

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI

Əlyazması hüququnda

FOND BAZARINDA MALİYYƏ ALƏTLƏRİNDƏN SƏMƏRƏLİ İSTİFADƏ İSTİQAMƏTLƏRİ

İxtisas: 5301.01- Daxili fiskal siyasət və dövlət maliyyəsi

Elm sahəsi: İqtisad elmləri

İddiaçı: **Məhəmməd İsmayıl oğlu Əlləzov**

Fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün
təqdim edilmiş dissertasiyanın

AVTOREFERATI

Bakı - 2021

Dissertasiya işi Azərbaycan Milli Elmlər Akademiyasının İqtisadiyyat İnstitutunda yerinə yetirilmişdir

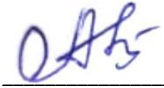
Elmi rəhbər: iqtisad elmləri doktoru, professor
Elnur Məhəmməd oğlu Sadıqov

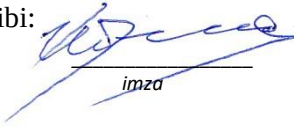
Rəsmi opponentlər: iqtisad elmləri doktoru, professor
Zahid Fərrux oğlu Məmmədov

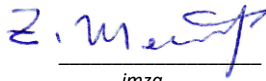
iqtisad elmləri üzrə fəlsəfə doktoru, dosent
Səkinə Abdurəhim qızı Hacıyeva

iqtisad elmləri üzrə fəlsəfə doktoru
Ramal Rəsul oğlu Əzizov

Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Ali Attestasiya Komissiyasının Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin nəzdində fəaliyyət göstərən ED 2.10 Dissertasiya şurası

Dissertasiya şurasının sədri: 
imza / iqtisad elmləri doktoru, professor
Ədalət Cəlal oğlu Muradov

Dissertasiya şurasının elmi katibi: 
imza iqtisad elmləri üzrə fəlsəfə doktoru, dosent
Zöhrab Həsən oğlu İbrahimov

Elmi seminarın sədri: 
imza iqtisad elmləri doktoru, professor
Zahid Fərrux oğlu Məmmədov

İŞİN ÜMUMİ XARAKTERİSTİKASI

Mövzunun aktuallığı: Müasir iqtisadi münasibətlərin formalaşması məqsədi ilə maliyyə resurslarının investisiya məqsədləri üçün cəlb edilməsində fond bazarının optimal fəaliyyəti mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Bazar iqtisadiyyatının ayrılmaz tərkib hissəsinə çevrilmiş fond bazarı hal-hazırda ticarət əməliyyatlarının 70-80%-ni birja vasitəsi ilə həyata keçirir. Dünya ölkələrinin əksəriyyətində fond birjası ticarət əməliyyatlarının aparılmasında digər sahələri üstələyir. Fond bazarının əsasını qiymətli kağızlar təşkil etdiyindən, onlar haqqında lazımi məlumatların yayılması, qiymətli kağızlara olan tələb və təklifin öyrənilməsi, bazar qiymətlərinin ölçülməsi məsələlərinin həlli fond birjası vasitəsi ilə tənzimlənir. Bu baxımdan fond bazarının, xüsusən də birjaların fəaliyyətinin işləmə mexanizminin tədqiq edilməsi və onun ölkə iqtisadiyyatında səmərəliliyinin öyrənilməsi müasir şəraitdə xüsusi aktuallıq kəsb edir. Həmçinin, investisiyaların artırılması məqsədi ilə tədbirlərin görülməsi, xırda və orta həcmli sahibkarlıq subyektlərinə və əhaliyə öz yığım vəsaitlərinin iqtisadiyyata qoyulmasına şəraitin yaradılması, ölkənin iqtisadi fəal əhalisi üzrə orta təbəqənin genişləndirilməsi imkanlarının artırılması kimi sosial-iqtisadi əhəmiyyətli tədbirlərin tənzimlənməsi məsələləri də fond bazarı vasitəsi ilə həyata keçirilir. Son dövrlər ərzində respublikamızda qiymət və milli valyutanın məzənnəsi liberallaşdırılmış, özəlləşdirmə işləri aparılmış, sahibkarlıq mühiti üzrə əlverişli şərait yaradılmış, ölkənin makroiqtisadi sabitliyi təmin edilmişdir. Son 10 il ərzində ölkənin ÜDM-nin həcmində 3.4 dəfə, ixrac olunmuş məhsulların həcmində 2.5 dəfə, ölkənin valyuta ehtiyatlarında 2 dəfə artım olmuş, inflyasiyanın səviyyəsi isə azalmışdır. Aparılmış islahatlar nəticəsində əhəlinin əmanətləri 2.9 dəfə çoxalmış, ölkə iqtisadiyyatına yönəldilmiş investisiyaların həcmində 2.2 dəfə artım müşahidə olunmuşdur. Son 5 il ərzində qiymətli kağızlar bazarında əhəmiyyətli dərəcədə artım müşahidə olunmuşdur. 2020-ci il üzrə ümumilikdə Bakı Fond Birjasında həyata keçirilən əməliyyatların həcmi 13 milyard manata yaxın olmuşdur.

Aparılan iqtisadi siyasət nəticəsində ölkə iqtisadiyyatında maliyyə sektorunun dayanıqlılığı, sabitliyi, yüksək kapitallaşma dərəcəsi və likvidliliyinin saxlanılması təmin edilmişdir.

Lakin, Azərbaycan Respublikasında fond bazarının təşkili istiqamətində fond bazarının normativ hüquqi bazasının formalaşması, onun tənzimlənmə mexanizmi, müasir infrastrukturunun yaradılması istiqamətində son dövrlərdə mühüm işlər görülsə də, dünya iqtisadiyyatında baş verən qlobal iqtisadi böhranlar fond bazarının təşkilinin optimallaşdırılması və onun inkişafını səciyyələndirən məsələlərin araşdırılmasını aktuallaşdırmaqdadır. Azərbaycanda son dövrlərdə fond bazarının inkişafı ilə atılan addımlar, görülmüş işlər bu bazarın inkişafına şərait yaratsa da dünya fond bazarına daha intensiv inteqrasiya etməsini ləngidən bəzi problemlər hələ də qalmaqdadır. Belə ki, respublikamızın fond bazarında hələ də dünya ölkələri ilə müqayisədə investisiya cəlbediciliyi, bazarın kapitallaşma səviyyəsi aşağı səviyyədədir. Azərbaycanda fond bazarının beynəlxalq bazarlar üçün açılması və xarici investorların iştirakını artırmaq məqsədi ilə önəmli tədbirlərin görülməsi bu bazarın dünya fond bazarlarına inteqrasiya etməsi üçün aktual xarakter daşıyır. Səhm bazarının keçirilməsində logistikanın tətbiqi, fond bazarında likvidlik səviyyəsi və onun təmin edilməsində yaranan problemlərin aradan qaldırılması, cəlb edilən investorların hüquqlarının qorunmasında beynəlxalq normativ-hüquqi çərçivədən istifadə etməklə təkmilləşdirilməsi məsələləri də məhz bu bazarın inkişafının təminatçısı ola bilər. Azərbaycanda iri biznes subyektləri hələlik inkişaf mərhələsini yaşayır və onların inkişafı ilə bağlı bir çox problemlər mövcuddur. Əsas problemlərdən biri onların investisiya fəaliyyətinin maliyyə mənbələrinin tapılmasıdır. Xüsusi kapitallarının az olması bank sektorunun, Bakı Fond Birjasının zəif inkişafı həmin subyektlərin investiyalaşmalarında böyük çətinliklər yaradır. Bu da onların sabit inkişafı üçün lazım olan investisiya qoyuluşları edə bilməmələrinə gətirib çıxarır. Fond bazarının inkişafı iri biznes subyektlərinin normal fəaliyyətləri üçün investisiyaların cəlb edilməsində mühüm əhəmiyyət kəsb etdiyindən seçilmiş tədqiqat işinin mövzusu aktual bir problemin həllinə həsr olunmuşdur. Dissertasiya işi Azərbaycanda fond bazarının

inkışafını ləngidən bu problemlərin araşdırılması və onların səmərəliliyinin yüksəldilməsi baxımından aktualıq kəsb edir.

Problemin öyrənilmə vəziyyəti. Fond bazarının xüsusiyyətləri, inkışaf istiqamətləri üzrə meyilləri və problemlərinin sistemli şəkildə öyrənilməsində iqtisadi nəzəriyyə klassiklərinin, A.Smitin, K.Marksın əsərlərində, xarici iqtisadçı alimlərdən Ksenikov V.İ., Tarkanovski B.S., Jukov E.F., Nikifirova B.D., Zolotarev B. M., Çeskidov B.M., Bir C., Aljoxin B.İ., Berdnikova T.B., Bulatov T.İ., Rubçov B.B., David Koxen, Frend Dj. Faboççin., Lovençev H.H, İqonina L.L, Kostyunina Q.M., Rodjers K.A., Yakob Mirkin, Saymon Bayn., Ken Volf və başqalarının böyük rolu olmuşdur.

Azərbaycanın milli iqtisadiyyatında fond bazarının rolu, onun iqtisadi səmərəliliyi, mövcud inkışaf problemləri və perspektivləri üzrə bütövlükdə bazar iqtisadiyyatı şəraitində fond bazarı sferasının inkışafı və islahatlarla bağlı məsələlərdə, respublikamızın iqtisadçı alimlərindən Ə.C. Muradovun, Ə.Ə.Ələkbərovun, Z.F.Məmmədovun, A.F.Musayevin, E.M.Sadıqovun, Z.H.İbrahimovun, A.H.Abbasovun, A.Ş.Quliyevin, A.E.Kərimovun, M.N.Vəliyevin, D.A.Bağirovun, İ.M.Mahmudovun, N.Müzəffərlinin (İmanov), F.Ə.Qənbərovun, T.Ş.Zeynalovun, N.M.İsmayılovun, M.M.Sadıqovun, F.F.Mürşüdlünün, H.İ.Namazəliyevin, A.M.Əsədovun, Y.Ə.Məmmədovun, A.Ə.Əliyevin, A.Q.İsgəndərovanın, R.S.Hacıyevin, R.O.Sadıxovun Z.S.Məmmədovanın, A.M.Məhərrəmovun, Z.M.Qafarovanın və başqalarının böyük rolu olmuşdur.

Qeyd etdiyimiz alimlərin elmi araşdırmalarının nəticələrini yüksək qiymətləndirməklə yanaşı, Azərbaycanda fond bazarının inkışaf dinamikası və mövcud problemlərin-dövlətin maliyyə tələbatlarının qiymətli kağızlar vasitəsi ilə minimumlaşdırılması, böyük həcmli səhmlərin ölkə iqtisadiyyatında istehsalın inkışaf etdirilməsinə yönəldilməsi, fond bazarının qanunvericilik bazasının mökəmləndirilməsi, fond bazarında dövlətin rolunun artırılması məqsədi ilə fond bazarı modelinin yaradılması və müasir qiymətli kağızlar bazarının əsas inkışaf perspektivlərinin müəyyən edilməsi və mövcud problemin həllinin elmi cəhətdən araşdırılması zərurətini yaratmışdır. Tədqiqat işində qeyd edilən alimlərin əsərlərinə geniş münasibət bildirilməklə bərabər müəyyən edilmişdir ki, fond bazarı

ilə bağlı yuxarıda qeyd edilən problemlərin Azərbaycan Respublikasının makroiqtisadi göstəricilərinə, əlaqələrinin inkişafına və iri təsərrüfat subyektlərinə təsiri, iri biznes subyektlərinin investisiya fəaliyyətləri ilə bağlı daim qarşıya çıxan problemlərin həlli yollarının tapılması bu istiqamətdə elmi araşdırmaların davam etdirilməsi zəruriyyətini yaradır. Ona görə də, bu sahədə kompleks tədqiqatın aparılması zərurəti irəli gəlir. Bütün qeyd olunan məsələlər tədqiqat mövzusunun seçilməsinin əsasını təşkil edir və bu istiqamətdə elmi araşdırmaların davam etdirilməsi zərurətini yaradır.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri. Tədqiqatın məqsədi ölkədə milli iqtisadiyyatın ayrı-ayrı sahələrinin inkişafında fond bazarının rolunun araşdırılması, onun müasir vəziyyətinin, təsərrüfat subyektlərinin inkişafında və investisiya axınlarının həcmnin artırılmasında fond bazarının qarşısına qoyulan tələblərin optimallaşdırılması, global maliyyə problemlərinin dünya ticarətinin həcminə təsirini araşdırmaqla, Azərbaycan Respublikasının fond bazarının inkişaf dinamikası əsasında, fond bazarında maliyyə alətlərinin müasir vəziyyətinin təhlil edilməsi, onun işinin səmərəliliyinin artırılması yollarının araşdırılması, müasir iqtisadi şəraitdə iri biznes strukturlarının investisiya təlabatının xüsusiyyətlərini daha tam və dolğun şəkildə öyrənilməsi üçün nəzəri və praktiki xarakterli elmi cəhətdən əsaslandırılmış təkliflərin işlənilib hazırlanmasından ibarətdir.

Qarşıya qoyulmuş məqsədə nail olmaq üçün tədqiqatın vəzifələri aşağıdakılardan ibarət olmuşdur:

- fond bazarlarının nəzəri-metodoloji əsasları və prinsiplərini, qəbul edilmiş normativ-hüquqi bazasını tətbiq etmək və ümumiləşdirmək;
- fond bazarlarında maliyyə alətlərindən istifadənin inkişaf meyllərini tədqiq etmək;
- qloballaşma və liberallaşmanın nəticələrinin fond bazarına təsirini araşdırmaq;
- fond bazarlarının müasir vəziyyətini təhlil edərək qiymətləndirmək;
- fond bazarının kapitallaşma səviyyəsini qiymətləndirilmək;

- maliyyə alətlərinin fond bazarının və səhmdar müəssisələrin fəaliyyətinə təsirinin qiymətləndirilməsi;

- fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin büdcə gəlirləri və xərclərinə təsiri və optimal həddinin təyin edilməsi;

- iqtisadi-riyazi metodların köməyi ilə fond bazarında kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM-ə təsiri və fond bazarlarına maliyyə alətlərindən istifadənin səmərəliliyi istiqamətlərinin müəyyən edilməsində təklif və tövsiyələr işləyib hazırlamaq.

Tədqiqatın obyektini fond bazarında maliyyə alətləri təşkil edir.

Tədqiqatın predmetini fond bazarlarında maliyyə alətlərindən səmərəli istifadə istiqamətlərinin müəyyən edilməsi, onun fəaliyyətinin inkişaf etmiş ölkələrin təcrübəsinə uyğunlaşdırılması və qiymətləndirilməsi təşkil edir.

Tədqiqatın nəzəri-metodoloji əsasını Azərbaycan Respublikası Prezidentinin fərman və sərəncamları, Milli Məclisin, Nazirlər Kabinetinin müvafiq qərarları, qəbul etdiyi qanunları, qiymətli kağızlar üzrə normativ-hüquqi sənədləri, beynəlxalq normativ-hüquqi aktlar, iqtisadçı alimlərin problemlə bağlı elmi əsərləri və tədqiqat işləri təşkil edir. Dissertasiya işində təhlil, məntiq, müqayisə, statistik qruplaşdırma, riyazi hesablama, müşahidə və s. üsullardan istifadə edilmişdir.

Tədqiqatın informasiya bazasını Dövlət Statistika Komitəsinin hesabatları, AMEA İqtisadiyyat İnstitutunun bülletenləri, fond bazarı və bu bazarlarda maliyyə alətlərindən istifadə ilə bağlı yerli və xarici tədqiqatçıların əsərləri, Mərkəzi Bankın və Bakı Fond Birjasının hesabatları, İqtisadiyyat Nazirliyinin, və digər qurumların məlumatları və internet materialları təşkil edir.

Tədqiqatın elmi yeniliyi:

- İqtisadi-riyazi metodların köməyi ilə fond bazarında kapitallaşma səviyyəsi ilə ÜDM arasındakı korrelyasiya əlaqəsi müəyyən edilmiş və istənilən dövrə proqnozlaşdırmaya yararlı olan əlaqə tənliyi qurulmuşdur.

- Kiçik və orta sahibkarlığın inkişafının təmin edilməsi məqsədilə bu sahədə həyata keçiriləcək layihələrin maliyyələşməsinə kapital bazarlarından dəstəyin göstərilməsi və bu istiqamətdə imkanlarının

genişləndirilməsi məqsədilə Bakı Fond Birjasında ehtiyat ticarət platformasının formalaşdırılması zəruriliyi əsaslandırılmışdır.

-Fond birjasında təqdim edilən investisiya alətlərinin çeşidinin artırılması və fərdi investorların bazara marağının təmin edilməsi məqsədilə beynəlxalq fond bazarlarında kommersiya fəaliyyəti zamanı istifadə olunan qiymətli kağızların Azərbaycan bazarında, eləcə də yerli qiymətli kağızların isə dünya bazarlarında ticarət əməliyyatları zamanı təqdim edilməsinin məqsədəuyğunluğu müəyyən edilmişdir.

- Kapital qoyuluşlu məqsədlərlə fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi arasında əlaqə müəyyən edilmiş, Azərbaycan Respublikasında əsas kapitalla yönəldilən investisiyalar, ölkəyə cəlb edilən xarici investisiyalar, banklar tərəfindən əhalidən cəlb olunan əmanətlər, dövlət büdcəsinin gəlirləri və dövlət büdcəsinin xərclərinin fond bazarının kapitallaşmasına təsirinin səviyyəsi müəyyən edilmişdir.

- İqtisadi-riyazi metodların tətbiqi ilə qurulmuş fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi ilə ÜDM arasındakı əlaqə tənliyinə əsasən müəyyən edilmişdir ki, Azərbaycanda fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin artması ÜDM-un artması ilə nəticələnir.

Tədqiqatın təcrübə əhəmiyyəti. Praktiki əhəmiyyət baxımından hazırlanmış tövsiyə və təkliflər, Mərkəzi Bankda, Bakı Fond Birjasında, Maliyyə Nazirliyində, İqtisadiyyat Nazirliyində, qiymətli kağızlar emissiya edən dövlət və ya özəl şirkətləri və banklarda, fond bazarlarında maliyyə alətlərindən istifadənin tənzimlənməsində, respublikada hazırlanan məqsədli proqramlarda və iqtisadi islahatlar üzrə aparılacaq layihələrdə istifadə edilə bilər.

Tədqiqatın aprobasiyası və nəticələrin tətbiqi. Dissertasiya işinin əsas müddəaları, onun nəzəri-metodoloji nəticələri və elmi cəhətdən əsaslandırılmış tövsiyələri müəllif tərəfindən 2015-2020-ci illərdə beynəlxalq və respublika səviyyəli elmi jurnal və konfransların dərc olunmuş materiallarında 13 elmi məqalə və tezisdə (o cümlədən 6-sı xarici nəşrdə olmaqla) öz əksini tapmışdır.

Dissertasiyanın strukturu və həcmi. Dissertasiya işi giriş (11635), üç fəsil (I fəsil – 68925 işarə, II fəsil – 56388 işarə, III fəsil – 78595 işarə), nəticədən (9886 işarə), istifadə olunmuş 183 adda ədəbiyyat siyahısından ibarətdir. İşin həcmi kompyuter yazısı ilə 18 cədvəl, 30 qrafik, 7 diaqramma və 3 sxemdən ibarət olmaqla 150 səhifəni (225421 işarə) əhatə edir.

DİSSERTASIYANIN MÜNDƏRİCATI:

Giriş

I Fəsil. Fond bazarlarının formalaşmasında maliyyə alətlərindən istifadənin nəzəri-metodoloji əsasları və prinsipləri.

- 1.1. Fond bazarlarının formalaşmasının nəzəri-metodoloji əsasları və prinsipləri
- 1.2. Fond bazarlarının tənzimlənməsinin normativ hüquqi bazası
- 1.3. Fond bazarlarında maliyyə alətlərindən istifadənin inkişaf meylləri

II Fəsil. Fond bazarlarında maliyyə alətlərinə təsir edən amillərin təhlili və qiymətləndirilməsi.

- 2.1. Qloballaşma və liberallaşmanın nəticələrinin fond bazarına təsirinin təhlili
- 2.2. Fond bazarlarının müasir vəziyyətinin təhlili və qiymətləndirilməsi
- 2.3. Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin təhlili və qiymətləndirilməsi

III Fəsil. Azərbaycan Respublikasının fond bazarlarında maliyyə alətlərindən istifadənin perspektiv inkişafı və optimallaşdırılması yolları.

- 3.1. Fond bazarlarının ekonometrik modellərin təhlili perspektivləri
- 3.2. Səhmdar müəssisələrin inkişafında maliyyə alətlərindən istifadənin səmərəliliyinin artırılması yolları
- 3.3. Səhmdar Cəmiyyətlərində qiymət mexanizminin təkmilləşdirilməsi

Nəticə

İstifadə edilmiş ədəbiyyat siyahısı

TƏDQİQATIN ƏSAS MƏZMUNU

1. Fond bazarlarının formalaşmasının nəzəri-metodoloji əsasları və prinsipləri

Dissertasiya işində qiymətli kağızlar bazarı fəaliyyətinin nəzəri əsaslarının konseptual ümumiləşdirilməsi aparılmış, bu sahədə mövcud olan nəzəri yanaşmalara nəzər yetirilmiş və irəli sürülən fikirlər müqayisəli təhlil edilmişdir. Fond bazarlarının nəzəri-metodoloji məsələləri üzrə klassik iqtisadi məktəbin nümayəndələrinin yanaşmalarının tədqiqi göstərir ki, bu sahə üzrə daha əhəmiyyətli ideyalar marksistlərə məxsus olmuşdur. Hazırkı vəziyyətdə qiymətli kağızlar bazarının inkişafı iqtisadi cəhətlərlə bərabər, həmçinin hüquqi cəhətlərinin də mikro və makro səviyyədə araşdırılmasını tələb edir.

Fond bazarlarının başlıca vəzifəsi pul-kredit siyasətinin normal tənzimlənməsi vasitəsilə qiymətlərin sabitliyini və iqtisadi inkişafın davamlılığını təmin etməkdir. Bu istiqamətdə bir çox alim və tədqiqatçıların araşdırmağa çalışdıqları məsələlərdən biri və əhəmiyyətli dövrüyyədə olan pul və qiymətlər arasında korrelyasiyanın öyrənilməsi olmuşdur. Nəticədə ortağ bir fikir irəli sürülmüşdür ki, makro səviyyədə məhsulların qiyməti birbaşa olaraq pulun miqdarı ilə əlaqəlidir.

Araşdırmalar göstərir ki, klassik iqtisadçılar qiymətli kağızlarla aparılan əməliyyatları pul və kredit baxımından müəyyən edirdilər. Bu isə həmin dövrün tələbatından irəli gəlirdi.

Təhlili aparılan nəzəri mülahizələr və ümumi konsepsiyaların əsasında qeyd etmək olar ki, pul-kredit siyasəti dünya maliyyə bazarlarının fəaliyyəti və inkişafında mühüm əhəmiyyətə malikdir və pul kütləsinin dövlətlər tərəfindən daim nəzər nöqtəsində saxlanması və nizamlanması, dövlətin dövrüyyədə olan pulun kütləsinə müdaxilə etməsi makrosəviyyədə qiymətlərin maksimum dərəcədə sabit saxlanması səbəbindəndir. Bildiyimiz kimi, fiskal siyasətlə müqayisədə pul-kredit siyasəti qiymətlərin nizamlanmasına daha çevik və səmərəli təsir göstərir.

Fond bazarı iqtisadiyyatın “barometri” olmaqla, makro və mikro iqtisadi inkişaf prosesləri ilə bilavasitə bağlıdır [33]. Fond bazarı yığım normasına təsir etsə də, yalnız bu baxımdan qiymətləndirilməməlidir. P. Mauronun göstərdiyi kimi, risklərin diversifikasiyası fond bazarının

fəaliyyəti nəticəsində mümkünləşir və fərdlərə imkan yaradır ki, müəssisə və şirkətlərin hesabına əlavə gəlir əldə etsinlər. Bəzi tədqiqatlara görə, yığım mexanizmi və riskin bölüşdürülməsi vasitəsilə fond bazarları real sektorun inkişafına stimullaşdırıcı təsir göstərir. [33, 25] N. Bouz qeyd edir ki, fond bazarının iştirakçıları (kreditorlar) əlavə maliyyələşdirmə sistemi yaratmaqla biznesin səmərəliliyini artırmış olurlar. [29, 30]

Fond bazarının fəaliyyətinin genişlənməsi ilə iqtisadi inkişaf arasında dayanıqlı əlaqənin mövcudluğu da müəyyən olunmuşdur. Lakin fond bazarlarında spekulativ əməliyyatlar ifrat səviyyədə artdıqda iqtisadiyyat üçün ciddi risklər yaranır [33].

P.Russo və P.Vaxtelə görə fond bazarının aktivliyi ilə iqtisadi artım arasında müsbət korrelyasiya var (Rousseau and Wachtel, 2000). C.Vöqlər, müəyyən etmişdir ki, fond bazarı kapitalın sahələr üzrə bölgüsünü yaxşılaşdıran və stimullaşdıran əsas amillərdəndir (Wurgler, 2000). İnkişaf etmiş ölkələrdə fond bazarları kapitalın staqnasiya yaşayan sahələrdən çıxarılaraq perspektivli sahələrə yönəldilməsinə vəsilə olur. Fond bazarlarının zəif inkişaf etdiyi və sərt dövlət tənzimləməsi şəraitində fəaliyyət göstərdiyi ölkələrdə isə, əks əslilik mövcuddur: bu ölkələr staqnasiyalı sahələrə investisiya yatırmağa daha meyilli olurlar. Fond bazarları investisiyaların iqtisadiyyata cəlb olunmasına və onlardan səmərəli istifadəyə əsaslı şəkildə təkan verir. Bu əslilik, inkişaf etməkdə olan ölkələrə nisbətən inkişaf etmiş ölkələrdə daha sərtidir (Durham, 2002).

Qiymətli kağızlar əsasən XIX əsrdə kapitalist ölkələrinin iqtisadiyyatında əhəmiyyətli rol oynamışdır. Qiymətli kağızların tədqiq edilməsi üzrə K.Marksın nəzəri metodoloji ideyalarına əsasən aşağıdakı qənatə gəlmək olar ki, qiymətli kağızlar kapitalın bir forması kimi öz hüquqi əsaslarına görə bazar dəyərinə malikdirlər. Qiymətli kağızların bazar qiyməti həqiqi kapitala sıx əlaqədardır. Yəni, həqiqi kapitalda baş verən dəyişmələr, qiymətli kağızların dəyər məzənnələrinə təsir edir. Qiymətli kağızlar öz xüsusiyyəti ilə fərqlənən qiymətə malik əmtəəyə çevrilirlər.

Fond bazarının tənzimlənməsi və inkişafı üzrə konseptual baxışlar fərqli mövqelərdən çıxış etsə də, onlar ümumilikdə bu bazarın inkişaf etdirilməsinin iqtisadi inkişaf baxımından zəruriliyini də

müəyyənləşdirir. Xüsusilə, Azərbaycanda iqtisadi inkişafın artırılması, qeyri-neft sektorunun inkişafı, xarici və daxili investisiya cəlbinin yüksəldilməsi və real sektorun inkişafı baxımından belə yanaşma artıq təkzibolunmaz bir fakt kimi də irəli sürülə bilər.

2. Fond bazarlarında maliyyə alətlərindən istifadənin inkişaf meylləri və dünya fond bazarlarının kapitallaşma səviyyəsi

Fond bazarı maliyyə bazasının bir hissəsi olmaqla maliyyə alətləri vasitəsi ilə pul vəsaitlərinin iqtisadiyyatın bütün sektorları arasında yenidən bölüşdürülməsi mexanizmini təmin edir. Fond bazarında maliyyə alətlərindən istifadə etməklə müəssisələr və iqtisadiyyatın bütün sahələri arasında kapitalın yenidən bölgüsü prosesi aparılır.

Alqı-satqı əməliyyatlarının həcminə və birjanın kapitallaşma dərəcəsinə görə Qərbi Avropada fəaliyyət göstərən birjalar, ABŞ və Yaponiya birjalarından geri qalır. ABŞ kapitallaşma səviyyəsi ümumi kapitallaşma səviyyəsinin 35%-ni, Yaponiya 32,4%, Qərbi Avropa 26,5%, İngiltərə 10,2%, Almaniya 3,6%, Fransa isə 3,5%-ni təşkil edir [166; 175].

Dünya fond birjalrı sırasında Nyu-York, Tokio və London fond birjalrı liderlik edirlər.

Cədvəl 1
2020-ci il üzrə bazar kapitallaşmasına görə qlobal fond birjalrı
(trln. ABŞ dollarla)

Fond Birjalrı	2020
Nyu-York fond birjası	25.62
NASDAQ	19.51
Hon Konq fond birjası	6.75
Şanxay fond birjası	6.56
Yapon fond birjası	6.56
Avronekst fond birjası	5.08

Mənbə: (166, 167, 168, 172) məlumatlarına əsasən müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Dünya təcrübəsində fond bazarında qiymətli kağızlar bazarını əsasən 3 modellə fərqləndirmək olar. Bu modellərə qiymətli kağızlar üzrə vasitəçi rolunda çıxış edən qeyri-bank təşkilatlarını əhatə edən qeyri-bank modeli (ABŞ qeyri-bank modeli), vasitəçi rolunda bankların çıxış etdiyi bank modeli (Almaniya bank modeli) və vasitəçi rolunda

həm bank həm də qeyri-bank təşkilatlarının çıxış etdiyi qarışıq model (Yaponiya) daxildir.

Qiymətli kağızlar bazarının Amerika inkişaf modelində investisiyaların mənbəyini xarici investorlar təşkil edir, Tənzimlənmə mexanizminə görə öz-özünü tənzimləyir, emitent baxımından strukturu dövlət qiymətli kağızları, özəl sektorun maliyyələşməsi nöqteyi-nəzərindən bazarın strukturunu əsasən pay qiymətli kağızları təşkil edir, əsas inkişaf olunan investisiya fondları, qeyri-dövlət pensiya fondları və s. hesab olunur.

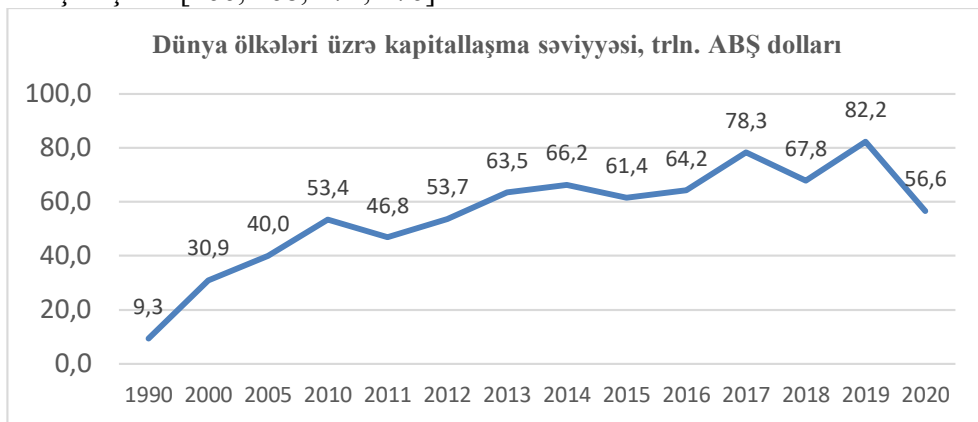
Almaniya inkişaf modelində isə əksinə investisiyaların mənbəyini daxili investorlar təşkil edir, əsasən dövlət tərəfindən tənzimlənmə həyata keçirilir, strukturunu əsasən korporativ qiymətli kağızları, özəl sektorun maliyyələşməsi nöqteyi-nəzərindən bazarın strukturunu isə borc qiymətli kağızları təşkil edir, əsas inkişaf olunan banklar kommertiya bankları olur.

Avropa modelində bazarda kredit təşkilatları və məhdud bank fəaliyyəti ilə məşğul olan digər təşkilatlar çıxış etdiyindən Alman modeli Azərbaycan üçün daha münasibdir.

Qiymətli kağızların yüksək likvidlik səviyyəsi bazarın cəlbediciliyini və iqtisadi inkişafın sürətlənməsini təmin edir. Bu göstərici fond bazarlarında maliyyə alətlərindən səmərəli istifadə edilməsi, iqtisadi və investisiya fəallığı, qiymətli kağızların səmərəli yerləşdirilməsi, bazar dövriyyəsinin artması ilə sıx bağlıdır. Beynəlxalq Fond Birjalari Federasiyasının qiymətləndirmələri göstərir ki, 2015-ci ildə qiymətli kağızlar üzrə aparılan əməliyyatların həcmi 38,8% artmışdır.

2018-ci il üzrə Amerika fond indeksləri 2008-ci il böhranından etibarən ən dərin tənəzzül göstərdi. Beləliklə, S&P 500 indeksi sentyabr ayında maksimum tarixi dəyərlərinə qədər böyüməyi bacardı və 15% -ə çatdı, lakin ilin sonuna qədər qazandığı bu nailiyyətin 10% -dən çoxunu itirdi, Dow Jones 5.6%, Nasdaq 3.9%-ədək endi. Fond bazarında müşahidə olunan bu vəziyyət 2019-cu ildə müsbətə doğru dəyişdi, fond bazarı sürətlə inkişaf etməyə başladı. NASDAQ 34.8%, S&P500 28%, Dow Jones 22% inkişaf göstərdi. 2020-ci ildə bütün qabaqcıl birjalarda geriləmə müşahidə olundu. Dünyanı bürüyən pandemiyanın təsirləri qiymətli kağızlar bazarından da yan keçmədi. 2020-ci ildə dünya fond bazarlarında qiymətli kağızların, əsasən səhmlərin likvidlik səviyyəsi,

bu baxımdan dəyişməmişdir. Pandemiyanın olmasına baxmayaraq Cənubi Koreya (37.9%), Tayvan (30%) və Çin (27.3%) birjalarında bazar indeksi üzrə artım baş vermişdir, Hollandiya (21%), Finlandiya (22%), İrlandiya (15.4%), İsveç (24.4%) kimi ölkələr 2020-ci ildə yüksək nəticələr göstərmişdir. Braziliya (22%), Macarıstan (19%), Yunanıstan (10%), Böyük Britaniya (10%), Rusiya (15%), Türkiyə (15%) kimi ölkələrin səhm bazarları qeyri-stabillik göstərərək aşağı düşmüşdür. [166, 168, 172, 176].



Qrafik 1. Dünya ölkələrinin daxili səhm bazarlarının kapitallaşma səviyyəsinin inkişaf dinamikası

Mənbə: (10,166, 168, 169, 172) məlumatlarına əsasən müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Fond bazarlarında kapitallaşma səviyyəsinin yüksəldilməsi istiqamətində maliyyə alətlərindən istifadənin səmərəliliyin artırılması prioritet məsələlərdən hesab olunur. İqtisadi inkişafın sürətlənməsi, fond bazarının inkişafı əsasən alınıb-satılan qiymətli kağızların likvidliyi ilə sıx əlaqədədir. Fond bazarının dövriyyə sürəti məhz qiymətli kağızların optimal yerləşdirilməsindən, investisiya fəallığının yüksəlməsindən asılıdır. Bütün bunlar isə fond bazarlarında maliyyə alətlərindən istifadənin optimallaşdırılmasını tələb edir.

3. Qloballaşma və liberallaşmanın nəticələrinin fond bazarına təsirinin təhlili.

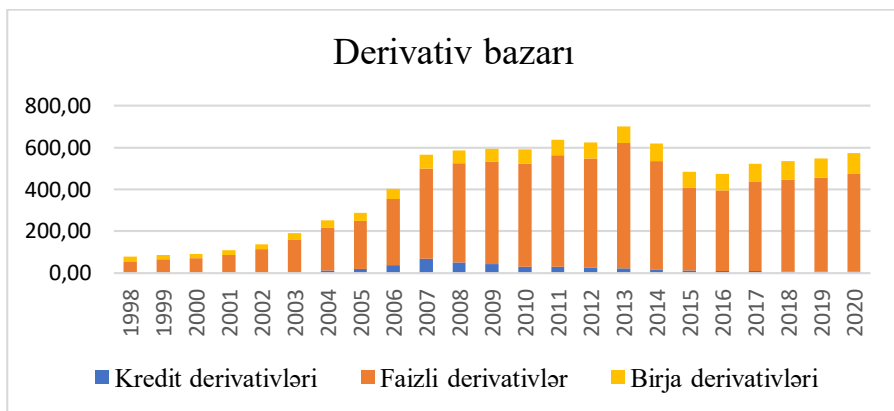
Maliyyə bazarlarının qloballaşması prosesi ilk öncə borc kapitalının, beynəlxalq kreditlərin dünya miqyaslı hərəkəti formasında baş vermişdir. Bloomberg informasiya agentliyinin məlumatına əsasən hökumətlərarası borc 2020-ci ilin sonuna 281 trilyon ABŞ dolları təşkil

etmişdir. [179] Maliyyə bazarlarının qloballaşması prosesinin ikinci forması isə xarici portfel investisiyaları ilə bağlıdır. Son illər portfel investisiyaların sürətlə artımı kredit müqaviləsi formasında deyil, qiymətli kağızların sərbəst alqı-satqısı vasitəsilə həyata keçirilən kredit münasibətlərinin sekyuritizasiyası prosesini əks etdirir. Bunun səbəbi qiymətli kağızların ikinci bazarında geniş imkanların olması ilə bağlıdır. Belə ki, qiymətli kağızların ikinci bazarında onlara olan tələbatdan asılı olaraq bu qiymətli kağızlar, bir investordan digərinə asanlıqla keçə bilər.[33, səh.18-20] 2020-ci ildə avroistiqrazların illik dövriyyəsi 2,034 trln. ABŞ dolları olmuşdur. Hal-hazırda beynəlxalq istiqraz bazarında ABŞ və Yaponiya müvafiq olaraq 46% və 17% payla liderlik edirlər. [172]

Maliyyə bazarının qloballaşması son illərdə qiymətli kağızların yeni növlərinin buraxılışı ilə də xarakterizə olunur. Bu törəmə maliyyə alətləri maliyyə derivativləri adlanır. Derivativlərə fyuçers, opsiyon, svop və forvardlar (kontraktlar) daxildir.

Törəmə maliyyə alətləri olan derivativlər əsasən valyutanın mübadilə məzənnəsində, faiz dərəcələrinin səviyyəsində, qiymətli kağızların məzənnəsində baş verən dəyişiklərlə bağlı risklərdən sığortalanmanı təmin edərək yüksək gəlirli spekulyativ əməliyyatların aparılması imkanlarını məhdudlaşdırır, transsəhmlərlə bağlı xərcləri azaldaraq yeni, daha çox gəlir gətirən maliyyə alətlərinin müxtəlif növlərini yaratmağa imkan verir.

Son illərdə törəmə maliyyə alətləri bazarında əhəmiyyətli artım müşahidə olunmuşdur. Belə ki, 2018-ci illə müqayisədə ticarət həcmində 9.4% artım müşahidə olunmuşdur və 2019-cu ildə rekord sayda 32.89 milyard törəmə müqaviləsi (14.76 milyard warrant və 18.13 milyard fyuçers) satışı həyata keçmişdir. Bu, son 10 ildə 61,5% artım deməkdir (illik artım tempi 7,6%).



Qrafik 2. Derivativ bazarının dinamikası

Mənbə:[181] məlumatlarına əsasən müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

Vahid beynəlxalq bazar vasitəsilə maliyyə resurslarının yerdəyişmə sürəti və həcmi ilbəil artır. Bu prosesin həm mənfi, həm də müsbət cəhətləri vardır. Müsbət cəhət kapital daha çox gəlir gətirə bilən, biznesin inkişafı üçün yaxşı perspektivlər vəd edən, iqtisadi inkişafa rəvac verən istiqamətə yönəldən, mənfi cəhət isə investor ölkənin siyasi və iqtisadi həyatında istənilən qeyri-sabitlik müşahidə edən, onda hər hansı bir inamsızlıq halı yaranan, böyük həcmdə maliyyə resurslarının miqrasiyasına gətirib çıxara bilən hallarda baş verir.

Bütövlükdə maliyyə sektorunun liberallaşması bu və ya digər ölkədə yığım normasının artması, investisiya və innovasiya səmərəliliyinin yüksəlməsi, beynəlxalq kapital mənbəyindən istifadə zamanı risklərin, investisiyaların, əmanətlərin real bölgüsünə şərait yaradır.

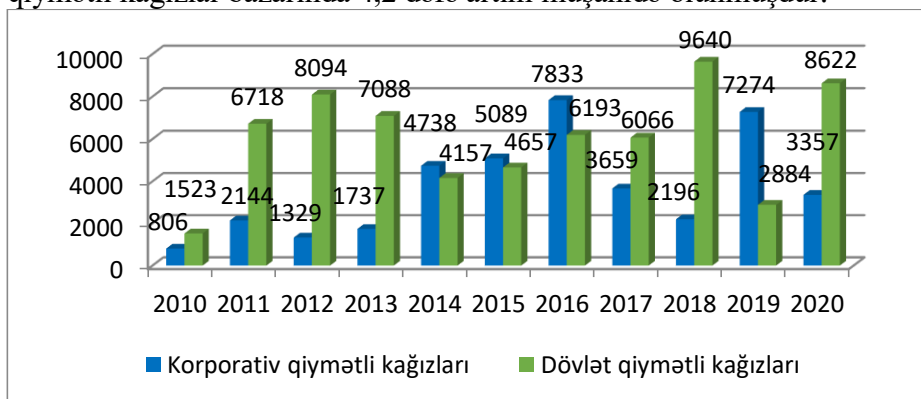
İnkişaf etməkdə olan ölkələrin qlobal maliyyə sistemində inteqrasiyası onlara investisiyaların maliyyələşdirilməsi üçün xaricdən əlavə resursları cəlb etmək imkanı verir. Bu, həmin ölkələrdə daxili maliyyə institutlarının və bazarlarının inkişafına, maliyyə menecmentinin tərəqqisinə kömək edir. Lakin bu ölkələrdə maliyyə böhranı ilə bağlı risklər də istisna edilmir. Qloballaşmanın maliyyə bazarlarına təsir gücünün artması demokratik məzmunlu layihələrin meydana gəlməsinə, həyata keçməsinə gətirib çıxarır.

Qlobal səviyyədə maliyyə bazarlarının qarşılıqlı asılılığı 5 əsas amilin fəaliyyəti nəticəsi kimi özünü göstərir. Birinci amil, maliyyə

bazarlarının və xarici transsəhmlərin liberallaşması, ikinci amil isə texnoloji infrastrukturların inkişafı, üçüncü amil yeni maliyyə alətlərinin, o cümlədən törəmə alətlərin, yəni derivativlərin - opsiyonlar, fyuçerslər, forvardlar və s. fəaliyyəti ilə əlaqəlidir. [63,65] Dördüncü amil maliyyə bazarlarının beynəlxalq integrasiyasıdır. [169, 172] Beşinci amil bazar konyunkturasını qiymətləndirən firmaların fəaliyyətidir. Bu firmalar qiymətli kağızların reytingini müəyyən edərək, bazarda ümumi oyun qaydalarını təsdiqləməyə, diktə etməyə çalışırlar.

4. Azərbaycanın fond bazarının müasir vəziyyətinin təhlili və qiymətləndirilməsi

Son illər ərzində ölkənin fond bazarının inkişaf səviyyəsində əhəmiyyətli irəliləyiş əldə olunmuşdur. Aşağıdakı qrafikdə fond bazarının 2010-2020-ci illəri əhatə edən dövr üzrə inkişaf səviyyəsi göstərilmişdir. 2020-ci ildə 2010-cu ilə nisbətən ümumilikdə qiymətli kağızlar bazasında 6,1 dəfə, o cümlədən dövlət qiymətli kağızları 5,7 dəfə korporativ qiymətli kağızlar bazasında 4,2 dəfə artım müşahidə olunmuşdur.



Qrafik 3. Azərbaycanda fond bazarının inkişaf dinamikası

Mənbə: (6, 10, 170, 176) məlumatlarına əsasən müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir

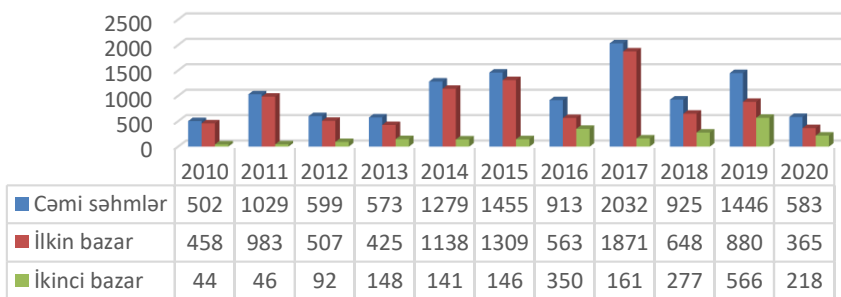
2016-cı ildə Mərkəzi Bankın 567 milyon manat dəyərində notları buraxılmışdır ki, onlar üzrə gəlirlilik 14,9% təşkil etmişdir.[6, 173] Dövlət qiymətli kağızları üzrə əməliyyatlarla bağlı qeyd etmək lazımdır ki, 2010- cu ildən başlayaraq dövlət istiqrazlarının həcmi azalma ilə müşahidə edilmişdir. Beləki, 2010-cu illə müqayisədə dövlət istiqrazlarının həcmi 2019-cu ildə 6 dəfə artaraq 2.8 milyard manat, 2020-ci ildə isə 872 əqd üzrə 1.6 milyard manata bərabər olmuşdur. Mərkəzi Bankın notları ən böyük artım üzrə 2019-cu ildə olmuşdur.

Fond bazarlarında dövlət qiymətli kağızlarının tərkibində repo/əks-repo əməliyyatlarının həcmində də artım əldə edilmişdir. 2020-ci ildə korporativ istiqrazlarla repo/əks-repo əməliyyatları 2017-ci illə müqayisədə 2 dəfə artaraq 36 milyon manat olmuşdur. 2020-ci ildə aparılan repo/əks-repo əməliyyatlarının 90%-i dövlət istiqrazları ilə aparılan əməliyyatların payına düşmüşdür.

2018-ci il ərzində Bakı Fond Birjasında törəmə maliyyə alətləri platforması üzrə ümumi həcmi 7,4 milyard manat olan valyuta əsaslı, ümumi həcmi 1,03 milyard manat təşkil edən əmtəə əsaslı törəmə maliyyələşmə alətləri vasitəsilə ticarət əməliyyatları yerinə yetirilmişdir. 2020-ci ildə BFB-da qiymətli kağızlar üzrə keçirilən əməliyyatların ümumi həcmi isə 12,9 milyard manat təşkil etmişdir. [170, 173]

Azərbaycanda səhm bazarının əsas xarakteristikaları ilkin və ikinci bazarların inkişaf səviyyələri ilə xarakterizə edilir. İnkişaf səviyyəsinə görə 2-ci səhm bazarı nisbətən zəif inkişaf edir. Azərbaycanda ilkin bazarın inkişafı aparılan özəlləşdirmə proqramı ilə bağlı tədbirlər hesabına artmışdır. Hal-hazırda ilkin bazar ölkənin səhm bazarının 90%-ni təşkil edir. Bütün bunları 2010-2020-ci illər üzrə aşağıdakı qrafikdə göstərilmiş səhm bazarının inkişaf səviyyəsində görmək olar:

Səhm bazarı, mln. manat



Qrafik 4. Azərbaycanda səhm bazarının inkişaf səviyyəsi

Mənbə(6, 10, 170, 176) məlumatlarına əsasən müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir

2010-cu ildən başlayaraq 2017-ci ilədək səhm bazarı bütün dövrlərdə artmışdır. Növbəti illərdə isə səhm bazarında azalma müşahidə olunmuş, 2020-ci ildə ilkin bazar 365 mln. manat, ikinci bazar isə 218

mln. manat olmuşdur. 2017-ci illə müqayisədə 2020-ci ildə səhm bazar 3.5 dəfə azalmış və 2010-cu ildəki səviyyəsində enmişdir.

Azərbaycan Respublikasında fond bazarının müasir vəziyyətinin araşdırılması nəticəsində müəyyən edilmişdir ki, korporativ qiymətli kağızların inkişaf səviyyəsi ilə dövlət qiymətli kağızları arasındakı sıx yaxınlaşma əlaqəsi baş vermişdir. Dövlət qiymətli kağızların həcmnin Mərkəzi Bankın notları və repo/əks repo əməliyyatları hesabına inkişaf etmişdir. Tədqiqat nəticəsində müəyyən edilmişdir ki, səhm bazarında səhm və xüsusən də ikinci səhm bazarı olduqca zəifdir. Qiymətli kağızlar bazarının genişlənməsi və inkişaf etməsi isə ölkədə əlverişli investisiya mühitinin yaranmasına və yuxarıda göstərilənlərin daha da tez gerçəkləşməsinə səbəb olur.

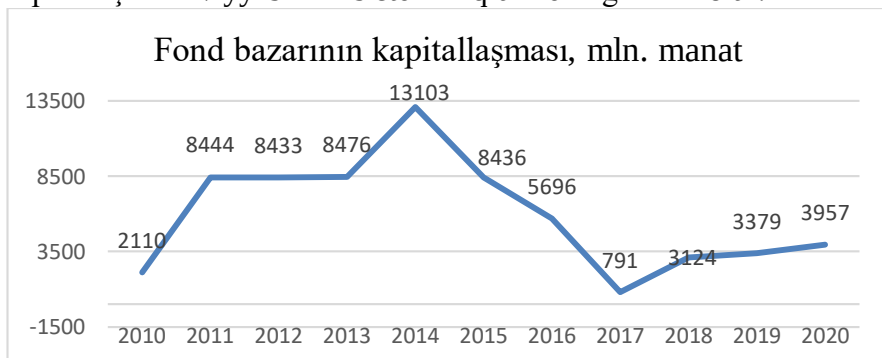
Fond bazarının başlıca məqsədi investisiyaların cəlb edilməsi və onların təkrar bölüşdürülməsini səmərəli formada həyata keçirərək investisiya fəallığını təşviq edən dünya sərmayə bazarında ölkənin mövqeyini gücləndirməkdir. Bu məqsədlərin həyata keçirilməsi dövlət qiymətli kağızlar bazarının genişlənməsi, korporativ kağızlar bazarına əlavə vəsaitlərin cəlb edilmə mexanizminin və qiymətli kağızlar bazarının idarəedilməsinin optimallaşdırılması, investorların hüquqlarının qorunmasının haqqında qanunvericiliyin və fond bazarının maliyyə alətlərinin təkmilləşdirilməsi, uzun və orta müddətli investisiya risklərinin azaldılması, birjalarda alqı-satqı sisteminin inkişafı istiqamətində yeni mexanizmlərin hazırlanması, fond bazarı infrastrukturunun kapital axını və investisiya mənbələrinin ucuzlaşdırılması məqsədi ilə genişləndirilməsi, fond bazarı mexanizminin tənzimlənməsinin təkmilləşdirilməsi istiqamətində müvafiq tədbirlər həyata keçirilməlidir.

5. Azərbaycanda fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin təhlili və qiymətləndirilməsi

Ölkəmizdə iqtisadi inkişafın tənzimlənməsində fond bazarlarının kapitallaşma səviyyəsinin yüksəldilməsi mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Qeyd etmək lazımdır ki, fond bazarında qiymətli kağızlar üzrə aparılan əməliyyatların həcmi fond bazarının kapitallaşma səviyyəsini müəyyən edir.

Azərbaycanın fond bazarlarının kapitallaşma səviyyəsi 2010-cu illə müqayisədə 2016-cı ildə 2,7 dəfə artaraq 5,7 milyard manat təşkil etmişdir. [6, 176] Respublikamızda fond bazarının əsas inkişafı 2010-

cu ildən başlasada həmin illərdə bazarın inkişaf səviyyəsi aşağı olmuşdur. Fond bazarı öz inkişafının ən yüksək mərhələsini Azərbaycan fond bazarında 2014-cü ildə nümayiş etdirmişdir. Həmin ildə fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi 13,0 milyard manat olsa da sonrakı illərdə bu artımın səviyyəsində azalma müşahidə olunmuşdur. 2020-ci ildə isə bu rəqəm 3,9 milyard manat təşkil etmişdir. Bütün bunları Azərbaycan fond bazarında 2010-2020-cı illəri əhatə edən dövrlərdə kapitallaşma səviyyəsini əks etdirən qrafikdən görmək olar.

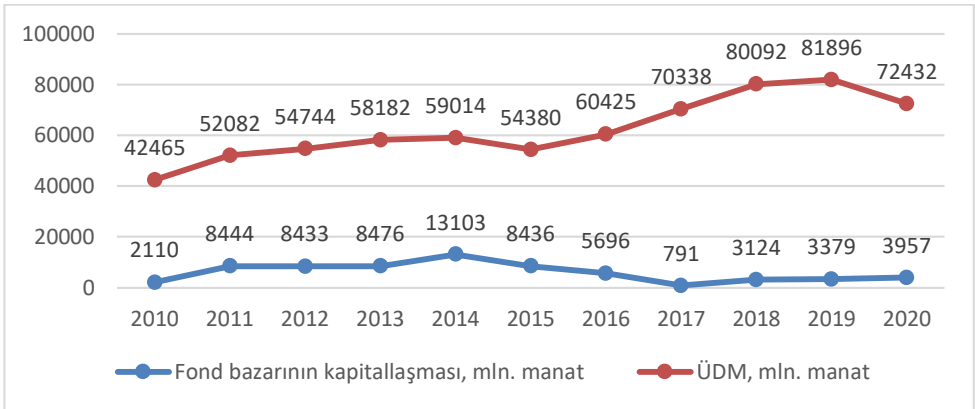


Qrafik 5. Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi

Mənbə: (10,176). məlumatlarına əsasən müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir

Ölkənin fond bazarının əsas inkişaf dövrü son beş ilə təsadüf etsə də, bazarın kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM-dəki payı 2020-cı ildə 5,46% təşkil etmişdir. Bu isə onu göstərir ki, Azərbaycanda fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM-dəki payı bir çox ölkələrlə müqayisədə aşağıdır. Aşağıdakı qrafikdə fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin və ÜDM-in həcmi göstərilmişdir.

Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinə əsas kapitallaşma yönəldilmiş investisiyalar da xüsusi təsir göstərir. Azərbaycanda fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi ölkədə əsas kapitallaşma yönəldilən investisiya qoyuluşları ilə müqayisədə aşağıdır. 2014-cü ildə əsas kapitallaşma yönəldilən investisiyaların həcmi 1,8 dəfə artaraq 17,6 milyard manat təşkil etsə də, 2016-cı ildə global maliyyə böhranı ilə əlaqədar olaraq neftin qiymətinin ucuzlaşması hesabına bu göstərici 2,7 milyard manat azalmışdır.



Qrafik 6. ÜDM və fond bazasının kapitallaşma səviyyəsi (mln manat)

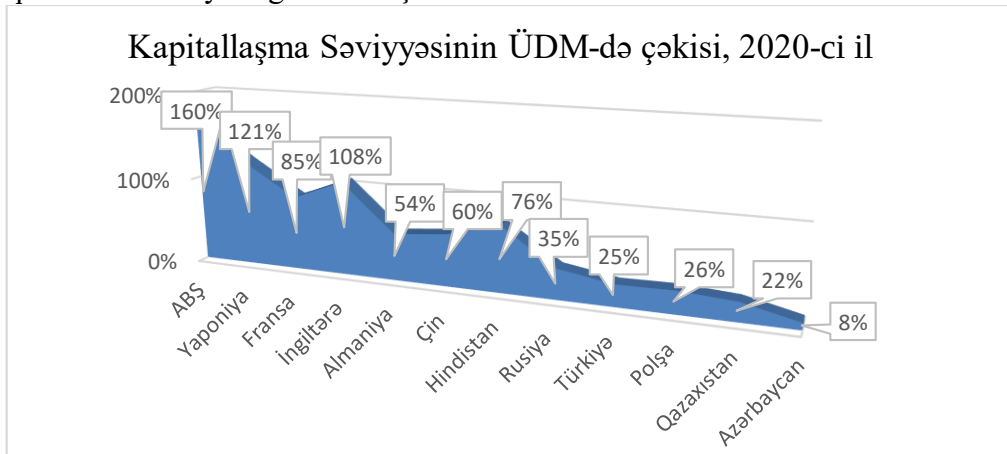
Mənbə. (6, 10, 170, 172, 176) məlumatlarına əsasən müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir.

2020-ci ildə əsas kapitalla yönəldilən investisiyaların həcmi 17,0 milyard manat təşkil etmişdir. 2010-cu ildə ölkədə əsas kapitalla yönəldilən investisiyaların həcmi fond bazasının ümumi kapitallaşma səviyyəsindən 4,7 dəfə çox olduğu halda, 2020-ci ildə bu fərq nisbəti 4,3 dəfə yüksək olması ilə müşahidə edilmişdir.

Borc alətləri bazasının inkişaf səviyyəsi də son illərdə azalma ilə müşahidə edilmişdir. Borc alətləri bazasının əsas inkişaf mərhələsi 2010-2014-cü illərə təsadüf etmişdir, 2010-cu illə müqayisədə 2014-cü ildə mövcud bazanın inkişaf səviyyəsi 4,9 dəfə artsa da, lakin sonrakı illərdə azalma meyilləri nəzərə çarpmışdır. (172) Buna baxmayaraq, SOCAR istiqrazlarının alqı-satqısı artmaqdadır. SOCAR istiqrazları ilkin mərhələdə ABŞ dolları ilə buraxılmışdır. Emissiya olunan istiqrazların sayı 100000 (yüz min) ədəd, hər bir istiqrazın nominal dəyəri isə 1000 (min) ABŞ dolları olmuşdur. İstiqrazların tədavül müddəti 5 il müəyyən edilmişdir. Qeyd etmək lazımdır ki, Fitch və “Standard & Poors” kredit reytingləri xidməti SOCAR-ın uzunmüddətli kredit reytingini “BB” və digər beynəlxalq kredit dərəcələndirmə təşkilatı “Moody’s” “Ba1” olaraq təsdiqləyib.

Fond bazasının kapitallaşma səviyyəsi digər ölkələrlə müqayisədə Azərbaycanda daha aşağıdır. 2020-ci ildə fond bazasının respublikamızda kapitallaşma səviyyəsi 3,9 milyard manat olmuşdur ki, bu da dünya dövlətləri içərisində, o cümlədən MDB dövlətlərindən

Rusiya və Qazaxıstanla müqayisədə aşağıdır.[141] 2020-ci il üzrə ölkələr üzrə kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM-də çəkisi aşağıdakı grafikdə daha aydın göstərilmişdir.



Qrafik 7. Ölkələr üzrə kapitallaşma Səviyyəsinin ÜDM-də çəkisi

Mənbə: (10, 169, 170, 172, 176) məlumatlarına əsasən tərtib edilmişdir.

Azərbaycanın fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi 2020-ci ildə 3.9 milyard olmuş, və ÜDM-in 8%-ni təşkil etmişdir.

Ölkəmizdə səhm bazarının zəif inkişaf etməsi bu göstərici üzrə mövqeyin aşağı olduğunu göstərir. Müqayisə üçün verilən ölkələr isə bazarlara əhəmiyyətli təsir göstərmək imkanlarına sahib olma və səhm bazarlarının yüksək səviyyələrinə görə ölkəmizin fond bazarlarından əsaslı şəkildə fərqlənilir və Azərbaycandan qabaqcıl yerdə dururlar.

6.Azərbaycanda fond bazarlarının kapitallaşmasına təsirin ekonometrik modellərə əsasən qiymətləndirilməsi.

Fond bazarlarının miqyasını müəyyən edərək səciyyələndirən əsas göstəricilərdən biri bu bazarın kapitallaşma səviyyəsidir. Fond bazarlarının inkişafı milli şirkətlərin kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM-də xüsusi çəkisini artırır. Milli şirkətlərin kapitallaşma səviyyəsinin ÜDM-də xüsusi çəkisinin artması, onların fond bazarlarında satılan səhmlərinin ÜDM-dəki payına əhəmiyyətli dərəcədə təsir edir.

Kapital qoyuluşu ilə fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi arasında əlaqə sıxlığı daha yüksəkdir. Bu əlaqənin müəyyən edilməsi məqsədi ilə Azərbaycan Respublikasının 2014-2020-ci illər üzrə fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinə təsir edən əsas kapitallaşma yönəldilən

investisiyalar, ölkəyə cəlb edilən xarici investisiyalar, banklar tərəfindən əhalidən cəlb olunan əmanətlər, dövlət büdcəsinin gəlirləri və dövlət büdcəsinin xərcləri arasındakı asılılığı müəyyən etmək üçün Cədvəl 2 tərtib edilmişdir.

Cədvəl 2
Fond bazarına təsir edən dəyişənlər toplusu (mln manat)

İllər	Əsas kapitalla yönəldilən investisiyalar, (X1)	Ölkəyə cəlb edilən xarici investisiyalar, (X2)	Banklar tərəfindən əhalidən cəlb olunan əmanətlər (X3)	Dövlət büdcəsinin gəlirləri, (X4)	Dövlət büdcəsinin xərcləri, (X5)	Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi (Y)
2013	17871	8269	6396	19496	19144	8476
2014	17618	9176	7188	18401	18709	13103
2015	15957	10999	9474	17498	17785	8436
2016	15772	16216	7449	17506	17751	5696
2017	17430	15697	7561	16517	17595	791
2018	17238	14002	8375	22509	22732	3124
2019	17900	12120	8638	23168	25190	3379
2020	17028	6100	8178	24124	27492	3957

Mənbə: Müəllif tərəfindən ARDSK-nin məlumatları əsasında tərtib edilmişdir.

Dissertasiya işində Cədvəl 2 məlumatlarına əsasən dəyişənlər arasındakı asılılığın reqressiya analizinin aparılması üçün riyazi proqram paketlərindən EViews, MatLab, MS Excel, MathCad və s. istifadə edilmişdir. Aparılmış təhlillərə və reqressiya analizinə əsasən aşağıdakı korrelyasiya tənliyi əldə olunmuşdur.

$$\begin{aligned}
 y &= \alpha_0 + \alpha_1 x_1 + \alpha_2 x_2 + \alpha_3 x_3 + \alpha_4 x_4 + \alpha_5 x_5 \\
 &= 12847,8 - 0,600 x_1 - 0,791 x_2 + 0,886 x_3 \\
 &\quad - 2,505 x_4 + 3,180 x_5
 \end{aligned}$$

Əlaqə tənliyindən belə nəticəyə gəlmək olar ki, əsas kapitalla yönəldilən investisiyaların həcmnin bir vahid artması Azərbaycanda Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin 0,600 vahid azalmasına, banklar tərəfindən əhalidən cəlb olunan əmanətlərin bir vahid artması fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin 0,886 vahid artmasına, dövlət büdcəsinin gəlirlərinin bir vahid artması fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin 2,505 vahid azalmasına, dövlət büdcəsinin

xərclərinin bir vahid artması fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin 3,180 vahid artmasına səbəb olur.

Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi Azərbaycanda başqa dövlətlərlə müqayisədə aşağıdır. Belə ki, 2020-ci ildə bu göstərici 3,9 milyard manat olmaqla 2010-2020-cı illər üzrə Rusiya və Qazaxıstanla müqayisədə xeyli aşağı olmuşdur. Hal-hazırda Rusiyada kapitallaşmanın 694,7 milyard ABŞ dolları, Qazaxıstanda isə 45,5 milyard ABŞ dolları məbləğində olmuşdur.

Kapitallaşma səviyyəsi ÜDM-la sıx əlaqədardır. Bu göstəricilər arasındakı əlaqə riyazi metodların köməyi ilə qurulmuş, və əlaqə tənliyindən belə nəticəyə gəlmək olar ki, fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin 1 milyard manat artması ÜDM-in orta hesabla 2,68 milyard manat artımı ilə nəticələnəcəkdir.

Dinamik sıraların təhlili metodundan istifadə etməklə 2021-2025-ci illəri əhatə edən dövrlər üzrə Azərbaycanda fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin zaman faktorundan asılı olaraq dəyişmə proqnozları verilmişdir.

Cədvəl 3
Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin
zaman amilindən asılılığı

İllər (t)	kapitallaşma səviyyəsi milyard. man, (y)	t^2	ty
2015	8,44	1	8,44
2016	5,70	4	11,4
2017	0,79	9	2,37
2018	3,12	16	12,48
2019	3,38	25	16,9
2020	3,96	36	23,96
$\sum t = 15$	25,39	$\sum t^2 = 91$	$\sum ty = 75,55$

Mənbə: (170, 172) məlumatlarına əsasən müəllif tərəfindən tərtib edilmişdir

Ən kiçik kvadratlar üsulunun köməyi ilə aşağıdakı xətti tənlik əldə olunur,

$$25,39 = 6\alpha_0 + 15\alpha_1$$

$$75,55 = 15\alpha_0 + 91\alpha_1$$

Regressiya tənliyinin əmsallarından ibarət fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin zaman faktorundan asılı olaraq gələcək dövrlərə proqnozlaşdırılması üçün analitik ifadə aşağıdakı kimi olacaqdır.

$$y = \alpha_0 + \alpha_1 t = 3.6 + 0,22t$$

İqtisadi sistemin tədqiq olunan proqnoz göstəricilərinin - fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin 2021-2025-ci illər üzrə aşağıdakı kimi qiymətləndiriləcəkdir.

$$y_{2021} = 3.6 + 0,22 \times 7 = 5,4 \text{ milyard manat}$$

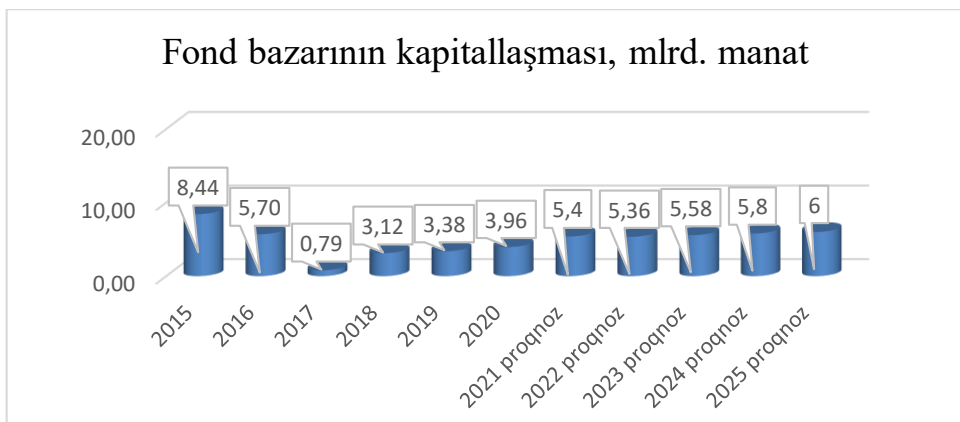
$$y_{2022} = 3.6 + 0,22 \times 8 = 5,36 \text{ milyard manat}$$

$$y_{2023} = 3.6 + 0,22 \times 9 = 5,58 \text{ milyard manat}$$

$$y_{2024} = 3.6 + 0,22 \times 10 = 5,8 \text{ milyard manat}$$

$$y_{2025} = 3.6 + 0,22 \times 10 = 6 \text{ milyard manat}$$

Beləliklə, yuxarıdakı hesablamalara görə Azərbaycan Respublikasında Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsi 2021 - 2025 ci illəri əhatə edən dövrlər üzrə aşağıdakı cədvəldə göstərilmiş həcmdə olacağı gözlənilir.



Qrafik 8. Azərbaycanda fond bazarının kapitallaşması proqnozu

Mənbə: Müəllif tərəfindən qiymətləndirməyə əsasən tərtib edilmişdir.

7. Səhmdar müəssisələrin inkişafında maliyyə alətlərindən istifadənin səmərəliliyinin artırılması qiymət mexanizminin təkmilləşdirilməsi

Fond bazarının kapitallaşma səviyyəsinin artması Azərbaycanda səhmdar müəssisələrin fəaliyyətinin tənzimlənməsinə ciddi təsir etmişdir. Müəssisələrin fəaliyyətinin tənzimlənməsi kapitalın strukturu və qiymətindən əsaslı şəkildə asılıdır. Fond bazarında vəziyyətdən və ümumilikdə siyasi vəziyyətdən asılı olaraq, idarəetmə müəyyən

prinsiplər sistemi və onun müxtəlif optimal mənbələrdən optimal formalaşdırılması ilə bağlı idarəetmə qərarlarının işlənilib hazırlanması metodlarına əsaslanır.

Kapitalın strukturunun və dəyərinin tənzimlənməsi üçün bir sıra metod və alətlər mövcuddur. Məsələn, şəxsi kapitalın faktiki dəyərinin planlı surətdə artırılması və ya azaldılması, səhmlərin emissiyası və ya istiqrazların buraxılması yolu ilə şəxsi kapitalın artırılması, kreditlərin alınması.

Kapitalın dəyərinin artırılması üçün maliyyələşmə mənbəyini seçərkən, müəssisə onun alınması xərclərini minimuma endirməyə çalışmalıdır. Kapitalın dəyəri şirkətin bazar qiymətinin barometridir.[33] Kapitalın cəlb olunmasının qiyməti müəssisənin bazar qiyməti ilə tərs mütənəsbidir. Bu asılılıq fond bazarında səhmlərin məzənnə qiyməti enib-qalxdıqda, səhmdar cəmiyyətin fəaliyyətində daha aşkar surətdə özünü büruzə verir.

Aparılmış tədqiqat nəzərə alınmaqla şirkətin bazar dəyərinin modelləşdirilməsinin nəzəriyyə və təcrübəsində yeniliklərin meydana çıxması məqsəduyğunluğuna dair bəzi arqumentləri irəli sürmək olar ki, bu da səhmin qiymətləndirilməsinə ənənəvi yanaşmaların nöqsanlarını aradan qaldırır. Xərc metodundan istifadə zamanı çox vaxt şirkətin səhmlərinin birjada qiymətləndirilməsi halları meydana çıxır və bu səhmlər müəyyən dəyərə malik olurlar, halbuki bu zaman xalis aktivlər metodundan istifadə əsasında müəyyən edilən şirkətin dəyəri mənfə sayılır. Bu ziddiyət müəyyən dərəcədə xalis aktivlər metodunun tətbiqinin qeyri-adekvatlığı ilə şərtlənir, çünki, ayrı-ayrı amillərin, o cümlədən idarəetmə qərarlarının dəyərliliyinin şirkətin dəyərinə təsirini nəzərə almağa imkan vermir.

Şirkətin qiymətləndirilməsinə gəlir yanaşması investisiya səbəbləri baxımından daha çox qəbul olunandır, çünki istənilən investor, hər şeydən əvvəl, müəssisə aktivlərinin məcmusunu deyil, gələcək gəlirlərin dəstini əldə edir. Bundan əlavə, həmin yanaşma fəaliyyət göstərən istənilən müəssisənin qiymətləndirilməsi üçün istifadə oluna bilər. Gəlir yanaşmasının tətbiqini təsərrüfat fəaliyyətinin müəyyən tarixinə malik olan və artım və ya sabit iqtisadi inkişaf mərhələsində yerləşən müəssisənin qiymətləndirilməsi üçün əsaslandırılmış hesab etmək olar. Lakin sistematik olaraq zərərli işləyən şirkətlər üçün, eləcə

də qeyri-müəyyən gəlirli yeni müəssisələr üçün bu metod daha az məqsədəuyğundur.

Qiymətli kağızların qiymətləndirilməsi zamanı beynəlxalq təcrübədə DDM (dividend discount model) modellərindən istifadə edilir. Bu metodların tətbiqi isə sonsuz vaxt kəsiyində dividendlərin proqnozlaşdırılmasını tələb edir.

Dividendin sabit artım tempi ilə DDM modelini aşağıdakı kimi yazmaq olar:

$$\frac{P}{E} = \frac{\frac{D}{E}}{1 - d}$$

Bu bərabərlikdən göründüyü kimi, P/E-nin yüksək nisbəti aşağıdakı hadisələrin nəticəsi ola bilər:

1. P/E-nin yüksək nisbəti, daha doğrusu, şirkətin mənfəətinin böyük hissəsi dividendlərin ödənilməsinə yönəldir ki, bu da şirkətin borc maliyyələşdirilməsi üzrə əlavə mənbələr cəlb etmədiyi halında müəssisənin aşağı investisiya aktivliyindən xəbər verir.

3. d-nin yüksək kəmiyyəti şirkətin dividendlərinin yüksək artım tempini göstərir.

Bəzən DDM modelini müəssisənin investisiya siyasəti ilə əlaqələndirirlər:

$$D=(1-K)EPS,$$

burada K - şirkətin real layihələrinə yenidən investisiya edilən mənfəət payı. Bu, gəlirlilik normasını - $\dot{IRR}$ -i təmin edir. EPS - bir səhmə görə mənfəət. (Earnings Per Share) D - bir səhmə görə dividend:

Bu halda şirkətin gələcək gəlirlərinin artım tempi (d) aşağıdakı kimi hesablanacaqdır:

$$D=K*\dot{IRR},$$

Burada $\dot{IRR}$ - şirkətin investisiya gəlirliliyidir.

Onu da qeyd etmək ki, əgər $i < \dot{IRR}$ olarsa, daha doğrusu, investisiya gəlirliliyi investorların tələb etdiyi səviyyədən yüksək olarsa, onda törəmə maliyyə alətlərinin artımı şirkətin möhkəm qiymətinin artımına gətirib çıxaracaqdır. Və əksinə, əgər $i < \dot{IRR}$ halında yenidən investisiya edilən mənfəət payı artdıqca səhmin möhkəm qiyməti aşağı düşəcək.

Alınan nəticənin şərhı çox sadədir. Əgər orta sahə riski zamanı şirkətin investisiya layihələrinin gəlirliyi orta sahə səviyyəsindən

yuxarıdırsa ($i < IRR$), onda səhmdarlar üçün mənfəəti dividendlər şəklində almadan şirkətin daxilinə qoymaq daha əlverişlidir.

Fikrimizcə, bu cür modellərdən əsaslı təhlillərin aparılmasında istifadə edilməsi şirkətlərin investisiya cəlbədicilərini aşkara çıxarmağa və müəyyən emitentin səhm bazarının inkişaf potensialını qiymətləndirməyə imkan verir.

Dissertasiya işinin əsas müddəaları, əldə edilmiş nəticə və təkliflər dərc olunmuş aşağıdakı əsərlərdə öz əksini tapmışdır:

1. Allazov M.I. "Impact of Globalization to World Financial Stock Market"/19th RSEP International Economics, Finance & Business Conference, Czech Republic, Prague, 2020, p. 46-57.
2. Allazov M.I. "Development Perspective and Optimization of the Use of Financial Instruments in the Fund Markets of the Republic of Azerbaijan"/ Review of Socio-Economic Perspectives, Volume 5, Issue 3, September 2020; ISSN (Print): 2149-9276 ; ISSN (Online): 2547-9385, p. 1-21.
3. Аллазов М.И. "Роль И Значение Фондовых Рынков И Рынков Ценных Бумаг В Современной Финансовой Системе"/ Центр фінансово-економічних наукових досліджень ; Міжнародна Науково-Практична Конференція; Актуальні Проблеми Економіки, Обліку, Менеджменту Та Права; м. Полтава, Україна, 2020 - УДК 33 - ББК 65, стр. 63-65.
4. Əlləzov M.İ. "Dünya Fond Bazarının İqtisadi Qloballaşmaya Təsiri" Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin Elmi Xəbərləri, № 5, 2017, ISSN 2306-8426, səh. 291-299.
5. Аллазов М.И. "Анализ уровня капитализации фондового рынка в Азербайджане методом регрессии"/ Конкурентоспособность в глобальном мире экономика наука технологии, Научный журнал. Москва, 2017, ISSN 2412-883X, стр. 3-4.
6. Əlləzov M.İ. "Fond Bazarlarında İstifadə olunan Maliyyə alətlərinin Məhiyyəti, Funksiyası və quruluşu"/ Odlar Yurdu Universitetinin Elmi və Pedaqoji Xəbərləri, №45, 2016 ; ISSN 1682-9123, səh. 61-70.
7. Əlləzov M.İ. "Fond Bazarlarında Aparılan Svop Əməliyyatlarının Növləri və Xüsusiyyətləri"/ Azərbaycan Milli Elmlər

Akademiyası, İqtisadiyyat İnstitutu, Elmi əsərlər. ISSN: 2519-4909, №6, Bakı 2016, səh. 100-105.

8. Əlləzov M.İ. “Qloballaşma şəraitində fond bazarlarının və qiymətli kağızlar bazarının xüsusiyyətləri”/ Mingəçevir Dövlət Universiteti, Qloballaşma və Regional İntegrasiya Respublika Elmi Konfransı, Mingəçevir-2016, səh. 191-193.
9. Əlləzov M.İ. “Fond Bazarında İstiqrazlarla Aparılan Əməliyyatların Təsnifatı”/ Azərbaycan Respublikası Təhsil Nazirliyi, Doktorantların və Gənc Tədqiqatçıların XX Respublika Elmi Konfransı Bakı-2016 (I cild), səh. 394-396.
10. Əlləzov M.İ. “Müasir dövrdə qiymətli kağızlar bazarında reyting agentliklərinin rolu və xüsusiyyətləri”/ “Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyi, Maliyyə və Uçot” jurnalı, Bakı-2016/2. ISSN 2222-5358, səh. 21-25.
11. Аллазов М.И. “Особенности Ценных Бумаг На Фондовом Рынке Азербайджана”/ Центр Экономических Исследований, XLI Международная научно практическая конференция, “Современная экономика и финансы Исследования и разработки”. Сборник Тезисов, Санкт Петербург-2016, стр. 883-885.
12. Аллазов М.И. “Регулирование Рынка Ценных Бумаг Азербайджана На Современном Этапе”/ Інвестиції, Пратика та ДОСВІД, науково - практичний журнал, Киев, 2015 ; ISSN 2306-6814, стр. 98-100.
13. Əlləzov M.İ. “Qiymətli kağızlar bazarında əsas maliyyə alətlərinin xüsusiyyətləri”/ Azərbaycan Elmi-Tədqiqat Kənd Təsərrüfatının İqtisadiyyatı və Təşkili İnstitutunun Elmi Əsərləri. №4 Bakı, 2015. ISSN 2078-6042, səh. 143-147.



Dissertasiyanın müdafiəsi “29” sentyabr 2021-ci il tarixdə saat 16:00-da Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin nəzdində fəaliyyət göstərən ED 2.10 Dissertasiya şurasının iclasında keçiriləcək.

Ünvan: AZ 1001, Bakı şəhəri, İstiqlaliyyət küç., 6

Dissertasiya ilə Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin kitabxanasında tanış olmaq mümkündür.

Dissertasiya və avtoreferatın elektron versiyaları Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin rəsmi internet saytında (www.unec.edu.az) yerləşdirilmişdir.

Avtoreferat “27” avqust 2021-ci il tarixində zəruri ünvanlara göndərilmişdir.

Çapa imzalanıb: 26.08.2021. Kağızın formatı: 60x84 ¹/₁₆.
Sifariş 01/08. Həcmi 1 ç.v. (44261 işarə)
Ofset kağızı Xerox C klass. Tiraj 100.

*“AA – Poliqraf” istehsalat-kommersiya birliyində
hazır diopozitivlərdən istifadə olunmaqla çap edilmişdir.*

Əlaqə üçün: capevi@internet.ru / (+99455) 201-2809