

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI

Əlyazması hüququnda

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI DÖVLƏT QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ MODELLƏŞDİRİLMƏSİ

İxtisas: 5302.01 – "Ekonometrika, iqtisadi statistika"

Elm sahəsi: İqtisad elmləri

Namizəd: **Fərəc Tahir oğlu Axundov**

Fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün
təqdim edilmiş dissertasiyanın

AVTOREFERATI

BAKİ – 2021

Dissertasiya işi Azərbaycan Milli Elmlər Akademiyasının
İdarəetmə Sistemləri İnstitutunda aparılmışdır

Elmi rəhbər: iqtisad elmləri doktoru, professor
Murad Ramiz oğlu Tağıyev

Rəsmi opponentlər: iqtisad elmləri doktoru, professor
Namiq Faiq oğlu Tağıyev

iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru
Ceyhun Abbas oğlu Abbasov

iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru
Natəvan Soltan qızı Eyyubova

Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin bazasında fəaliyyət
göstərən Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Ali
Attestasiya Komissiyasının FD 1.11 Dissertasiya Şurası

Dissertasiya
şurasının sədri:  əməkdar elm xadimi,
iqtisad elmləri doktoru, professor
Yadulla Həmdulla oğlu Həsənlı

Dissertasiya şurasının
elmi katibi:  iqtisad elmləri namizədi
Rəşad Aktiv oğlu Hüseynov

Birdəfəlik elmi
seminarın sədri:  iqtisad elmləri doktoru, professor
Ramiz Kamal oğlu İsgəndərov

İŞİN ÜMUMİ SƏCİYYƏSİ

Mövzunun aktuallığı. Azərbaycanı da kənarda qoymayan dünya iqtisadi böhranı bank sistemimizə xeyli ziyan vurmuşdur. Neft qiymətinin aşağı düşməsi kapital konsentrasiyası baxımından imkanları məhdudlaşdırdı. Kapital konsentrasiyası problemi həm makro, həm də mezo və mikro səviyyələrdə baş verir. Azərbaycanın bank sisteminə dəyən zərər yaxın gələcəkdə iri layihələrin kreditləşdirilməsi imkanının tam bərpa olunmasına çətin ki, şərait yaratsın. Bu baxımdan, müəssisələrin texniki modernizasiyası onların öz daxili imkanları hesabına həyata keçirilməlidir.

Kapital konsentrasiyası həm bank kreditləri, həm də maliyyə alətlərinin alqı-satqısı yolu ilə mümkündür. Bu baxımdan, hal-hazırda maliyyə bazarlarını araşdırmaq, onların modellərini öyrənmək, həmçinin dünya və yerli maliyyə bazarlarında istifadə olunan maliyyə alətlərinə böyük diqqət yetirmək çox vacibdir. Vəsaitləri cəlb etmək və yerləşdirməklə, həm mənbə, həm də investisiya və ya borc istiqamətləri üzrə maliyyə axınlarını diversifikasiya etməklə, banklar maliyyə vəsaitlərinin istifadəsi riskinin əhəmiyyətli hissəsini öz üzərlərinə götürmüş olurlar. Bu gün qiymətli kağızlar bazarı hər bir ölkənin iqtisadiyyatı üçün ən vacib komponentlərdən biridir. Keçid dövrünün iqtisadiyyatı ilə fond bazarının mövcudluğu və ya mövcud olmamasından ibarət olan bazar iqtisadiyyatı arasındakı fərqi nəzərə alaraq, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı ölkə iqtisadiyyatının davamlı inkişafı üçün əsasdır. Maliyyə fəaliyyəti dövlət şirkətləri ilə mütənasib olacaq böyük özəl şirkətlərimiz olmadığına görə, fikrimizcə, korporativ qiymətli kağızların öyrənilməsi bu gün ölkəmiz üçün aktual deyil. Dövlət qiymətli kağızlar bazarı isə hələ ki başlanğıc mərhələsindədir. Məhz buna görə də qiymətli kağızlar bazarının bu seqmentinin öyrənilməsi çox vacib amillərdəndir. Qlobal dünya təsərrüfatçılığının beynəlxalq standartları maliyyə təşkilatlarının kredit qabiliyyəti əsasında tərəfdaş ölkənin maliyyə etibarlılığı barədə nəticə çıxarmağa imkan verir. Müəyyən maliyyə təşkilatının kredit qabiliyyətli reytingi heç bir zaman ayrı-ayrı təşkilatların reytingləri əsasında müəyyən edilmiş ölkənin kredit qabiliyyətli reytingini aş bilməz. Bu qarşılıqlı əlaqəli postulatlar, ilk növbədə, bir ölkənin

qiymətli kağızlar öhdəliklərini problemsiz şəkildə ödəməsi deməkdir. Dünya maliyyə böhranı şəraitində kapital hərəkəti defolt öncəsi vəziyyətdən çıxışın əsas mənbəyi idi. Dövlət tərəfindən buraxılan qiymətli kağızların hərəkəti həm bütövlükdə iqtisadiyyata, həm də ayrı-ayrı sektorlara təsir göstərir. Dövlət qiymətli kağızları yalnız büdcə və ya ayrı-ayrı layihələr üçün vəsait toplamaq üçün deyil, həm də pul kütləsini tənzimləmək və ya maliyyə problemlərini həll etmək üçün buraxılır.

Bazar iqtisadiyyatı ilə planlama iqtisadiyyatı arasındakı və ya sosialist adlandığı kimi əsas fərq istehsal vasitələrinə xüsusi mülkiyyətin olmasıdır. İnkişaf etmiş maliyyə alətləri bazarının olması davamlı böyümə meylləri olan bir iqtisadiyyatın qurulmasında bütün cəmiyyətin iştirakını təmin edir. Bu fakt həm də bu dissertasiya işində aparılan tədqiqatların aktuallığı üçün əsasdır. Bu dissertasiya işinin aktuallığı həm də ondan ibarətdir ki, mərkəzləşdirilmiş idarəetmə sistemindən bazara keçiddən sonra qiymətli kağızlar bazarı yox idi, böhrandan çıxış dövründə isə dövlət qiymətli kağızları artıq əsas vasitə idilər.

İşin məqsədi Azərbaycanın maliyyə bazarlarının vəziyyəti, habelə mərkəzi bankın dövlət notlarının emissiyası ilə ölkənin valyuta məzənnəsi və valyuta ehtiyatları arasında korrelyasiya asılılığının müəyyənəşdirilməsidir.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri: Maliyyə alətlərinin makroiqtisadi göstəricilərə təsirinin hərtərəfli öyrənilməsi əsasında dövlət qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi. Dövlət qiymətli kağızları buraxaraq ölkənin valyuta ehtiyatlarının qorunması və artırılması.

Bu məqsədə çatmaq üçün aşağıdakı vəzifələr həll olunur:

- Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının təhlili;
- Azərbaycan, Türkiyə, Rusiya qiymətli kağızlarının müqayisəli vəziyyəti;
- Azərbaycanın fond bazarlarının inkişaf dinamikasına dair statistik məlumatların təhlili;
- mərkəzi bank notlarının emissiyası ilə ölkənin valyuta ehtiyatları arasında korrelyasiya əmsalının müəyyənəşdirilməsi;
- mərkəzi bank notlarının emissiyası ilə ölkənin valyuta məzənnəsi

arasındakı korrelyasiya əmsalının müəyyənləşdirilməsi;

- dövlət müəssisələrinin borc qiymətli kağızlarının durasyon (durasyon – orta ölçülmüş ödəniş axını, ingiliscədən tərcümədə - müddət) hesablanması.

Tədqiqat metodu. Bu işdə sistem təhlili metodu, müqayisəli analiz metodu və ekonometrik modelləşdirmə metodu kimi 3 tədqiqat metodundan istifadə edilmişdir.

Müdafiə üçün irəli sürülən əsas müddəalar. Hər şeydən əvvəl, bank kreditləri və qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə iqtisadiyyatın real sektoruna qoyulan investisiyaların müqayisəli təhlili aparıldı. İşdə qiymətli kağızlar bazarı modellərinin müqayisəli təhlili də ətraflı şəkildə təhlil edilmiş, nəticədə Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının təşkilinin türk modeli əsaslandırılmışdır. Dövlət qiymətli kağızları buraxılışının həcmnin ölkənin məzənnəsindən asılılığını müəyyənləşdirmək üçün ekonometrik model yaradılmışdır. Bu yazıda milli depozitariya üçün yeni bir struktur təklif edildi. Əsas vəzifələrdən biri də valyutaya tələbatı azaltmaqla milli valyutanın möhkəmlənməsi üçün ekonometrik bir model yaratmaq idi.

Elmi yenilik:

- bu işdə, digərlərindən fərqli olaraq, Qiymətli Kağızlar bazarının öyrənilməsi sistemli şəkildə aparılır. Bu, maliyyə bazarını dövlət, korporativ və törəmə qiymətli kağızlara bölmək və onların qarşılıqlı təsirlərini öyrənməkdən ibarətdir;

- bank praktikasında müddət (durasyon – orta ölçülmüş ödəniş axını) əl ilə hesablanır. İlk dəfə olaraq biz MS Excel proqramının əsas funksiyaları olmayan əlavə funksiyalarından istifadə etdik və bunlar əsasında Azərbaycan Respublikasının dövlət qiymətli kağızlarının müddətini və xüsusiyyətlərini hesablamaq üçün kompüter təcrübəsi apardıq;

- Evievs7 proqramı vasitəsilə Respublika Mərkəzi Bankının notlar emissiyası, Azərbaycan manatına münasibətdə ABŞ dollarının məzənnəsi və Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının valyuta ehtiyatlarının həcmi arasında ekonometrik qarşılıqlı əlaqə tədqiq edilmişdir.

- ilk dəfə olaraq Respublika Mərkəzi Bankının notlar emissiyasının ölkə valyuta ehtiyatlarından empirik asılılığının müqayisəli təhlili aparılmışdır;

- ilk dəfə olaraq kredit və istiqraz arasında müqayisəli analiz aparılmış və onların üstünlükləri ilə çatışmamazlıqları aşkar edilmişdir;

İşin nəticələrinin praktik əhəmiyyəti və tətbiqi ondadır ki, əldə edilmiş nəticələrdən bank sistemində dövlət qiymətli kağızlar bazarının vəziyyətini təhlil etmək və proqnozlaşdırmaq üçün istifadə etmək olar. Bundan başqa, hazırkı dissertasiya işi nəhəng dövlət layihələrinin maliyyələşdirilməsinin mümkünlüyünü təhlil etmək üçün iqtisadi blok nazirliklərinə də faydalı olacaqdır.

İşin nəticələri FO “Tomson (Markets) SA”-nın Moskva filialı və Xalq Bankda tətbiq edilmişdir.

İşin aprobasiyası. Əsas elmi-nəzəri və praktiki yekunlar beynəlxalq iştiraklı 41-ci Ümumrusiya elmi-metodiki konfransda (Vladivostok, 2018-ci il) məruzə və müzakirə edilmişdir.

Dissertasiyanın nəticələri Bakı Dövlət Universiteti tərəfindən Beynəlxalq münasibətlər və iqtisadiyyat fakültəsində "Banklar, pul, kredit və maliyyə riyaziyyatı" kursu tədrisində istifadə olunur.

Nəşrlər. Dissertasiya mövzusunda 2-si xaricdə olmaqla 8 elmi məqalə dərc olunub.

İşin strukturu və həcmi. Dissertasiya işi giriş (8813 işarə), üç fəsil (I fəsil – 36629 işarə, II fəsil – 43767 işarə, III fəsil – 52546 işarə), nəticə (7708 işarə), istifadə edilmiş ədəbiyyat siyahısı və əlavələrdən ibarətdir. Dissertasiyanın mündəricatı 23 qrafik və 41 cədvəldən ibarətdir, 131 səhifədə təqdim edilmişdir. Ədəbiyyat siyahısı 102 addan ibarətdir.

TƏDQIQATIN QISA MƏZMUNU

İşin məzmunu. Dissertasiya işinin giriş hissəsində mövzusunun aktuallığı əsaslandırılmış, məqsəd və vəzifələr formalaşdırılmış, əldə edilmiş nəticələrin elmi yeniliyi və praktiki dəyəri müəyyən edilmişdir.

"Qiymətli kağızlar bazarı fəaliyyətinin metodoloji məsələləri" adlanan birinci fəsildə qiymətli kağızlar bazarının dövlət fond bazarının inkişafındakı rolu nəzərdən keçirilib. Qiymətli kağızlar bazarı sistemləşdirilib və 3 növə bölünüb: pay, borc və törəmə qiymətli kağızlar bazarı. Pay qiymətli kağızlarına yalnız səhmlər daxildir, borc qiymətli kağızlarına - istiqraz, veksəl, çek, sertifikat, konosament daxildir. Törəmə qiymətli kağızlara forvard müqavilələri, opsiyonlar, warrantlar, fyuçers müqavilələri daxildir. Qiymətli kağızların hər bir növü üçün dəqiq akademik izahatlar verilir, eləcə də onlar arasındakı fərqlər göstərilir.

Dissertasiya işində qiymətli kağızların gəlirliliyinin hesablanması ilə bağlı nəzəri məsələlər tədqiq edilmiş, eləcə də mümkün bank krediti ilə borc qiymətli kağızları arasında həm borcalan, həm də kreditor tərəfindən müqayisəli təhlil aparılmışdır. Müəyyən edilmişdir ki, qiymətli kağızların emissiyası hesabına kreditləşmə kreditor üçün daha likvid və müvafiq olaraq sürətli həyata keçirilir. Pay qiymətli kağızlarında qiymətdəyişmə yalnız kağızın qiymətini özündə saxladığından, borc qiymətli kağızlarında isə 2 parametr (nominal, dəyişkən) əsasında hesablandığı üçün, borc qiymətli kağızlarının qiymətlənməsinə xüsusi diqqət yetirilmişdir. Məqalədə gəlirliliyi hesablamaq üçün əsas parametrlərin ümumiləşdirilmiş təsviri verilir:

- nominal parametrlər;
- dəyişkən parametrlər.

Sabit kuponlu istiqrazın nümunəsində və qiymət tərəddüdü olmayan kağızın nominal dəyəri ilə sadə və mürəkkəb faizlərin hesablanması fərqi tədqiq edilmişdir.

Bank krediti yolu kreditləşmə və qiymətli kağızların emissiyası yolu ilə kreditləşmə arasındakı fərq araşdırılmışdır. Həm borcalanın, həm də kreditorun üstünlükləri və çatışmazlıqları haqda ətraflı təhlil

aparılmışdır. Məsələn, kreditin alınması zamanı borc alan tərəfin üstünlükləri aşağıdakılardır: geniş investorlar dairəsi, girovun məcburi olmaması, kifayət qədər aşağı faiz dərəcələri. Bu üstünlüklərə həm də borcun ödənilməsi üsulunun seçimi, faiz dərəcəsinin seçimi, beynəlxalq investorlara çıxış imkanını da əlavə etmək olar. Zərurət yarandıqda, istiqraz öz borclarını artırmağa imkan verir. İstiqrazların səhmlərə və ya digər maliyyə alətlərinə çevrilməsinin üstünlüyü də təsvir edilmişdir. Borcalan bank krediti alarkən maliyyə göstəricilərini açıqlamır. Bank krediti bankla uzunmüddətli əlaqələr yaradır. Bu, gələcəkdə xidmətlərin dəyərinə təsir edə bilər, həmçinin gələcəkdə borcalana güzəştli tariflər almaq imkanı verir. Bank krediti əməliyyatının həyata keçirilməsinin sürəti də üstünlüklərə aiddir. Bank kreditinin təsdiqi borc qiymətli kağızlarının emissiyasından daha az instansiyalardan keçir. Yuxarıda deyilənlərə baxmayaraq, qiymətli kağızların emissiyası yolu ilə kreditləşmənin çatışmazlıqları da mövcuddur. Maliyyə göstəricilərinin açıq şəkildə açıqlanması, dövlət orqanlarında qiymətli kağızların qeydiyyatı (məsələn, Mərkəzi Bank və ya qiymətli kağızlar komitəsi), birjada qiymətli kağızların tam həcmnin həyata keçirilməməsi çatışmazlıqlar sırasındadır. Borc qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi zamanı borcalanın üzləşdiyi risklər də mövcuddur. Kredit reytinglərinə yüksək həssaslıq, emitentin kredit reytingində kəskin dəyişiklik birjada qiymətli kağızın qiymətinə və likvidliyinə təsir göstərə bilər. Çatışmazlıqlar həmçinin borc alanın bank kreditində də var. Araşdırmalarımız göstərdi ki, məhdud sərmayədarlar dairəsi, girovlara tələbkarlığın yüksək olması, bankdan asılılığın olması, eləcə də kredit tarixçəsinin kredit verilmə məbləğinə böyük təsiri borcalan üçün bank kreditinin əsas çatışmazlıqlarından biridir. Kreditin/borcun artırılması prosesinin mürəkkəbləşməsi borcalanın rəqabət bazarında daha çevik olma imkanını məhdudlaşdırır. Bank krediti borcalana verildikdə kredit tarixçəsi böyük təsir göstərir. Tədqiqat işimizdə kredit tarixçəsi borcalan üçün bank krediti çatışmazlığı kimi qeyd olunur.

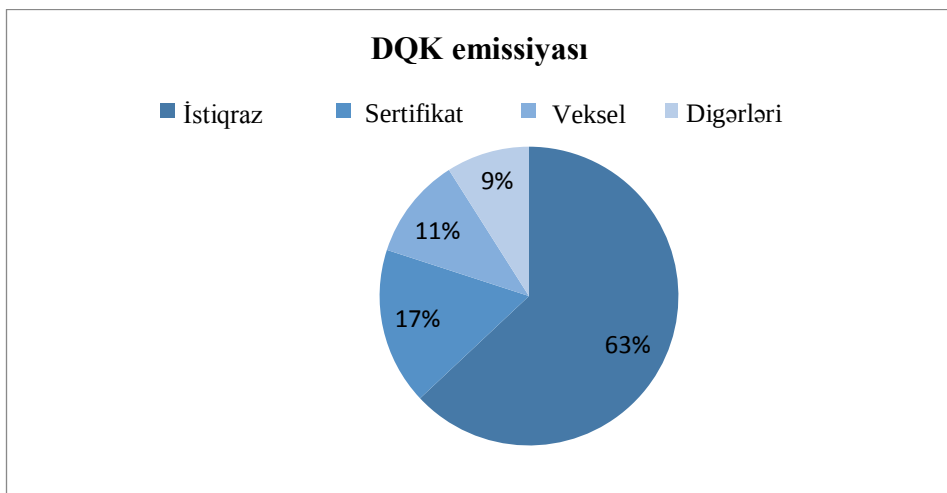
Bank kreditləşməsi yolu və kreditor tərəfindən qiymətli kağızların alınması yolu ilə investisiya qoyuluşunun üstünlükləri və çatışmamazlıqlarına xüsusi diqqət yetirilmişdir. Tədqiqat nəticəsində

borc qiymətli kağızlarına investisiya qoymağın aşağıdakı üstünlükləri təmin etdiyi qənaətinə gəlinmişdir:

- Borcla idarə etmə
- Bir borcalanın risklərinin azaldılması
- Daha likvid borc
- İstiqrazlar onları digər bank əməliyyatları üçün girov kimi istifadə etməyə imkan verir
- REPO və əks REPO əməliyyatları
- Qiymətli kağızların konvertasiyası
- Qiymətli kağızlar bazarında ticarətdə iştirak etmək üçün əlavə müştərilərin cəlb edilməsi

Başqa sözlə desək, qiymətli kağızların alınması yolu ilə investisiya qoyuluşu kreditora öz likvidliyini idarə etməyə imkan verir. Yəni pul vasitələrinə ehtiyac yarandıqda kreditor bazarda qiymətli kağızları sata və ya REPO əməliyyatlarını həyata keçirə bilər. Borc qiymətli kağızların pay qiymətli kağızlara konvertasiya edilməsi bizim tədqiqatımızın əsas üstünlüklərindən biri kimi qiymətləndirilib.

Bu fəsilə dövlət qiymətli kağızlarına xüsusi diqqət yetirilir. Dövlət qiymətli kağızları müasir dünyada fond bazarının vacib hissələrindən biri olduğundan dövlət qiymətli kağızlarının vəzifəsi yalnız pul dövriyyəsini tənzimləmək deyil, həm də dövlət xərcləri üçün vəsait toplamaqdır. Vəsaitlərin bu cür cəlb edilməsi dövlət büdcəsinin kəsini və ya iri dövlət layihələrinin xərclərini ört-basdır edə bilər (məsələn, "Cənub-Qaz Dəhlizi"). Bu nəticələr Dünya Bankının dövlət qiymətli kağızları buraxılışına dair 2014-2017-ci illər üzrə hesabatının təhlilinə əsasən verilmişdir (bax Şəkil 1). Dövlət qiymətli kağızlarının birja və birjadankənar bazarlarda yerləşdirilməsi və ticarət proseduru ətraflı tədqiq edilmişdir.



Şəkil 1. Dövlət qiymətli kağızları (DQK) növlərinin emissiyası

Dissertasiya işinin ikinci fəslində qiymətli kağızlar bazarının Azərbaycan Respublikasındakı vəziyyəti araşdırılmışdır. Bu fəsilə qiymətli kağızlarla ticarət əməliyyatları ətraflı şəkildə təsvir edilmişdir. Qiymətli kağızlar bazarı iştirakçılarının dəqiq akademik tərifləri verilmiş, onların vəzifələri Azərbaycan Respublikasının qanunvericiliyinə uyğun olaraq təsvir edilmişdir.

Azərbaycan Respublikası qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətinə aşağıdakılar daxildir:

- Bakı Fond Birjası;
- Milli Depozitar;
- Maliyyə Bazarlarına Nəzarət Palatası;
- İnvestisiya şirkətləri;
- Emitent;
- İnvestor;
- Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı;
- Fondlar (ipoteka fondu, sahibkarlığa dəstək fondu).

Depozitar mərkəzlərinin konsolidasiyası qiymətli kağızlar bazarı üçün bu gün ən vacib məsələlərdən biridir. Hal-hazırda bir çox depozitar mərkəzlər birləşmə prosedurundan keçir. Ölkələrin valyuta, fond bazarları qloballaşma proseslərinə məruz qalıb. Bu məqalədə integrasiyanın üstünlük təşkil edən və çatışmayan cəhətlərinin ətraflı

nəzəri təhlili aparılmış, həmçinin ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf dinamikasını yaxşılaşdırmağa kömək edəcək tədbirlər kompleksi təsvir edilmişdir.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üçün Azərbaycan Hökuməti tərəfindən həyata keçirilən məqsədyönlü iqtisadi islahatlar nəticəsində, milli maliyyə bazarı tarixində ilk dəfə 2017-ci ildə borc qiymətli kağızlarının ümumi həcmi 54 milyard manat təşkil etmişdir ki, bu da müvafiq olaraq Daxili bazarda qeydiyyatdan keçmiş bütün növ qiymətli kağızların (pay, törəmə) yüzdə 85%-ni təşkil edir. Fond bazarının ümumi həcmi 2014-cü ilin eyni dövrü ilə müqayisədə 80% artaraq təxminən 100 milyard manat təşkil etmişdir. Lakin bu müsbət dəyişikliklərə baxmayaraq, həcm artım dinamikası, xüsusən inkişaf etmiş ölkələrdə, oxşar qlobal göstəricilərdən geri qalır. Bu boşluqları aradan qaldırmaq üçün bir sıra konkret və məqsədyönlü tədbirlərin həyata keçirilməsi vacibdir.

Fond bazarlarının mövcudluğu bazar iqtisadiyyatını keçid dövrünün iqtisadiyyatından fərqləndirir. Sermaye konsentrasiyası maliyyə alətlərinin alqı-satqısı ilə fond bazarlarında baş verən hər hansı bir sıçrayış layihələrinin maliyyə əsasını təşkil edir. Maliyyə alətlərinin qiymətdəyişmə mexanizmi birjadan keçir və burada konkret maliyyə alətlərinin tələb və təklifləri nisbətlərinin təhlili onların qiymətini müəyyən edir. Mübadilə özü dürüst ticarət aparmaq üçün müvafiq tənzimləyicidən lisenziyası olan Qapalı Səhmdar Cəmiyyətidir. Birjanın özü dürüst ticarət aparmaq üçün müvafiq tənzimləyicidən lisenziyası olan qapalı səhmdar cəmiyyətidir. Lakin birjanın özünün mövcudluğu böyük xərclərdən asılıdır. Bu xərclər birja iştirakçılarının onlara köçürdüyü komissiyalar tərəfindən qarşılır. Birjaların miqyası həm ölkənin coğrafi ölçüsündən, həm də ticari həcmədən asılıdır. Birjaya girməzdən əvvəl, qiymətli kağızlar, emitentdən sonra "açıq yerə çıxaraq" nominal dəyəri ilə depozitə daxil olur. Yəni, bu, birjada ticarətdən əvvəl maliyyə alətinin dəyəridir. Konkret maliyyə sənədinin hər növbəti addımı barədə depozitariyada qeydlər aparılır. Beləliklə də, depozitar – ölkənin maliyyə alətləri uçotunun yeganə orqanıdır. Lakin maliyyə alətləri bazarı bazar iqtisadiyyatı ilə keçid dövrünün iqtisadiyyatı arasında formal fərq üçün deyil, ölkəyə investisiyaların cəlb edilməsi

üçün mövcud olmalıdır. Xarici investorların həm bazarın fəaliyyəti, həm də bazarda satılan konkret maliyyə alətləri barədə təsəvvürlərinin olmasını təmin etmək üçün, həmçinin aktivlərin dəyərini artırmaq üçün (birjada aktivin qiyməti tələb və təklif əsasında formalaşır) maliyyə alətlərə ehtiyac var. İqtisadi yüksəliş dalğasında olan ölkələr öz depozitlərini dünyanın analoji institutları ilə birləşdirməlidirlər. Belə olan təqdirdə də Azərbaycan kimi bir ölkə ölkədəki iqtisadi sektorun inkişafı üçün xarici investisiyaları buraya cəlb edə bilərdi. Neft ehtiyatlarının mövcudluğu isə xarici sərmayələr üçün istehsal sektoruna ümumi riskləri azaldardı. Dünya investisiya sisteminə inteqrasiya olma Azərbaycana nəinki gələcək iqtisadi artım üçün lazım olan yeni texnologiyalara və istehsala yiyələnmək imkanını, həm də dünya bazarlarında yüksək əlavə dəyərli məhsulların layiqli yerini almağa imkan verərdi. Bunun üçün Azərbaycanın tamamilə şəffaf qiymətli kağızlar bazarı və müvafiq ixtisaslı heyəti olmalıdır. Yerli depozitarlar və birjalar isə SWIFT sisteminə qoşulmalıdır. Belə olan təqdirdə infrastruktur layihələrinə qoyulan bütün investisiyalar qısa müddət ərzində özünü doğruldacaqdır. Bu isə Azərbaycanda azad iqtisadi zonaların təşkili və fəaliyyət göstərməsində müsbət rol oynayardı. Belə olan halda isə neft asılılığından çıxmaq bir onillik məsələ olardı.

Nəticədə məlum oldu ki, hazırda ölkəmizin qiymətli kağızlar bazarı amorfluğu ilə xarakterizə olunur, yəni birincil və təkrar bazarlarda qiymətli kağızların satış həcmi arasındakı fərq kifayət deyil. Bu baxımdan dövlət qiymətli kağızlar bazasının inkişaf perspektivlərinə böyük diqqət yetirilir. Xarici ölkələrin maliyyə bazarlarının dinamikasının öyrənilməsinə əsasən Respublikada qiymətli kağızlar bazasının inkişafı üçün bir sıra tədbirlər təklif olunur. Qanunvericiliyin təkmilləşdirilməsi, dünya maliyyə bazarlarına çıxış imkanları, özəl və institusional investorlar üçün stimulların fərqləndirilməsi, xarici investorların yerli maliyyə bazarına çıxışının genişləndirilməsi üçün kompleks tədbirlər təklif olunur. Milli Depozit Mərkəzi global əsas oyunçularla əlaqələr qurmaq və ticarət şirkətlərinin fəaliyyətini asanlaşdırmaq üçün müvafiq tədbirlər görməlidir. Qiymətli kağızlar bazasının inkişafında ən vacib amillərdən biri dövlət iqtisadiyyatına valyuta investisiyaları axınının katalizatoru olan xarici investorların

olmasıdır. Bunun üçün qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyətini stimullaşdırmaq üçün bir sıra tədbirlər təklif edildi:

- bazar riskləri barədə məlumatlar açıqlanmalı və qiymətli kağızlar bazarında ticarət üçün etik prinsiplər hazırlanmalıdır;

- sərmayədarların təlimi, investisiya və korporativ idarəetmə mədəniyyətinin formalaşdırılması üzrə dövlət proqramlarının hazırlanması və həyata keçirilməsi;

- qiymətli kağızlar bazarı iqtisadiyyatın real sektoruna investisiyaların stimullaşdırılması məqsədilə tənzimlənməlidir

- təbii inhisarların səhmdarlaşdırılması;

- fond bazarının kapitallaşması ÜDM-in (ümumi daxili məhsul) 30-40 faizinə çatmalıdır. Bu da öz növbəsində Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının həcmnin 8-10 dəfə artdığını göstərəcək.

Depozitarların integrasiyası üçün fond bazarlarının şəffaflığından başqa, Azərbaycanda maliyyə alətlərinin alqı-satqı mexanizminin dəyişdirilməsi də vacibdir. Beləliklə, depozitariyadan yalnız qiymətli kağızların uçotunu aparan deyil, həm də onlar üzrə hesablamalar aparacaq bir klirinq bankı əldə etmək lazımdır. Bu, səhmdar cəmiyyətində səhmlərin bərabər paylı açıq səhmdar cəmiyyəti olmalıdır. Bu da əsas səhm paketi olan konkret şəxsin diktatını məhdudlaşdırmağa imkan verir. Kommersiya bankları öz aralarında qiymətli kağızlar üzrə hesablaşma aparmaq imkanında olmamalıdırlar. Bunun səbəbi bu bankların qiymətli kağızların hesablanmasından başqa, depozitlərin alınması və kreditlərin verilməsi ilə də məşğul olmasıdır. Bu o deməkdir ki, ölkədəki iqtisadi vəziyyətdən asılılıqları ilə onların iflas olma ehtimalı arta bilər. Bu isə müəyyən bir ölkədə qiymətli kağızlar bazarının fəaliyyət göstərməsi problemlərinə səbəb ola bilər. Klirinq bankları – eyni zamanda həm depozitar, həm də məhdud imkanlı banklardır. Klirinq bankının məhdud imkanları depozit (cari hesabdən başqa) və kredit fəaliyyəti hüququnun olmamasından ibarətdir. Bu, iflas riskini 0-a endirir. Klirinq banklarının gəliri əməliyyatlar üzrə komissiyalar nəticəsində yaranır.

Bu məqsədə nail olmaq üçün fond bazarında struktur dəyişiklikləri olmalıdır. Qiymətli bazarın kifayət qədər inkişaf etmədiyini qeyd etməmək doğru olmaz. Dünya təcrübəsindən də göründüyü kimi, inkişaf etmiş ölkələrin fond bazarları iqtisadiyyatın

mühərrikidir. Azərbaycan iqtisadiyyatında iri və kiçik fond sektorlarının yaradılması zamanı fond birjasındakı bir neçə bazarların formalaşdırılması ehtimalını istisna etmək olmaz. Güclü, iri korporasiyalar və səhmdar kapitalı əsas fond bazarında ticari sövdələşirlər, orta və kiçik müəssisələrin qiymətli kağızları isə aşağı rəqabət səbəbiylə II səviyyəli bazarlarda fəaliyyət göstərəcəklər. Bu tədbirlər səhm qiymətli kağızları olan şirkətlərin qiymətli kağızların borc bazarı haqqındakı qanunu ilə tənzimlənir.

Depozitar integrasiya üçün fond birjalarını integrasiya etməyə ehtiyac yoxdur. Azərbaycan kimi bir ölkə üçün fond birjasındakı kiçik həcmli alqı-satqı səbəbindən bu, müəyyən bir əhəmiyyət kəsb edir, integrasiya edildikdə, onların xərcləri gəlirləri ilə mütənasib ola bilər. Bu isə onları qeyri-rentabelli edə bilər. Klirinq şirkətlərinin Avropa prinsipinə görə, komissiyaları müəyyən səviyyədə saxlamaq üçün onlar rəqabət əsasında işləməlidirlər. Onlar həm də dövlət orqanlarının klirinq banklarındakı fəaliyyətindəki iştirakını minimuma endirmiş olurlar. Avropa kommersiya banklarının iştirakı minimuma endirilib. Depozitarların integrasiyası problemi bu gün aktual bir məsələdir, çünki çoxlu sayda iqtisadi birliklər birgə birləşmə proseduruna başlayır. Bu birliyin məqsədi vahid reyestrin yaradılması, investorlar üçün xərclərin azaldılması, qiymətli kağızlarla ticarətin sadələşdirilməsi, emitent üçün kapitalın cəlb edilməsi və yerləşdirilməsidir. Məsələn kimi Avropada Euroclear və Clearstream kimi depozitarların uğurlu birləşməsini göstərmək olar.

Euroclear istiqrazlar, səhmlər, törəmə və investisiya fondları da daxil olmaqla, qiymətli kağızlarla daxili və beynəlxalq əməliyyatlar üzrə hesablamalar aparır. Euroclear 90-dan çox ölkədə yerləşən qiymətli kağızlar üzrə maliyyə qurumlarına xidmət göstərir. Clearstream, qiymətli kağızların saxlanması və köçürülməsinə imkan verən, həm Lüksemburqda, həm də Almaniyada əsas qoyulan, qiymətli kağızlar üzrə hesablama sistemlərini [1] istifadə edir. Clearstream öz beynəlxalq mərkəzi depozitarını (ICSD) Lüksemburqdan idarə edir. Clearstreamin dünyanın 50-dən çox daxili bazarları ilə əlaqələri var və o, həmçinin avro istiqraz vərəqələrini çap edir və saxlayır.

Xarici ölkələrin qiymətli kağız bazarının təşkili təcrübəsi

öyrənilir.

Üçüncü fəsildə respublikada dövlət qiymətli kağızlar bazarının dinamikasının ekonometrik təhlili aparılır. Qiymətli kağızların xüsusiyyətlərinin instrumental qiymətləndirmə metoduna xüsusi diqqət yetirilir. Dövlət borc qiymətli kağızlarının ən vacib xüsusiyyətlərindən biri gəlirdir. Gəlirliyin göstəricilərindən biri gəlir əyrisinin qrafikidir. Bununla belə, istiqrazın təhlili üçün təkcə gəlirlilik əyrisi qurmaq kifayət etmir, eyni zamanda risk təhlilləri də aparılmalıdır:

- likvidlik riski;
- kredit riski;
- erkən ödəmə riski;
- mükafat riski;
- daha dəqiq analiz üçün digər risk növləri.

Bu fəsildə istiqraz gəlirliliyinin əsas xüsusiyyətləri müzakirə olunur. MS Excel kompüter proqramından istifadə edərək borc qiymətli kağızlarının (istiqrazların) gəlirliliyinin xüsusiyyətləri araşdırılır. Bu istiqamət həm də müddətin nəzərə alınması ilə tamamlanır. Müddət ödəmə axınının orta ölçülmüş ölçüsüdür. Daha sadə dillə desək, müddət, istiqrazın alınması üçün ortaya çıxan bütün zərərləri ödəmək üçün lazım olan illərin sayıdır. Müddətdəki çəkilər endirimli ödəniş axınlarının dəyəridir. Müddət göstəricisi investor üçün ala biləcəyi gəlirlə əlaqəli bir istiqrazın dəyərini qiymətləndirməyə kömək edən vacib göstəricilərdən biridir. Müddət aşağıdakı kimi hesablanır:

$$D = \frac{\sum_{i=1}^q \frac{t * c}{(1 + i)^t} + \frac{n * q}{(1 + i)^q}}{mp}$$

Burada: D - müddət;

q - ödənişlərin sayı;

t - qiymətli kağızın tam alınmasına qədər olan vaxt;

i - endirim dərəcəsi;

c - faiz gəlirlərinin nağd hərəkəti;

n - nominal dəyər ödənilməsi;

mp - bazar dəyəri.

Dəyişdirilmiş müddət, müddətin faiz dərəcələrinin dəyişkənliyinə həssaslığını təyin edən Macaulay müddətinin

təkmilləşdirilmiş bir versiyasıdır. Qeyd etmək lazımdır ki, istiqraz müddəti dəyərində göstərilən müddət bitdikdən sonra satılırsa, investor bazar dəyəri miqdarında gəlir əldə edəcəkdir.

Dəyişdirilmiş müddət formulunu nəzərdən keçirin:

$$T_m = \frac{T}{1 + \frac{Y}{m}}$$

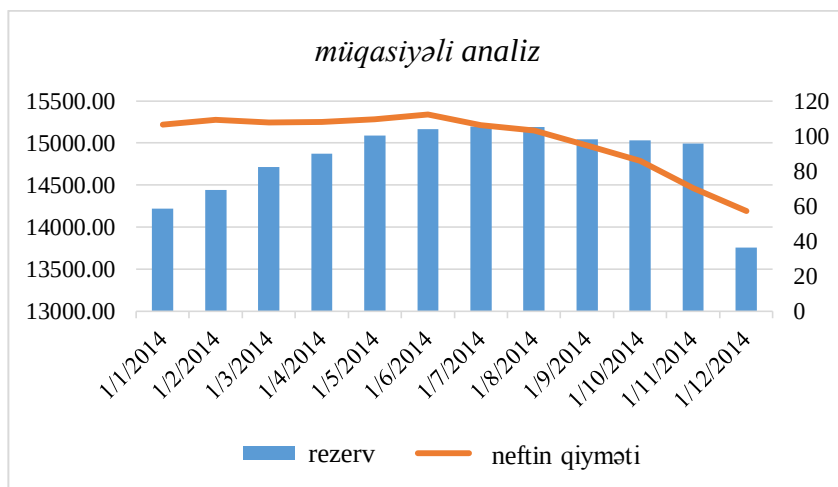
Burada: T - Macaulay müddəti;

Y - ödəmədən əvvəl gəlirlilik;

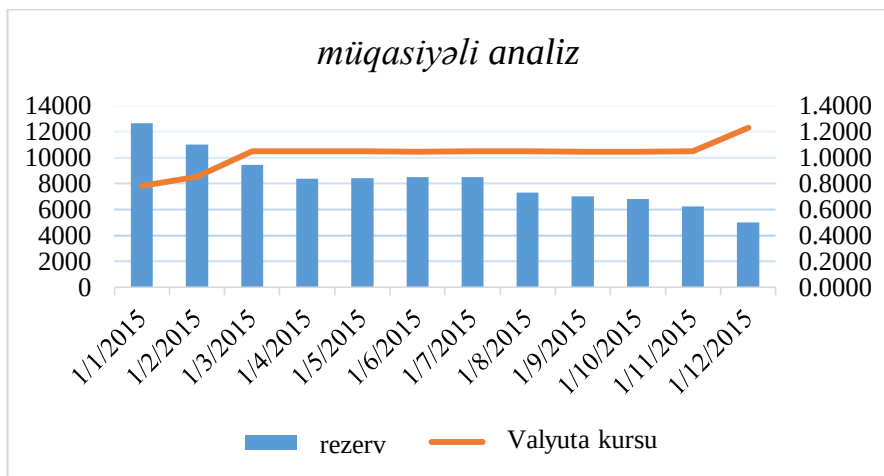
m - illik kupon ödənişlərinin sayı.

Durasyon (durasyon – orta ölçülmüş ödəniş axını, ingiliscədən tərcümədə - müddət) hesablanması MS Excel kompüter paketi vasitəsilə hesablanır. Həmin proqramda şərti seçilmiş istiqrazın nümunəsi əsasında durasiyanın hesablanması metodunun, eləcə də modifikasiya olunmuş durasiyanın işlənilib hazırlanmasına cəhd göstərilib.

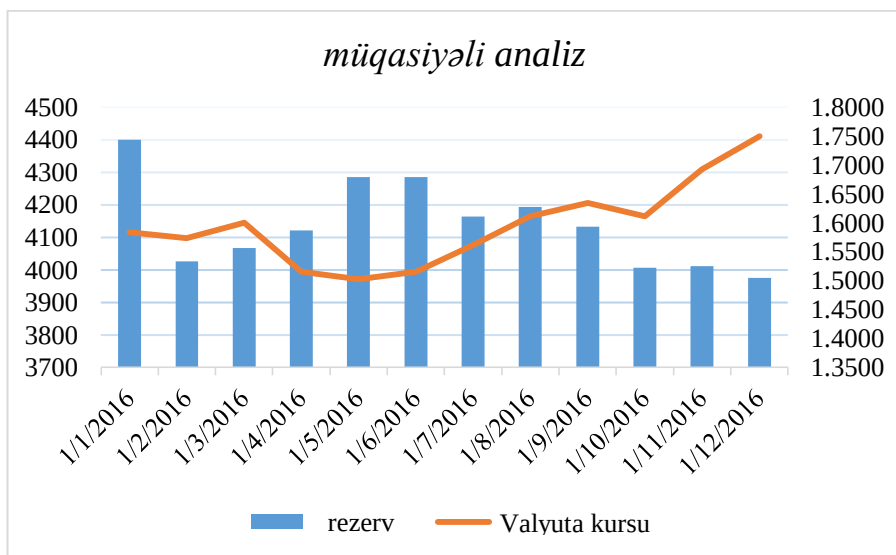
Paraqrafda Azərbaycan Respublikasında 2014-cü il maliyyə böhranının ətraflı təhlili verilir. Bu analiz 2014-2017-ci illəri əhatə edir.



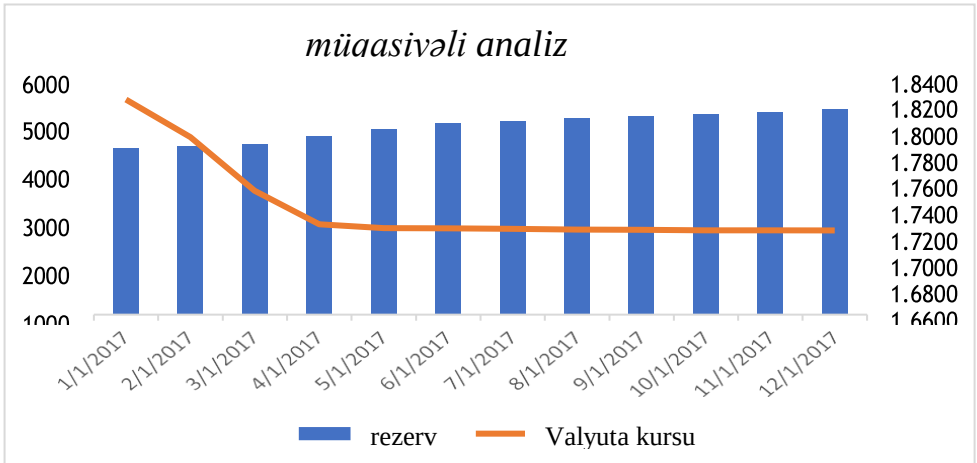
Şəkil 2. 2014-cü ildə neft qiymətlərinin düşməsi ilə dövlət ehtiyatları arasındakı əlaqənin müqayisəli təhlili



**Şəkil 3. 2015-ci il üçün valyuta məzənnəsi ilə ehtiyatlar
arasındakı əlaqənin müqayisəli təhlili**



**Şəkil 4. 2016-c ı il üçün valyuta məzənnəsi ilə ehtiyatlar
arasındakı əlaqənin müqayisəli təhlili.**



**Şəkil 5. 2017-ci il üçün valyuta məzənnəsi ilə ehtiyatlar
arasındakı əlaqənin müqayisəli təhlili.**

Dövlətin ölkədəki valyuta məzənnəsini sabitləşdirmək cəhdinə diqqət yetirildi. Bu bənddə Mərkəzi Bankın yenidən maliyyələşdirmə dərəcəsinin artırılmasından dövlət qiymətli kağızlarının buraxılışına qədər olan tədbirlər kompleksi ətraflı şəkildə təsvir edilmişdir. Statistik məlumatların və ekonometrik modelin təhlili göstərdi ki, 2014-cü ildən başlayaraq, yəni neftin qiyməti 115 dollardan 30 dollara düşdüyü dövrdən, dövlət ehtiyatları 15 milyard ABŞ dollardan 4 milyard ABŞ dollarına qədər endi, o zaman 1 dollar 0,78 manat dəyərində idi. Bu, uzun müddət davam edə bilməzdi, çünki valyuta ehtiyatları tükənə bilərdi. Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı kursu əvvəlcə 1,05 manata qaldırdı, sonra isə milli valyutayı qısa müddətə sərbəst axına buraxmışdı. Bu zaman 1 ABŞ dollarının qiyməti 1,90 manata çatdı. Ajiotaj başladı: xarici valyutaya tələbat artdı. Respublikanın Mərkəzi Bankı tərəfindən yenidən maliyyələşdirmə dərəcəsinə 15%-ə qədər artırmaq cəhdi gözlənilirdi kimi, heç bir nəticə vermədi. Vəziyyəti Mərkəzi Bankın dövlətin zəmanəti ilə buraxdığı dövlət qiymətli kağızlarının (notların) emissiyası xilas etdi. Vəziyyətin sabitləşməsi illik 15% kupon ilə ümumi həcmi 950 mln. manat olan notların buraxılmasından sonra baş verdi. Yenidən maliyyələşdirmə dərəcəsinin 10%-ə, daha sonra

hətta 8%-ə, qədər düşməsi sabitliyi pozmadı, çünki manat pul kütləsi həddə idi. Qısamüddətli perspektivdə bu, problemin optimal həlli demək idi. Lakin, fikrimizcə, uzunmüddətli perspektivdə kreditlərin olmaması (pul kütləsinin məhdudluğu ucbatından) səbəbindən Azərbaycanı iş fəallığının aşağı düşməsi gözləyir ki, bu da işsizliyin artmasına, ən dəhşətli isə əhəlinin ümumi tələbatının azalmasına gətirib çıxara bilər.

ƏSAS NƏTİCƏLƏR

1. Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının vəziyyəti təhlil edilmiş, problemləri və inkişaf perspektivləri müəyyən edilmişdir.

2. Fond bazarlarının təşkilində xarici ölkələrin təcrübəsi təhlil edilib və onların təcrübəsindən ölkəmiz üçün səmərəli istifadə olunması təklif edilib.

3. MS Excel paketində durasyon (müddəti) və redaktə edilmiş durasyonun hesablanması üçün bir pəncərə yaradılmışdır; şərti məlumatlar üzərində hesablama nümunəsi aparılmışdır.

4. Respublikanın valyuta ehtiyatları, Mərkəzi Bankın not buraxılışı və məzənnə ilə bağlı statistik məlumatlar əsasında iqtisadi analiz aparılmışdır. Müvafiq nəticələr çıxarılmışdır.

5. Azərbaycan Respublikasının valyuta ehtiyatları, Mərkəzi Bankın not emissiyası və məzənnə arasında ekonometrik bir model qurulmuşdur.

6. Ekonometrik model əsasında təhlil aparılmış və Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının vəziyyətinin yaxşılaşdırılması üçün tövsiyələr verilmişdir.

Dissertasiyanın əsas müddəaları aşağıdakı əsərlərdə dərc edilmişdir:

1. М.Р.Тагиев, Ф.Т.Ахундов. Сравнительный анализ проектов “NABUCCO” и «Южный поток/ Международная научно-практическая конференция «Региональная экономическая политика и развитие кооперативных отношений, 2014, Баку, с. 739-744.

2. Ашраф Касымов, Фарадж Ахундов «Влияние государственного долга на фондовые рынки мира». *Beynəlxalq hüquq və integrasiya problemləri, İqtisadiyyat bölməsi*, 2014, №3 (39), səh. 469-476.

3. М.Р.Тагиев, Ф.Т.Ахундов, Е.Н.Тимошук. Влияние внешних факторов на динамику стоимости ценных бумаг // *Международный научно-практический журнал «Экономика та держава»*, 2018, №11, стр. 15-20.

4. Ф.Т.Ахундов. «Влияние эмиссии нот Центрального банка Азербайджанской Республики на валютные резервы Азербайджанской республики» / 41 Всероссийская научно-методическая конференция с международным участием «Актуальные вопросы качества морского образования», Владивосток, 2018, стр. 100-112.

5. Faraj Axundov "Comparative analysis of the financial markets of Azerbaijan, Turkey and Russia", *Journal of Economics and Politics*, September 2018, №3, pp. 134-141.

6. Ф.Т.Ахундов, Л.Г.Хасиева «Сравнительный анализ деятельности инвестора и спекулянта на фондовых рынках». *Müasir təbiət və iqtisad elmlərinin aktual problemləri*, №5, 2019., стр.148-150.

7. Ф.Ахундов. Государственные ценные бумаги как механизм улучшения финансового положения предприятия (на примере ОАО «Azərsu») // *Journal of Economics and Politics*. 2019, №4, стр.48-54

8. Ф.Ахундов. Хеджирование операции по деривативам с государственными ценными бумагами // *AMEA-nın Xəbərləri İqtisadiyyat seriyası*. Bakı, 2019, №5, səh.124-129



Dissertasiyanın müdafiəsi “27” may 2021-ci il tarixdə saat 14:00-da Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin nəzdində İqtisadi Araşdırmalar Elmi Tədqiqat İnstitutunda fəaliyyət göstərən FD 1.11 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 yerləşdirilmişdir.

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

Çapa imzalanıb: 20.04.2021. Kağızın formatı: 60x84 ^{1/16}.
Sifariş 20/04 Həcmi 1 ç.v. (31843 işarə)
Ofset kağızı Xerox C klass. Tiraj 100.

“AA – Poliqraf” istehsalat-kommersiya birliyində
hazır diopozitivlərdən istifadə olunmaqla çap edilmişdir.
Email: capevi@internet.ru Əlaqə üçün: (055)2012809