The institutional infrastructure and the mechanisms to regulate stock market activity are created, as well as the standards and legal base are created. However the last economic and financial crises in the world impacted stock market activity, including in Azerbaijan. So it is necessary to analyse stock market activity, as well its formation and regulation taking into account current situation.

Yashar Mamedov's monograph "Formation and development of the stock market in Azerbaijan" analyzes some essential problems of the stock market and prospects for its development .

In the first chapter of the monograph there are investigated the stages of stock markets' development characteristics and its theoretical base. In this chapter there were investigated the history of the stock markets and the reasons of their activity, the characteristic, and as well as the organization and regulation questions.

In the second chapter there were estimated some elements of the international practice on development and organization issues of the stock markets. There were investigated some experiences

from international stock markets in general, as well as some experiences of developed and developing countries.

In the third chapter of the monograph there were estimated development of financial issues of the stock markets of the Azerbaijan from the historical point of view. For this purpose the stock market development history is divided to three stages: 1) The period of initial stock market's development in Azerbaijan; 2) Soviet period of the development of the stock markets; and 3) contemporary period of the stock market' development in Azerbaijan.

In the fourth chapter there were analyzed the current period of the stock market development in Azerbaijan. First of all there were estimated some results of the social and economic reforms which played important role for development of stock market. As well as there were analyzed some characteristics and tendencies of the stock market development in Azerbaijan, and reality opportunities to attract some financial investment resources, the enterprise and economic subjects.

By defining of the organization and regulation level of stock market in Azerbaijan, there were carried out assessment of the results of activity of stock market. There were identified essential problems and their causes in the stock market.

In the final, i.e. fifth chapter there were suggested some theoretical, methodological and legislative recommendations for development of the stock market in Azerbaijan.

YAŞAR ƏZİMAĞA OĞLU MƏMMƏDOV



Məmmədov Yaşar Əzimağa oğlu

- iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru, dosentdir. 6 monoqrafiya (ikisi həmmüəllif), 1 dərslik (həmmüəllif), 95 elmi məqalənin və tədris proqramının müəllifidir. Xarici ölkələrdə bir sıra əsərləri nəşr edilib. Bir çox xarici ölkələrdə təcrübə mübadiləsi keçmiş və maliyyə-menecementi, investisiya siyasəti, müəssisələrin sanasiyası və audit texnikası üzrə təlim kurslarında iştirak edərək, sertifikatlar almışdır.

2002-ci ildən pedaqoji fəaliyyətlə məşğul olur. AMEA-nın İqtisadiyyat İnstitutunun “İqtisadi nəzəriyyə və iqtisadi fikir tarixi” şöbəsində çalışır.

Onun rəhbərliyi altında dövlət və beynəlxalq təşkilatların sifarişləri ilə beş tədqiqat və layihə işi yerinə yetirilmişdir.