

**AZƏRBAYCAN DÖVLƏT NEFT VƏ SƏNAYE
UNİVERSİTETİ**

Əlyazması hüququnda

TAĞIZADƏ SEVİNC SAKİT QIZI

**MİLLİ İQTİSADİYYATIN
MALİYYƏLƏŞDİRİLMƏSİNDƏ
QİYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ ROLU**

İxtisas: 5304.01- İqtisadi fəaliyyət növləri

**İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru alimlik dərəcəsi almaq üçün
təqdim edilmiş dissertasiyanın**

A V T O R E F E R A T I

Bakı – 2016

Dissertasiya işi Azərbaycan Dövlət Neft və Sənaye Universitetinin “Enerji və neft-kimya sahələrinin iqtisadiyyatı və menecment” kafedrasında yerinə yetirilmişdir.

Elmi rəhbər: iqtisad elmləri doktoru, professor
Rasim Tapdıq oğlu Həsənov

Rəsmi opponetlər: iqtisad elmləri doktoru, professor
Ramiz Kamal oğlu İsgəndərov

iqtisad elmləri namizədi, dosent
Baxış Sabir oğlu Əhmədov

Aparıcı təşkilat: Azərbaycan Respublikasının
Auditorlar Palatası

Dissertasiya işinin müdafiəsi “22” sentyabr 2016-cı il tarixində saat 11.00-də Azərbaycan Dövlət Neft və Sənaye Universitetində fəaliyyət göstərən D.02.141 dissertasiya şurasının iclasında keçiriləcəkdir.

Ünvan: AZ 1010, Bakı şəhəri, Azadlıq prospekti 34
Azərbaycan Dövlət Neft və Sənaye Universiteti.

Dissertasiya işi ilə Azərbaycan Dövlət Neft və Sənaye Universitetinin Əsaslı Kitabxanasında tanış olmaq olar.

Avtoreferat “____” iyun 2016-cı il tarixində göndərilmişdir.

D.02.141 Dissertasiya Şurasının
Elmi Katibi, t.ü.e.d., professor

Əliyev Ə.M.

DISSERTASIYA İŞİNİN ÜMUMİ XARAKTERİSTİKASI

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

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

Son illərdə ölkədə qiymətli kağızlar bazarı inkişaf etsə də, onun milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolu məhduddur. Fond

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

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

Problemin öyrənilmə səviyyəsi. Qiymətli kağızların inkişafı və onun milli iqtisadiyyatın inkişafında rolu məsələləri iqtisad elminin klassiklərinin və xarici ölkələrin bir çox görkəmli alimlərinin əsərlərində müxtəlif səpkilərdən tədqiq edilərək öyrənilmişdir. Bu alimlərin arasında A.Radiqin, Y.Mirkin, V.V. Bulatov, A.E.Dvoreçskaya, C.K.Van Xorn, L.Qitman, M.Conk, F.Mişkin, Yudcin Briqxem, F.Alen, D.Gale, Asli Dəmirgüç-Kunt, Ross Levin, R.Merton, Z.Bodie, F. Modigliani və başqalarının adlarını xüsusi qeyd etmək lazımdır. Azərbaycanın iqtisadçı alimlərindən A.Nadirov, Z.Səmədzadə, Ş.Muradov, A.Ələskərov, Ə.Bayramov, Ş.Hacıyev, Ə.Nuriyev, R.T.Həsənov, N.İmanov, F.Mustafayev və başqaları ölkə iqtisadiyyatının, o cümlədən real sektorun iqtisadi problemlərinə dair dəyərli tədqiqatlar aparmış və sanballı monoqrafiyalar çap etdirmişlər. Maliyyənin, o cümlədən maliyyə bazarlarının aktual problemləri M.M.Sadiqov, M.M.Bağirov, A.F.Musayev, S.M.Məmmədov, M.X.Həsənlı, V.T.Novruzov, E.M.Sadiqov, R.K.İsgəndərov və digərlərinin əsərlərində geniş tədqiq olunmuşdur. Lakin ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və onun milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolu məsələləri kifayət qədər öyrənilməyib. Bu baxımdan, Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun artırılması məsələlərinə aid elmi araşdırmaların aparılması mühüm nəzəri və praktiki əhəmiyyət kəsb edir. Beləliklə, sözügedən problemin aktual-

lığı və onun kifayət qədər öyrənilməməsi dissertasiya mövzusunun seçilməsini şərtləndirmişdir.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri. Tədqiqatın məqsədi - Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişafı vəziyyətinin kompleks təhlili və onun milli iqtisadiyyatda rolunun qiymətləndirilməsi əsasında, bazarın inkişaf istiqamətlərini və real sektorun maliyyələşdirilməsində rolunun artırılması yollarını müəyyənləşdir-məklə elmi cəhətdən əsaslandırılmış təklif və tövsiyələr hazırlamaq-dan ibarətdir.

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

- maliyyə bazarının mahiyyəti, funksiyaları və milli iqtisadiyyatın inkişafına təsiri mexanizminin araşdırılması;
- Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişafı xüsusiyyətlərinin müəyyənləşdirilməsi və mövcud vəziyyətinin qiymətləndirilməsi;
- milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarı-nın rolunu müəyyən edən amillərin araşdırılması;
- bank kreditləri və qiymətli kağızların buraxılışı vasitəsilə milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi imkanlarının öyrənilməsi;
- ölkə iqtisadiyyatının maliyyələşdirilməsinin mövcud mexanizminin araşdırılması;
- qiymətli kağızlar bazarının inkişafı istiqamətləri və iqtisadiyyatının maliyyələşdirilməsində onun rolunun artırılmasına dair təklif və tövsiyələrin hazırlanması.

Tədqiqatın nəzəri və metodoloji əsasını iqtisad elminin klas-siklərinin və aparıcı iqtisadçı alimlərin əsərləri, Azərbaycan Respub-likasının müvafiq qanunları, ölkə Prezidentinin fərmanları, Nazirlər Kabinetinin qərar və sərəncamları, digər hüquqi-normativ sənədlər təşkil edir.

Tədqiqat işində müqayisə, iqtisadi statistik təhlil, elmi ab-straksiya, proqram məqsədli yanaşma və s. üsullardan istifadə olunmuşdur.

Tədqiqatın informasiya bazasını Azərbaycan Respublikası Dövlət Statistika Komitəsinin, Mərkəzi Bankın, Qiymətli kağızlar

üzrə Dövlət Komitəsinin, Bakı Fond Birjasının, Milli Depozit Mərkəzinin məlumatları, ayrı-ayrı səhmdar cəmiyyətlərinin hesabatları təşkil edir.

Tədqiqatın obyektini kimi Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarı seçilmişdir.

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

Tədqiqatın elmi yeniliyi aşağıdakılardan ibarətdir:

- bazar münasibətləri şəraitində maliyyə bazarının milli iqtisadiyyatın inkişafında rolu açıqlanmışdır;
- qiymətli kağızlar bazarının real sektorun inkişafına təsiri mexanizmi müəyyənləşdirilmişdir;
- bank sektorunun və qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolları dəqiqləşdirilmişdir;
- qiymətli kağızlar bazarının inkişafının mövcud vəziyyəti təhlil edilərək onun milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolu qiymətləndirilmişdir;
- ölkə iqtisadiyyatının maliyyələşdirilməsi mexanizminin formalaşmasına təsir edən amillər aşkar edilmişdir;
- ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişaf istiqamətləri müəyyən edilmişdir;
- qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunun artırılmasına dair təklif və tövsiyələr hazırlanmışdır.

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

İşin aprobeasiyası və nəticələrinin tətbiqi. Tədqiqatın əsas

müddəaları, əsaslandırılmış təklif və tövsiyələr respublikada keçirilmiş elmi-praktiki konfranslarda məruzə edilmiş, mövzuya aid 15 məqalə və tezislər çap olunmuşdur. Bundan başqa, dissertasiyanın əsas müddəalarından Azərbaycanda ali iqtisadi təhsil prosesində istifadə edilə bilər.

Dissertasiya işinin quruluşu və həcmi. Dissertasiya işi giriş, üç fəsil, nəticə və istifadə olunmuş ədəbiyyat siyahısından ibarətdir.

Dissertasiyanın quruluşu və həcmi. Dissertasiya işi giriş, üç fəsil, nəticə və istifadə olunmuş ədəbiyyat siyahısından ibarətdir. Dissertasiya 13 cədvəl və 4 şəkil əks etdirməklə 154 səhifə həcmindədir.

DİSSERTASIYA İŞİNİN QISA MƏZMUNU

1.Maliyyə bazarlarının milli iqtisadiyyatın inkişafına təsiri mexanizminin nəzəri əsasları

Milli iqtisadiyyatda iqtisadi subyektlərin iqtisadi fəaliyyətin yekunu olaraq yaranan mənfəətdən istifadədə qənaət etmələri və bu qənaətdən həm investisiya, həm də istehlak məqsədləri üçün istifadə edənlərin onlardan fərqlənməsi maliyyə bazarlarının yaranmasının mühüm şərtidir. Bu halda maliyyə bazarı sərbəst pul vəsaitlərinə malik olanlarla, pula ehtiyacı olanlar arasında maliyyə alətləri vasitəsilə və maliyyə qurumlarının iştirakı ilə əlaqə yaradan mexanizm kimi çıxış edir. Maliyyə bazarlarının inkişaf səviyyəsi bu resursların bölgüsü və sahələrarası axınının sürət və dəyərini müəyyən edir. Nəticədə, inkişaf etmiş maliyyə bazarlarının mövcudluğu milli iqtisadiyyatın rəqabət qabiliyyətinin yüksəldilməsinə təsir edən mühüm amillərdən birinə çevirilir.

Ölkədə maliyyə bazarlarının inkişafı digər nəticələrlə yanaşı adətən, mövcud iqtisadi resursların səmərəli istifadəsinə səbəb olur. Maliyyə vasitəçiləri miqyasdan qənaət və ixtisaslaşma hesabına sövdələşmə xərclərini əhəmiyyətli dərəcədə azaldır və kiçik vəsaitlərin bazara cəlb edilməsinə şərait yaradırlar. Bəzə də likvid maliyyə alətlərinin formalaşması sövdələşmə xərclərini azaltmaqla maliyyə alətləri ilə ticarətin həyata keçirilmə vaxtı və yeri ilə

əlaqədar çətinlikləri aradan qaldırır. Likvid kapital bazasının mövcudluğu sərbəst pul vəsaitlərinə malik iqtisadi subyektlərə asan satıla bilən səhm, istiqraz və s. kimi maliyyə alətlərini almaqla qeyri-likvid istehsal obyektlərinə investisiya qoymağa imkan verir. Maliyyə bazarlarının inkişafı isə məhdud iqtisadi resursları daha gəlirli sahələrə yönəltməklə bağlı çevik qərar vermək üçün əlverişli şərait yaradır.

Maliyyə bazarlarının funksiyalarına aşağıdakılar aiddir:

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

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

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

Ölkə iqtisadiyyatının maliyyələşdirilməsində banklar və ya qiymətli kağızlar bazarı üstünlük təşkil edə bilər. Adətən maliyyə sistemlərinə görə ölkələri banklara əsaslanan və qiymətli kağızlar bazarına əsaslanan maliyyə sistemlərinə bölürlər. Bu bölgüyə əsasən ABŞ və Böyük Britaniya iqtisadiyyatlarında qiymətli kağızlar bazarı nisbətən üstünlük, Almaniya, Fransa, Yaponiya iqtisadiyyatlarında isə banklar üstünlük təşkil edirlər. Bununla belə bu bölgü nisbi xarakter daşıyır. Belə ki, ABŞ-da bankların aktivlərinin dəyəri Almaniya və Fransadakı bankların cəmi dəyərindən əhəmiyyətli dərəcədə çoxdur. Banklar öz risklərinə sərbəst vəsaitləri səfərbər edərək pul vəsaitlərinə ehtiyacı olanları kommersiya əsasında maliyyələşdirirlər. Bu maliyyələşmə mexanizminin mühüm üstünlüklərindən biri, bankların müştərilərlə uzunmüddətli münasibətlərinin formalaşması hesabına onların borcalanlar haqqında ətraflı məlumatlar əldə etməsinə səbəb olmasıdır. Bu baxımdan, bankların sərbəst pul vəsaitlərinin sahibləri ilə borcalanlar arasında

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

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı firmaların iri layihələri maliyyələşdirmələri üçün həm xüsusi, həm də borc vəsaitlərini cəlb etmələri üçün geniş imkanlar verir. Belə şəraitdə, firmalar xüsusi vəsaitlərlə borc vəsaitlərinin optimal nisbətini seçmək imkanı əldə edirlər. Həmçinin, qiymətli kağızların qiyməti qiymətli kağızların emitenti ilə bağlı informasiya əsasında formalaşır. Belə halda, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı resursların daha səmərəli bölgüsünə və səmərəli investisiya qərarlarının verilməsinə səbəb olur. Bu amil qiymətli kağızlar bazarının bank sektoruna nisbətən üstünlüyünü müəyyən edir. Belə ki, qiymətli kağızlar bazarında firmaların informasiyanı açıqlanmaq zərurəti bu informasiyanın yayılmasına və daha səmərəli investisiya qərarlarının verilməsinə səbəb olur. Banklar isə informasiyanı yalnız özləri alırlar və bu informasiya

əsasında yalnız özləri qərar verirlər. Həmçinin, qiymətli kağızlar bazarı firmaların fəaliyyətinin səmərəliliyinə müvafiq olaraq reaksiya verərək, faktiki olaraq firmaların menecmenti üzərində nəzarət funksiyalarını həyata keçirirlər. İnflyasiya nisbətən yüksək olduqda əmanət sahibi ududur, kredit alan udur, qiymətli kağız sahibləri isə bu halda daha az zərərlə qaşılaşa bilərlər. Bununla belə, makroiqtisadi şoklar zamanı bank əmanətlərinə nisbətən qiymətli kağızların qiymətləri kəskin şəkildə aşağı düşür, iqtisadi fəallıq dövründə isə qiymətli kağızların qiyməti artır. Bu baxımdan, bank əmanət və kreditlərinə nisbətən qiymətli kağızların qiyməti makroiqtisadi şoklara daha həssas olur.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı milli iqtisadiyyatda əlavə maliyyə kanallarının yaranmasına və maliyyə sistemində rəqabət səviyyəsinin yüksəlməsinə səbəb olur. Bu amillər isə qənaətin cəlb edilməsi və investisiyanın maliyyələşdirilməsi xərclərini azaldır. İqtisadi artım baxımından uzunmüddətli investisiya qoyuluşlarının həyata keçirilməsi tələb edilsə də, qənaət edənlər öz vəsaitləri üzərində uzunmüddətli dövrdə nəzarəti itirmək istəmirlər. Likvid fond bazarları qənaət edənləri likvid maliyyə alətləri ilə təmin etməklə onlara öz vəsaitlərini istənilən vaxt geri əldə etməyə imkan verir. Bu amil də firmaların qiymətli kağız buraxmaqla kapital əldə etmək imkanlarını artırır. Qiymətli kağızlar bazarında çoxlu sayda maliyyə vasitəçilərinin və analitiklərin fəaliyyəti nəticəsində investisiya qoyuluşlarının istiqamətlərinə dair səmərəli qərarlar verilir.

Qiymətli kağızlar bazarının inkişafı və bu bazar hesabına firmaların maliyyələşməsi milli iqtisadiyyatda firmaların birləşməsi, qovuşması, çevrilməsi və bölünməsi formasında yenidən təşkillərinə əlavə imkanlar yaradır. Belə hal istehsalın təmərküzləşməsi və ixtisaslaşmanın artması hesabına milli iqtisadiyyatın səmərəliliyini yüksəldir.

Qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatda iqtisadi resursların səmərəli bölgüsünə təsiri əhəmiyyətli şəkildə bu bazarların səmərəliliyindən asılıdır. Bu isə həmin bazarlarda informasiya şəffaflığının təmin edilməsi ilə müəyyən olunur. Əksər

inkişaf etmiş ölkələrdə qiymətli kağızların fond birjasında tədaviyə
olan firmalar üçün informasiyanın açıqlanması ilə bağlı sərt tələblər
müəyyən edilmişdir.

2. Milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolunu müəyyən edən amillər

Qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunu şərtləndirən bir sıra amillər mövcuddur. Bunlardan biri ölkənin inkişaf səviyyəsi ilə bağlıdır. Nisbətən kiçik və orta firmaların üstünlük təşkil etdiyi iqtisadiyyatda qiymətli kağızlar bazarının rolu məhdud olur. Belə ki, qiymətli kağızların inkişafı səhmdar cəmiyyətlərinin formalaşması ilə əhəmiyyətli dərəcədə əlaqədardır. Səhmdar cəmiyyətlər isə əsasən iri sahibkarlığın təşkilati formasıdır. Belə ki, firmaların böyüməsi üçün əlavə investisiya qoyuluşlarına ehtiyac yaranır. Bundan başqa, firmanın miqyası artdıqca, onun fəaliyyətinə əlavə nəzarət mexanizmlərinin formalaşdırılması ehtiyacı yaranır. Firmanın səhmdar cəmiyyətlər formasında yaradılması onun fəaliyyətinə həm vergi orqanları tərəfindən, həm də qiymətli kağızlar bazarını tənzimləyən dövlət orqanları tərəfindən nəzarət olunmasına səbəb olur. Milli iqtisadiyyatın strukturu da qiymətli kağızlar bazarının, xüsusilə fond bazarının inkişafına təsir göstərən mühüm amillərdəndir. Belə ki, fond birjasında səhmlərə tələbin həcminə gözləntilər əhəmiyyətli dərəcədə təsir göstərir. Ənənəvi məhsullar istehsal edən firmalar nisbətən iri həcmli real aktivlərə malik olduğundan, bu aktivlərdən girov kimi istifadə etməklə kreditlər cəlb edə bilirlər. Belə halda, firmanın gəlirliyinin bank üçün əhəmiyyəti azalır. Qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsi halında isə, firmaların gələcəkdə gəlirliyinin təmin olunması əhəmiyyətli rol oynayır. Belə halda, milli iqtisadiyyatda nisbətən elm tutumlu, yüksək texnologiyalı firmaların və xidmət sektorunun payının yüksək olması qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üçün tələb yaradır. Belə ki, birinci qrup firmalar nisbətən riskli və yüksək gəlirli firmalardır. Bu firmaların bir çox hallarda bank kreditləri hesabına

maliyyələşdirilməsi imkanları məhdud olur. Bununla yanaşı, milli iqtisadiyyatda bir çox riskə meyilli investorlar olur ki, belə innovativ layihələrin maliyyələşdirilməsində maraqlı olurlar. Bu halda birincisi, investor investisiya qoyuluşu ilə bağlı fərdi şəkildə qərar verir, ikincisi isə, o, malik olduğu vəsaitlərin kiçik hissəsini bu layihəyə yönəldə bilər. Qiymətli kağızlar bazarı kommersiya bankları ilə müqayisədə ayrı-ayrı investorların kiçik vəsaitlərinin hesabına iri və riskli layihələri maliyyələşdirməyə imkan verir.

Milli iqtisadiyyatın miqyası qiymətli kağızlar bazarının inkişafına təsir göstərir. Belə ki, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üçün nisbətən mürəkkəb infrastrukturun formalaşması tələb olunur. Bu infraqurkura dilerlər, brokerlər, anderrayterlər, depozitar və reyestraxlayıcılar, fond birjalari və s. aiddir. Həmçinin, qiymətli kağızlar bazarında birbaşa və portfel investorlarının formalaşması zəruridir. Bundan başqa, qiymətli kağız buraxmaq və onun dövriyyəsini təşkil etmək müəyyən xərclər və bilik tələb edir. Bütün bu amillər milli iqtisadiyyatın miqyasının kiçik olması şəraitində mövcud sərbəst vəsaitlərin bir çox hallarda banklar vasitəsilə səfərbər edilməsini məqsəduuyğun edir.

Milli iqtisadiyyatın inkişafının aşağı səviyyəsində, kapitalın formalaşmasının ilkin mərhələsində, rəqabətin zəif inkişaf etdiyi halda qiymətli kağızlar bazarının inkişafı aşağı olur. Belə ki, qiymətli kağızlar bazarının inkişafı iqtisadi subyektlərin fəaliyyətində yüksək şəffaflıq, təsərrüfat əməliyyatlarının nisbətən dəqiq uçotunu, firmaların mövcud sahiblərinin onların üzərində nəzarəti itirməkdən çəkinməmələrini tələb edir. Ölkədə kölgə iqtisadiyyatının payı, vergidən yayınma hallarının payı yüksəkdirsə, onda milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu aşağı olur. Həmçinin, firma üzərində onun sahiblərinin nəzarəti itirməmək istəyi son nəticədə, maliyyələşmə üsulu kimi, əsasən bank kreditlərinə üstünlük verilməsinə səbəb olur.

Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının inkişafını müəyyən edən amillərdən biri korporativ idarəetmənin səviyyəsidir. Aydındır ki, firmada kiçik səhmdarların hüquqlarının qorunmaması, onların bu hüquqlardan səmərəli istifadə imkanlarının yaradılmaması, firmadan

çıxış imkanlarının olmaması və s. bu kimi amillər qiymətli kağızlar bazarı vasitəsilə maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsini çətinləşdirir. Bu baxımdan, ölkənin qanunvericiliyi ilə investorların hüquqlarının qorunması mexanizminin yaradılmasının qiymətli kağız bazarının inkişafına təsiri əhəmiyyətlidir.

Qiymətli kağızlar bazarını milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi baxımından cəlbəedici edən bir sıra amillər mövcuddur. Birincisi, bu bazar iqtisadi subyektlərə öz layihələrini maliyyələşdirmək üçün çoxlu sayda investorları cəlb etməyə imkan verir ki, bu da cəlb edilən vəsaitin həcmi ilə bağlı problemi həll etməyə imkan verir. Ayrı-ayrı banklar tərəfindən bir borc alana düşən kreditin həcminə qoyulan tələblər bir çox hallarda firmalara bank krediti hesabına zəruri vəsaiti cəlb etməyə imkan vermir. İkincisi, qiymətli kağızlar yerləşdirməklə çoxlu sayda investorlardan tələb olunan vəsaitin cəlb edilməsi firmanı ayrı-ayrı asılı etmir. Firmalar adətən müvəkkil bankla işləyirlər və bu bank onların layihələrini maliyyələşdirir. Həmin bankın maliyyə vəziyyəti pisləşdikdə, firma digər mənbələrdən vəsaitlərin cəlb edilməsi üçün yollar axtarır ki, bu da firmaya baha başa gələ bilər. Üçüncüsü, qiymətli kağızlar bazarı firmalara nisbətən uzunmüddətə vəsaitlərin cəlb edilməsinə şərait yaradır. Bank kreditlərinin müddəti isə adətən məhdud olur və bu müddət bitdikdən sonra isə firma bir çox hallarda yenidən borclanma zərurəti ilə qarşılaşır. Dördüncüsü, qiymətli kağızların bazarının inkişafı firmalara öz borclarını idarə etməyə imkan verir. Belə ki, firmalar tərəfindən səhm buraxılışı onların xüsusi vəsaitlərini artırır. Firmada xüsusi vəsaitlərin borc vəsaitlərinə nisbətinin azalması, onların fəaliyyəti ilə bağlı maliyyə risklərini artırır. Belə şəraitdə firmalara səhmlərin yerləşdirilməsi ilə qeyd edilən nisbəti idarə etmək mümkün olur. Firmalar həmçinin, istiqraz yerləşdirməklə borc vəsaitləri cəlb etdikdə, onlar sərbəst vəsaitlər yarandıqda həmin istiqrazları təkrar bazardan geri almaqla öz borclarını azalda bilərlər. Beşincisi, qiymətli kağızlar bazarından vəsaitlərin cəlb edilməsi halında, kreditorlar tərəfindən firmaya əlavə şərtlər irəli sürülmür. Firmaya kreditlərin verilməsi bank tərəfindən ona qarşı əlavə tələblərin irəli sürülməsi ilə müşayiət oluna bilər. Qiymətli kağızların

buraxılışı halında isə, onları alan investorların sayının çoxluğu belə tələblərin irəli sürülməsinin qarşısını alır.

3. Ölkədə qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişafının mövcud vəziyyətinin təhlili

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının ilkin inkişafı əsasən dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsi ilə bağlı olmuşdur. Belə ki, özəlləşdirmə prosesində qiymətli kağız olan özəlləşdirmə çekləri və özəlləşdirmə opsiyonları buraxılmış, orta və iri dövlət müəssisələri isə açıq tipli səhmdar cəmiyyətlərinə çevrilərək özəlləşdirilmişlər. Hazırda Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarını tənzimləyən hüquqi baza yaradılmış və bu baza daimi təkmilləşdirilir.

2013-cü ildə ölkənin qiymətli kağızlar bazarında dövriyyənin həcmi 2010-cu ilə nisbətən 3,8 dəfə artmışdır. Bununla belə bu artım əsasən dövlət qiymətli kağızları hesabına baş vermişdir. Belə ki, qeyd edilən dövrdə korporativ qiymətli kağızlarla əməliyyatların həcmi 2,2 dəfə artdığı halda, dövlət qiymətli kağızları üzrə bu göstərici 4,7 dəfəyə bərabər olmuşdur. Nəticədə, ölkənin qiymətli kağızlar bazarının cəmi dövriyyəsində dövlət qiymətli kağızlarının payı 2010-cu ildə 65,4 faizdən 2013-cü ildə 80,3 faizə qədər artmışdır. 2014-cü ildə dövlət və korporativ qiymətli kağızlarla dövriyyənin həcmi təqribən dəyişməz qalsa da, strukturu dəyişmişdir. Belə ki, qeyd edilən ildə dövlət və korporativ qiymətli kağızların cəmi dövriyyəsində dövlət qiymətli kağızlarının payı 46,7 faizə qədər azalmış, korporativ qiymətli kağızların payı isə 53,3 faizə qədər artmışdır. Belə nisbətin dəyişməsi “Cənub Qaz Dəhlizi” QSC-nin yaradılması ilə bağlı olaraq səhm və istiqrazların buraxılışı və Azərbaycan İpoteka Fondunun istiqraz bazarında aktiv rol oynaması ilə əlaqədar olmuşdur. 2014-cü ildən Bakı Fond Birjasında fərdi və institusional investorlar üçün likvidliyi müvafiq market-meykerlər tərəfindən təmin olunmaq şərti ilə valyuta və əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətlərinin ticarətinə başlanmışdır. Bu ildə Bakı Fond Birjasında 204,7 milyon manat məbləğində əmtəə əsaslı və 4,1 milyard manat məbləğində valyuta əsaslı törəmə qiymətli kağızlarla

ticarət əməliyyatları həyata keçirilmişdir. Törəmə qiymətli kağızlarla ticarətin yaranması hesabına 2014-cü ildə qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsi əvvəlki ilə nisbətən 1,5 dəfə artmışdır. Qeyd etmək lazımdır ki, törəmə qiymətli kağızlarla ticarət Bakı Fond Birjasında Foreks vasitəsilə təmin edilir.

Son illərdə qiymətli kağızlar bazarının həcmnin artımı təkrar bazar hesabına baş vermişdir. Belə ki, 2013-cü ildə ilkin bazarın həcmi 2010-cu ilə nisbətən təqribən 0,4 faiz azaldığı halda, təkrar bazarın həcmi 3,3 artmışdır. Bununla belə 2013-cü ildə ilkin bazarın ilkin və təkrar bazarın ümumi dövriyyəsində payı 52,7 faizə bərabər olmuşdur. Belə hal qiymətli kağızlar bazarının ölkənin iqtisadi fəallığını müəyyən edən əsas sahələrdən birinin olmaması ilə əlaqədardır. Belə ki, inkişaf etmiş ölkələrdə qiymətli kağızlar bazarının ümumi dövriyyəsində təkrar bazar əsas paya malik olur. 2014-cü ildə qiymətli kağızlar bazarında mövcud vəziyyət dəyişməmişdir. Belə ki, ölkədə qiymətli kağızların ilkin və təkrar dövriyyələrinin həcmi törəmə qiymətli kağızlar nəzərə alınmadan 2,4 dəfə artmışdır. Belə artım əsasən korporativ qiymətli kağızların ilkin yerləşdirilməsi hesabına təmin edilmişdir.

Yerli qiymətli kağızlar bazarında dövlət qiymətli kağızları dövlət istiqrazlarından və Mərkəzi Bankın notlarından ibarətdir. Dövriyyədə olan dövlət qiymətli kağızlarının əsas hissəsi istiqraz vərəqələridir. Bu qiymətli kağızlar əsasən dövlət büdcəsinin kassa icrasının təmin edilməsi üçün buraxılır. Bununla belə, 2013-cü ildə dövlət büdcəsinin gəlirlərinin 59,3 faizinin Dövlət Neft Fondunun vəsaitləri hesabına təmin olunduğu şəraitdə büdcənin kassa icrasında gərginliyin yaranma imkanları aradan qalxmışdır. Belə hal 2014-cü ildə də davam etmişdir. Nəticədə, 2013-cü ilin sonuna dövriyyədə cəmi 161,4 mln. manat məbləğində, 2014-cü ilin sonunda isə 200,3 mln. manat məbləğində dövlət istiqraz vərəqələri olmuşdur ki, bu da dövlət büdcəsinin gəlirlərinin qeyd edilən dövrlər üzrə müvafiq olaraq təqribən 0,84 faizinə və 1,1 faizinə bərabər olmuşdur. Bu qiymətli kağızlardan əsasən banklar sərbəst vəsaitlərini yerləşdirmək üçün istifadə edirlər. Ölkədə korporativ qiymətli kağızlar bazarının dövriyyəsinin həcmi 2010-cu ilə nisbətən 2013-cü ildə 2,2 dəfə,

2014-cü ildə isə 5,9 dəfə artmışdır. Bununla belə, bu artım korporativ istiqrazların dövryyəsinin artımı hesabına baş vermişdir. Belə ki, qeyd edilən dövrdə korporativ istiqrazların dövryyəsi müvafiq olaraq 3,8 dəfə və 11,4 dəfə artaraq korporativ qiymətli kağızlar bazarının dövryyəsinin müvafiq olaraq 67,0 faizini və 73,0 faizini təşkil etmişdir.

Ölkədə səhm buraxılışında inzibati amillərin rolu əhəmiyyətli olmuşdur. Belə ki, Azərbaycanda banklar səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılır. Həmçinin əksər sığorta şirkətləri səhmdar cəmiyyəti formasında yaradılmışdır. Bu halda, onların nizamnamə kapitallarının artırılmasına tələblər əlavə səhm buraxılışının artmasına və bunun nəticəsində də səhmlərin ilkin bazarının həcmnin artmasına səbəb olur. 2011-2013-cü illərdə Bakı Fond Birjasında səhmlərin yerləşdirilməsi ilə bağlı təqdim edilmiş 109 emissiya prospektinin 72-si kommersiya banklarına, 19-u isə sığorta təşkilatlarına məxsus olmuşdur. 2014-cü ildə səhmlərin ilkin bazarının həcmnin artmasına kommersiya banklarının nizamnamə kapitalının minimum həcminə qoyulan tələblə əlaqədar olmuşdur. Belə ki, Mərkəzi Bankın İdarə Heyətinin 14 noyabr 2013-cü il tarixli qərarı ilə banklara məcmu kapitalın 50 mln. manata çatdırılması üçün 01 yanvar 2015-ci ilədək möhlət verilmişdir.

4. Qiymətli kağızlar bazarının Azərbaycan iqtisadiyyatının maliyyələşdirilməsində rolunun qiymətləndirilməsi

Azərbaycan maliyyə bazarlarının inkişafı baxımından inkişaf etmiş ölkələrdən əhəmiyyətli dərəcədə geri qalır. Məsələn, Dünya Bankının hesablamalarına əsasən 2010-ci ildə Azərbaycanda 15 yaşdan yuxarı əhəlinin 14,9 faizi banklarda hesaba malik olubsa, Avstriyada bu göstərici 97,1 faizə, Avstraliyada 99,1 faizə Kanadada 95,8 faizə, Danimarkada 99,7 faizə bərabər olmuşdur. Belə halın yaranmasına banklara inamın azlığı, bank xidmətlərinə müəyən edilmiş haqların yüksək olması, bank filiallarının uzaq olması, zəruri sənədlərin olmaması, maliyyə savadlılığının aşağı olması və s. amillər təsir göstərir. Əhəlinin sayında bank hesabları olanların

payına məşğulluğun strukturu da təsir göstərir. Qeyd edilənlərlə yanaşı, ölkədə bankdan kredit almış əhalinin payı nisbətən yüksəkdir. Belə ki, 2011-ci ildə Azərbaycanda 15 yaşdan yuxarı əhalinin təqribən 17,7 faizi banklardan kredit aldığı halda, bu göstərici Avstriyada 8,3 faizə, Avstraliyada 17,0 faizə, Belçikada 10,5 faizə, Danimarkada isə 18,8 faizə bərabər olmuşdur. Bu göstəriciyə görə Azərbaycan dünyada ən yüksək yerlərdən birini tutur. Bununla belə, firmaların maliyyələşdirilməsində bankların roluna görə Azərbaycan dünyanın əksər ölkələrindən geri qalır. Belə ki, Dünya Bankının hesablamalarına əsasən Azərbaycanda 2011-ci ildə firmaların ümumi sayında bankdan kredit alanların payı 19,9 faizə, investisiya qoyuluşlarını bank kreditləri hesabına maliyyələşdirənlərin payı isə 19,0 faizə bərabər olmuşdur. Bu göstərici Estoniyada müvafiq olaraq 50,8 faizə və 41,5 faizə, Almaniyada firmaların ümumi sayında investisiya qoyuluşlarını bank kreditləri hesabına maliyyələşdirənlərin payı 45,0 faizə bərabər olmuşdur.

Hazırda Azərbaycanda dövlət büdcəsinin kassa icrasını təmin etmək və dövlət büdcəsinin kəsirini maliyyələşdirmək məqsədilə müxtəlif növ dövlət qiymətli kağızları buraxılır. 2008-2014-cü illərdə dövlət istiqrazlarının dövryyə həcmində ciddi dəyişiklik olmamışdır. Bununla yanaşı, dövlət istiqrazlarının buraxılış həcmi büdcə xərclərinin 2008-ci ildə 2,1 faizini təşkil edirdisə, 2014-cü ildə bu göstərici 1,1 faizə qədər azalmışdır. Əvvəllər dövlət istiqrazları əsasən büdcənin kassa icrası baxımından əhəmiyyətli hesab edilirdisə, son illərdə buraxılan dövlət istiqrazlarında ortamüddətli istiqrazların payı artaraq büdcə kəsirinin maliyyələşdirilməsində mühüm rol oynamağa başlamışdır. Belə ki, buraxılmış dövlət istiqrazlarının dövretmə müddəti 2008-2014-cü illər ərzində təqribən 11,9 dəfə artmışdır.

2014-cü ildə dövryyədə olan notların həcmi 2008-ci ilə nisbətən əhəmiyyətli dərəcədə azalaraq pul bazasının 0,23 faizini təşkil etmişdir. Belə şəraitdə, Mərkəzi Bankın not buraxmaq vasitəsilə dövryyədə pul kütləsini azaltmaq imkanları məhduddur.

Səhm və istiqrazların buraxılışı vasitəsilə milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsi ilkin bazar hesabına təmin edilir. 2010-2014-cü

illərdə ilkin bazarda 3509,9 mln. manat məbləğində səhm yerləşdirilmişdir ki, bunun da təqribən 61 faizi kommersiya banklarının nizamnamə kapitalının artırılması hesabına təmin edilmişdir. Səhm buraxılışının qalan həcmində sığorta təşkilatları və lizinq təşkilatlarının payı yüksəkdir. Bununla belə, ölkədə 2014-cü ildə ilkin bazarda səhm buraxılışının həcmnin artmasına kommersiya banklarının nizamnamə kapitalının minimum həcmnin artması ilə yanaşı, “Cənub Qaz Dəhlizi” QSC-nin yaradılması da əhəmiyyətli rol oynamışdır. Belə ki, “Şahdəniz” qaz-kondensat yatağının istismarının ikinci mərhələsi və “Cənubi Qaz Dəhlizinin yaradılmasına dair digər layihələrlə bağlı bəzi tədbirlər haqqında” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 25 fevral 2014-cü il tarixli 287 sayılı Sərəncamının icrasına uyğun olaraq “Cənub Qaz Dəhlizi” QSC yaradılmışdır.

Bütövlükdə, ölkədə ilkin bazarda yerləşdirilmiş səhmlərin məbləğinin əsas kapitalla investisiya qoyuluşuna nisbəti 2010-cü ildə 4,6 faizə, 2011-ci ildə 7,8 faizə, 2012-ci ildə 3,3 faizə, 2013-cü ildə 2,4 faizə, 2014-cü ildə isə 6,6 faizə bərabər olmuşdur.

Korporativ qiymətli kağızlar bazarında son illərdə Azərbaycan İpoteka Fondu mühüm rol oynamağa başlamışdır. Belə ki, bu fond tərəfindən 2009-2014-cü illər ərzində 390,0 mln. manat məbləğində ipoteka istiqrazı yerləşdirilmişdir. Bu istiqrazlar hesabına fondun verdiyi kreditlərin əhəmiyyətli hissəsi maliyyələşdirilmişdir. Belə ki, 2014-cü ilin sonuna 557,4 mln. manat məbləğində ipoteka kreditləri maliyyələşdirilmişdir ki, bunun da təqribən 70 faizi ipoteka istiqrazlarının payına düşmüşdür. Bununla yanaşı, 2014-cü ildə qiymətli kağızlar bazarında yerləşdirilmiş istiqrazların əvvəlki ilə nisbətən kəskin şəkildə artımı “Cənub Qaz Dəhlizi” QSC-nin yaradılması ilə bağlı olmuşdur. Belə ki, Azərbaycanda 2014-cü ildə yerləşdirilmiş korporativ istiqrazların təqribən 90 faizi “Cənub Qaz Dəhlizi” QSC-nin payına düşmüşdür ki, bu istiqrazlar da Dövlət Neft Fondu tərəfindən alınmışdır. Qeyd edilənlər göstərir ki, korporativ sektorun maliyyələşdirilməsində qiymətli kağızlar bazarının rolu məhduddur. Ölkədə fond bazarı formalaşma mərhələsindədir və Bakı Fond Birjası qiymətli kağızların təkrar bazarı meydançası olmaq

əvəzinə, burada qiymətli kağızların ilkin yerləşdirilməsi də həyata keçirilir.

5. Qiymətli kağızlar bazarının ölkə iqtisadiyyatının maliyyələşdirilməsində rolunun artırılması yolları

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf etdirilməsi bu bazarın infrastrukturunun və bu bazara dair normativ hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsini, onun dövlət tənzimlənmə mexanizminin səmərəliliyinin yüksəldilməsini, bazarın peşəkar iştirakçılarının inkişafının təmin etdirilməsini tələb edir.

Ölkədə mərkəzi depozitarın yaradılması qiymətli kağızların hərəkət sürətini artırmaqla qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları arasında əlaqələrin elektronlaşmasına imkan verəcəkdir. Mərkəzi depozitar investisiya fondlarının depozitarlarının və investisiya şirkətlərinin üzvlüyü əsasında qeyri-kommersiya qurumu kimi yaradılır. Kommersiya şirkətlərinin qeyri-kommersiya təşkilatlarının yaradılmasında məqsəd əsasən yaradılan təşkilatın deyil, onları yaradan təşkilatların gəlirlərinin artırılmasıdır. Bununla belə, mərkəzi depozitarın reyestr saxlayıcı funksiyalarını yerinə yetirdiyindən, o, öz üzvləri ilə yanaşı səhmdar cəmiyyətlərinə də xidmət göstərməlidir. Səhmdar cəmiyyətləri isə mərkəzi depozitarın üzvü olmadığından, onların mənafeələrinin pozulması imkanları yaranır. Buna görə də, depozitar və reyestr saxlayıcı fəaliyyəti ilə bağlı tariflərinin dövlət tərəfindən tənzimlənməsinin dəqiq mexanizminin yaradılması və müşahidə şurasında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin nümayəndəsinin iştirakı məqsəduyğundur.

Hazırda mövcud qanunvericiliyə əsasən investisiya qiymətli kağızlarının kütləvi təklifi fond birjası vasitəsilə həyata keçirilməlidir. İnvestisiya qiymətli kağızlarına ilk növbədə, abunə yazılır, sonra onlar satılır. Belə halda, səhmlərin satış qiymətinə müvafiq olaraq alıcılar tərəfindən sifarişlər verilir və bu sifarişlərin həcmi satış üçün təklif edilən səhmlərin dəyərindən azdırsa, onda səhmlər daha yüksək qiymət təklif etmiş investorlara satılır. Bu prosesin fond birjasında təşkili mümkün olsa da, bu fond birjasının fəaliyyət

prisiplərinə ziddir. Buna görə də, investisiya qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi üçün müəyyən edilmiş bu şərtin aradan qaldırılması məqsədəuyğundur. Dövlət nəzarət orqanları tərəfindən qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi ilə əlaqədar izafi və ya qeyri-müəyyən tələblərin irəli sürülməsi bu bazarın inkişafına mənfi təsir göstərir. Digər tərəfdən, təkmil tənzimləmə mexanizminin mövcudluğu bu bazarda inkişaf üçün zəruri şərtlərdən olan inamın möhkəmləndirilməsinin əsasında dayanır. Buna görə də, investisiya qiymətli kağızlarının buraxılışına dövlət nəzarəti mexanizminin təkmilləşdirilməsinə ehtiyac vardır. Qiymətli kağızlar bazarının normal inkişafı üçün tənzimləyici maneələrin aradan qaldırılması və şəffaflığın təmin edilməsi zəruridir. Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin resursların (işçilərin sayı, maddi texniki bazası və s.) məhdudluğu şəraitində qiymətli kağızlarla fəaliyyətin bütün mərhələlərinə nəzarətin səmərəliliyi azalır. Buna görə də, məhdud resursların daha əhəmiyyətli sahələrdə nəzarətə yönəldilməsi, xüsusilə investorların qorunması, səhmdarlarının sayı daha çox olan (məsələn, 100-dən çox) səhmdar cəmiyyətlərinin qiymətli kağızlarının yerləşdirilməsi, onların informasiya şəffaflığını təmin etməsi, investorların hüquqlarının qorunması və digər bu kimi sahələrdə əlavə nəzarət tədbirlərini həyata keçirməsi əhəmiyyətli olardı.

Hazırda Azərbaycanda qiymətli kağızlarla manipulyasiya və insayder məlumatlarından sui-istifadə hallarına görə nəzərdə tutulmuş cəza tədbirləri çox məhduddur. Buna görə də, qiymətli kağızlar bazarında baş verə biləcək neqativ halların aradan qaldırılması baxımından tətbiq edilən cərimələrin məbləği qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçılarını neqativ hallardan çəkəndirməlidir. Bu baxımdan, qiymətli kağızlar bazarında baş verə biləcək bir sıra hallara görə tətbiq edilən cərimələrin artırılması məqsədəuyğundur.

Mülki Məcəllədə edilmiş dəyişikliyə əsasən sənədsiz qiymətli kağızlara mülkiyyət hüququ buraxılış zamanı həmin qiymətli kağızın ilk mülkiyyətçiyə özgəninkiləşdirilməsindən sonra mərkəzi depozitarda qeydə alındığı andan əmələ gəlir. Qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun formalaşdırılması məqsədilə qiymətli

kağızların mərkəzi depozitarda qeydiyyatının və fond birjasında yerləşdirilməsinə dair qanunvericilikdə müəyyən edilmiş tələblər səhmdar cəmiyyətlərin yaradılması prosesində əlavə xərclərin çəkilməsinə səbəb olur. Fikrimizcə, ilk növbədə, qiymətli kağızların emitentlərinin inkişafına və dövriyyəyə buraxılan qiymətli kağızların sayının və dəyərinin artımına istiqamətlənən tədbirlərin həyata keçirilməsinə prioritet verilməlidir. Bütövlükdə, investisiya şirkətləri, investisiya fondları, mərkəzi depozitar və Bakı Fond Birjasında qiymətli kağızlar vasitəsilə ticarətin səmərəli təşkili qiymətli kağızlar bazarında vahid elektron platformanın formalaşdırılmasını tələb edir. Belə platformanın yaradılması, ticarət, kliring-hesablaşma, depozitar uçot prosedurlarının yerinə yetirilməsinə çəkilən xərcləri və vaxtı azaltmağa imkan verəcəkdir.

Fond bazarının fəaliyyətinin canlandırılması və bu sahənin inkişaf etdirilməsinin mühüm istiqamətlərindən biri ölkədə iri dövlət şirkətlərinin səhmlərinin Bakı Fond Birjasında dövriyyəsinin təşkil edilməsidir. “Azərenerji” ASC-nin, “Bakı metropoliteni” QSC-nin, “Azərsu” ASC və digər iri dövlət şirkətlərin səhmlərinin Bakı Fond Birjasında satışının təşkil edilməsi həm onların kapitalizasiyası haqqında məlumat almağa, həm də qeyd edilən şirkətlər üzərində xarici nəzarətin təmin edilməsinə səbəb olar. Bundan başqa Dövlət İnvestisiya Proqramı çərçivəsində bu şirkətlərin inkişafı üçün əsaslı xərclər çəkilir. Qeyd edilən şirkətlərin səhmlərinin Bakı Fond Birjasına çıxarıldığı təqdirdə dövlət büdcəsində həmin şirkətlərin investisiya qoyuluşlarının maliyyələşdirilməsinin yeni mexanizmi formalaşdırılmalıdır. Fikrimizcə, ən səmərəli üsullardan biri qeyd edilən şirkət daxilində həyata keçirilən investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsi üçün şirkət tərəfindən əlavə səhm buraxılışı həyata keçirilməli və dövlət tərəfindən həmin səhmlər alınmalıdır.

Qiymətli kağızlar bazarında sövdələşmə xərclərinin azaldılması üçün Bakı Fond Birjası, Mərkəzi Depozitar, investisiya şirkətlərini və qiymətli kağızlar bazarının digər peşəkar iştirakçılarını əhatə edən təkmil elektron sistemin yaradılması zəruridir. Bu sistemin yaradılması qiymətli kağızlar bazarında elektron şəkildə ticarətin təşkil edilməsi hesabına sövdələşmə xərclərini azaltmağa,

birjadankənar mütəşəkkil ticarəti təşkil etməyə imkan verəcəkdir. Sövdələşmə xərclərinin azalması belə xərclərin qiymətli kağızların qiymətinə təsirini məhdudlaşdırır. Elektron ticarət investorların qiymətli kağızlar bazarına çıxışını asanlaşdırır, bir çox fiziki, dəyər və vaxt məhdudiyyətlərini aradan qaldırır. Həmçinin, qiymətli kağızlar bazarında informasiya texnologiyalarının tətbiqi bazarın peşəkar iştirakçılarının informasiyanı əldə etmə imkanlarını artırır. Bu maliyyə bazarının səmərəliliyini müəyyən edən əsas amildir. İnformasiya texnologiyalarından istifadə qiymətli kağızlar bazarında vasitəçilərin azalmasına, sövdələşmələrin bağlanmasının tezləşməsinə və nəticədə, qiymətli kağızların yerləşdirilməsi xərclərinin azalmasına səbəb olur. Bundan başqa, elektron platformanın yaradılması qiymətli kağızlarla ticarəti asanlaşırmaqla yanaşı, klirinq-hesablaşma proseslərini optimallaşdırmağa, qiymətli kağızlar bazarına dair elektron nəzarət-hesabatlıq sisteminin yaradılmasına, birjadankənar mütəşəkkil qiymətli kağızlar bazarının əməliyyat-hesablaşma sistemlərinin klirinq sisteminə inteqrasiya edilməsinə imkan verəcəkdir.

Səhmdar cəmiyyətlərin səhm buraxmaq vasitəsilə maliyyə vəsaitləri cəlb edilməsini stimullaşdırmaq məqsədilə ödənilən dividendlərə vergi tətlinin tətbiqinin davam etdirilməsi məqsəduyğundur. Səhmdar cəmiyyətlərə investisiya qoyuluşu həm mənfəətdən 20 faizlik verginin ödənilməsinə, həm də dividenddən 10 faizlik verginin ödənilməsinə səbəb olur. Qeyd etmək lazımdır ki, 27 dekabr 2013-cü il tarixinə kimi banklar və digər kredit təşkilatları tərəfindən fiziki şəxslərin əmanətləri üzrə ödənilən faizlərin gəlir vergisindən azad edilməsilə yanaşı, dividendlərdən tutulan gəlir vergisinin ödənilməsindən də azad etmə mövcud idi.

Korporativ idarəetmə səviyyəsinin yüksəldilməsinin əsas yollarından biri şirkətin idarə edilməsi və fəaliyyəti ilə bağlı informasiya şəffaflığının təmin edilməsidir. Hazırda şirkətlərin informasiya açıqlanması ilə bağlı qaydalar mövcuddur. Bununla belə bu məlumatların açıqlanması lazımi səviyyədə həyata keçirilmir. Buna görə də, şirkətlərin informasiyanın açıqlamaları, bu informasiyanın həcmi və keyfiyyəti, onun verilmə müddətləri, dərc

olunma yerləri, düzgün olmayan informasiyanın verilməsinə görə məsuliyyətin səviyyəsi və düzgün olmayan informasiya hesabına dəymiş ziyanın ödənilməsi qanunvericiliklə dəqiq tənzimlənməlidir. Həmçinin, qiymətli kağız emitentlərinə dair etibarlı məlumat mənbəyinin formalaşdırılması məqsədilə Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən təsdiq edilmiş məlumatların mərkəzləşdirilmiş elektron bazasının yaradılması məqsəduyğundur.

İkişaf etmiş ölkələrdə insayder məlumatlarından istifadə etməklə bazarda manipulyasiya edilməsi sərt cəzalandırılır. Hazırda ölkədə bu sahədə nəzarət zəifdir və insayder məlumatlarından istifadənin aşkar edilməsi və bununla bağlı cəzalandırma tədbirlərinin tətbiqi praktikasi yoxdur. Buna görə də, şirkətlərdə insayder məlumatlarından istifadəyə görə tətbiq edilən cərimələrin sərtləşdirilməsi və belə məlumatlardan istifadənin aşkar edilmə mexanizminin yaradılması tələb olunur.

Dissertasiya işinin sonunda müəllifin apardığı tədqiqatların əsas yekunları və onların əsasında formalaşdırılmış təklifləri verilmişdir.

Dissertasiya işinin əsas materialları üzrə müəllifin aşağıdakı elmi əsərləri nəşr edilmişdir:

1. Tağızadə S.S. “Müasir biznes-planlaşdırma mexanizmi və onun əhəmiyyəti”, “Azərıtıfıaq” Azərbaycan Kooperasiya universiteti, KOOPERASIYA elmi-nəzəri jurnal, №3 (26) – 2012, səh.10-18.
2. Tağızadə S.S. “İqtisadi inkişafın müasir mərhələsində Azərbaycanın xarici iqtisadi əlaqələrinin inkişaf meylləri”, “Azərıtıfıaq” Azərbaycan Kooperasiya universiteti, KOOPERASIYA elmi-nəzəri jurnal, №1(28)-2013, səh.119-124.
3. Tağızadə S.S. “Qiymətli kağızlar bazarının milli iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində rolunu şərtləndirən amillər”, Doktorantların və gənc tədqiqatçıların XVIII Respublika Elmi konfransının materialları, Bakı-2013, I-ci cild, səh.464-467.
4. Tağızadə S.S. “Milli iqtisadiyyatda qiymətli kağızlar bazarının formalaşması xüsusiyyətləri”, ADİU, beynəlxalq elmi-praktiki konfrans, Qloballaşan dünyada biznesin idarə edilməsi və KSM,

Bakı – 2014, I-ci cild, səh.328-331.

5. Tağızadə S.S. “Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının perspektiv inkişaf istiqamətləri” Azərbaycan Milli Elmlər Akademiyasının Xəbərləri İqtisadiyyat seriyası, №4, Bakı -2014, səh.127-134.

6. Тагизаде С.С. «Приватизация и эффективность», Тələbələrin Azərbaycan Dövlət Neft Akademiyasının 80 illik yubileyinə həsr olunmuş (49-cu) elmi-texniki konfransı, Bakı – 2000, səh.168-169.

7. Тагизаде С.С. «Итоги приватизационного процесса в Азербайджане», Тələbə və Gənc Alimlərin İqtisadiyyat Üzrə II Milli Konfransı, Məruzə materialları, Bakı 2000, с.42-43.

8. Тагизаде С.С. «Инвестиции в инновацию», “YIT XXI əsrdə” konfrans-sərgisinin məruzə materialları, Bakı 2000, səh. 45.

9. Тагизаде С.С. «Особенности организации рынка ценных бумаг в Азербайджане», Известия высших технических учебных заведений Азербайджана, №4 (44), Баку-2006, с.92-97.

10. Тагизаде С.С. «Роль и значение ценных бумаг на финансовом рынке», АГНА, Актуальные социально-экономические проблемы нефтяной, химической и машиностроительной отраслей промышленности (сборник научных статей), Баку – 2007, с 325-332.

11. Тагизаде С.С. «Особенности формирования портфеля ценных бумаг», Научные и педагогические известия университета Одлар Юрду, серия юридических, социально-общественных, экономических, филологических и педагогических наук, Баку – 2007, с.80-84.

12. Тагизаде С.С. «Особенности управления портфелем ценных бумаг», Aspirantların və gənc tədqiqatçıların XII Respublika Elmi konfransının materialları, Bakı - 2008, səh. 175

13. Тагизаде С.С. «История становления и развития азербайджанского рынка ценных бумаг», Известия высших технических учебных заведений Азербайджана, Материалы международной научной конференции «Нефть-газ, нефтепереработка и нефтехимия», посвященной 90-летию юбилею АГНА, №5-6 (69-70), Баку – 2010, с.387-388.

14. Тагизаде С.С. «Оценка текущего уровня развития рынка ценных бумаг в Азербайджане», Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук, журнал научных публикаций, №07 (июль) часть I, Москва 2015, с.173-182.

15. Тагизаде С.С., Р.М. Абдинов «Особенности развития рынка ценных бумаг в Азербайджане», Scientific Journal “ScienceRise”, №2/3(7) 2015, Украина, г. Харьков, с.53-57.

Çap olunmuş elmi işlərdə müəllifin iştirakı

[1-14] sayılı işlər müəllif tərəfindən sərbəst yerinə yetirilmişdir

[15] sayılı işdə nəticələrin işlənməsi və məqalənin hazırlanması

Тагизаде Севиндж Сакит кызы
Роль рынка ценных бумаг в финансировании национальной
экономики
Резюме

Диссертация состоит из введения, трёх глав, 8 параграфов, выводов и рекомендаций, списка использованной литературы.

Во введении диссертационной работы обосновывается актуальность темы и выбор объекта исследования, определяются цели и задачи, а также объект и предмет исследования, раскрывается научная новизна работы и её практическая значимость.

В первой главе «Теоретико-методологические основы механизма финансирования национальной экономики посредством рынка ценных бумаг» на основе изучения трудов отечественных и зарубежных ученых-экономистов раскрыты теоретические основы механизма влияния финансовых рынков на развитие национальной экономики, исследованы особенности формирования и развития рынка ценных бумаг, выявлены факторы, определяющие роль рынка ценных бумаг в финансировании национальной экономики.

Во второй главе «Анализ развития рынка ценных бумаг в Азербайджане и оценка его роли в финансировании национальной экономики» на основе сбора и обобщения многолетней статистической информации и отчетной документации проанализировано современное состояние рынка ценных бумаг в стране; исследованы факторы, влияющие на формирование механизма финансирования экономики страны и оценена роль рынка ценных бумаг в финансировании национальной экономики.

В третьей главе «Направления развития рынка ценных бумаг в Азербайджане и пути повышения его роли в финансировании национальной экономики» указываются направления развития рынка ценных бумаг и пути повышения роли рынка ценных бумаг в финансировании национальной экономики.

В заключительной части работы даны выводы и рекомендации, полученные в результате проведенного исследования.

**The role of the securities market in the financing of the national
economy
Summary**

The thesis consists of an introduction, three chapters, paragraphs 8, conclusions and recommendations, list of literature.

The introduction substantiates the relevance of the thesis topic and choice of research object, defined goals and objectives, as well as a subject of study, disclosed scientific novelty of the work and its practical significance.

In the first chapter “Theoretical and methodological basis through the market mechanism of financing the national economy securities” based on the study of works of domestic and foreign scientists-economists, the theoretical bases of the mechanism of the effect of financial markets on the development of the national economy, investigated features of formation and development of securities market, identified factors defining the role of the securities market in the financing of the national economy.

In the second chapter “Analysis of the securities market development in Azerbaijan and the assessment of its role in the financing of the national economy”, based on the collection and compilation of long-term statistical information and reports analyzed the current state of the securities market in the country; The factors influencing the formation of the mechanism of financing of the economy and appreciated the role of the securities market in the financing of the national economy.

In the third chapter of “Directions of the securities market development in Azerbaijan and ways to increase its role in the financing of the national economy”, indicated the direction of development of securities market and the ways to enhance the role of the securities market in the financing of the national economy.

In the final part of the work are given conclusions and recommendations resulting from the study.

**АЗЕРБАЙДЖАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
УНИВЕРСИТЕТ НЕФТИ и ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

На правах рукописи

Тагизаде Севиндж Сакит кызы

**РОЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ФИНАНСИРОВАНИИ
НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ**

Специальность: 5304.01– Виды экономической деятельности

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

**диссертации на соискание ученой степени
доктора философии по экономике**

Баку – 2016