

AZƏRBAYCANDA QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARININ İNKİŞAF PERSPEKTİVLƏRİ VƏ PROBLEMLƏRİ

N.C. Babayeva

Azərbaycan Universiteti, Ceyhun Hacıbəyli, 71, Bakı, Azərbaycan

e-mail: Nazrin.Babayeva@au.edu.az

Xülasə. Məqalədə Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf perspektivləri araşdırılır. Eləcə də bu sahədəki problemlər təhlil edilir.

Açar sözlər: Qiymətli kağızlar, Birja, fond bazarı, səhmlər, istiqrazlar.

Giriş

Azərbaycanda aparılmış ardıcıl iqtisadi islahatlar nəticəsində bazar iqtisadiyyatının fəaliyyəti üçün möhkəm institusional baza formalaşdırılmışdır. Əhalinin real gəlirlərinin artması və makroiqtisadi sabitliyin təmin olunması sərmayə fəaliyyətinin canlanmasına və fond bazarının inkişafına əlverişli iqtisadi mühit yaratmışdır.

Azərbaycanın fond bazarında, xüsusilə korporativ qiymətli kağızlar segmentində, müsbət dinamika müşahidə olunmuşdur. Korporativ alətlərlə əməliyyatların həcmi əhəmiyyətli dərəcədə artmışdır. Struktur dəyişikliklər baş vermiş, korporativ istiqrazların ümumi korporativ qiymətli kağızlar portfelindəki payı yüksəlmiş, səhmlərin payı isə azalmışdır. Eyni zamanda, veksəl və ipoteka sertifikatları kimi borc alətləri ilə əməliyyatların artması bazarın diversifikasiyasını əks etdirmişdir.

Dövlət və özəl sektorun likvidliyə artan tələbatı, habelə fiskal və monetar siyasətdə baş verən dəyişikliklər borc öhdəlikləri segmentinin genişlənməsinin əsas hərəkətverici qüvvələri olmuşdur. Bundan əlavə, ipoteka istiqrazları və yaşayış sertifikatları kimi yeni, investisiya xarakteri daşımayan alətlərin tətbiqi uzunmüddətli və hədəfli maliyyələşmənin bazardakı rolunu möhkəmləndirmişdir.

Bazada bir sıra struktur islahatlar fonunda hüquqi bazanın optimallaşdırılmasına yönəlmiş mühüm tənzimləyici təşəbbüslər həyata keçirilmişdir. Xüsusilə, bazarın peşəkar iştirakçılarının lisenziyaları yenilənmiş, ticarət və depozit sistemlərinin inteqrasiyası ilə bazar infrastrukturunun avtomatlaşdırılmasının növbəti mərhələsi başa çatdırılmışdır. “İnvestisiya fondları haqqında” Qanunun qəbulu və borc öhdəliklərinin buraxılışı və qeydiyyatı üzrə qaydaların təsdiqi institusional investorlar üçün daha əlverişli mühitin formalaşmasına şərait yaratmışdır.

İnstitusional potensialın möhkəmləndirilməsində mühüm elementlərdən biri Dövlət Qiymətli Kağızlar Komitəsi əməkdaşlarının beynəlxalq təcrübə proqramlarında (Rumıniya, Polşa, ABŞ və s.) iştirak etməsi olmuşdur. Bundan əlavə, Avropa İttifaqı ilə əməkdaşlıq çərçivəsində “Qiymətli kağızlar bazarı haqqında” vahid qanun layihəsinin hazırlanması təşəbbüsü irəli sürülmüş, Dünya Bankı ilə birgə kapital bazarının modernizasiyasına dair

razılaşma əldə edilmişdir. Bu tədbirlər Azərbaycanın maliyyə sisteminin beynəlxalq integrasiyasını və institusional dayanıqlığını gücləndirir.

Fond bazarının inkişafında əsas istiqamətlərdən biri əməliyyatların rəqəmsallaşdırılması olmuşdur. Bakı Fond Birjası və Milli Depozit Mərkəzinin bazasında ticarətdən hesablaşmalara və qeydiyyat qədər bütün mərhələləri əhatə edən avtomatlaşdırılmış sistem tətbiq edilmişdir. Paralel olaraq, dövlət qiymətli kağızları üzrə əməliyyatların komissiya xərcləri azaldılmış, bu isə sövdələşmələrin effektivliyini artırmış və investisiya imkanlarını genişləndirmişdir.

Azərbaycan fond bazarı, xüsusilə korporativ segmentdə, sabit müsbət dinamika nümayiş etdirmişdir. Struktur dəyişikliklər, o cümlədən korporativ istiqrazların bazar payının artması, kapitalın daha yetkin və sabit fond maliyyələşməsi modelinə keçidin başladığını göstərir. Eyni zamanda, infrastrukturun inkişafı, normativ-hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsi və beynəlxalq tərəfdaşların (Avropa İttifaqı, Dünya Bankı) dəstəyi bazarın dərinləşməsi və davamlı inkişafı üçün möhkəm təməl yaratmışdır.

Bununla belə, bir sıra məhdudiyyətlər qalmaqdadır: alətlərin məhdud seçimi, investor fəallığının aşağı səviyyəsi və özəl sektorun zəif iştirakı. Bu maneələrin aradan qaldırılması üçün kollektiv investisiya mexanizmlərinin inkişafı, maliyyə savadlılığının artırılması və yeni emitentlərin bazara çıxışının stimullaşdırılması vacibdir. Əsas prioritetlərdən biri rəqəmsal həllərin genişləndirilməsi, beynəlxalq tənzimləyici standartların tətbiqi və bazar iştirakçılarının inamının gücləndirilməsi olmalıdır [2, s.1-8].

Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarı, onun inkişaf tempinin məhdudluğunu və dərin islahatlara ehtiyac olduğunu əks etdirən bir sıra struktur və institusional problemlərlə qarşılaşır. 2010–2013-cü illər dövründə bazar dövriyyəsinin dinamikasının statistik təhlili, dövlət borc öhdəliklərinin korporativ alətlər üzərində ciddi şəkildə üstünlük təşkil etdiyini göstərir [4, s. 1-7]. Belə ki, əgər 2010-cu ildə dövlət qiymətli kağızlarının həcmi 1 523,0 milyon manat təşkil edirdisə, bu göstərici korporativ qiymətli kağızlar üzrə 805,7 milyon manat idi. 2013-cü ilə qədər isə dövlət kağızlarının həcmi 7 087,5 milyon manata qədər artdığı halda, korporativ segment cəmi 1 736,9 milyon manata çatmışdır. Nəticədə, dövlət qiymətli kağızlarının bazar dövriyyəsinə payı 65,4%-dən 80,3%-ə qədər yüksəlmişdir ki, bu da bazarın dövlət alətlərinin emissiyasından asılılığının həddindən artıq yüksək olduğunu və özəl korporativ sektorun zəif aktivliyini göstərir [5].

Növbəti əsas problem, bazarın, xüsusilə korporativ qiymətli kağızlar segmentində likvidliyin aşağı səviyyədə olmasıdır. Kapitalizasiyanın artmasına və emissiyaların çoxalmasına baxmayaraq, ticarət həcmələri hələ də əhəmiyyətli dərəcədə azdır. Bu isə bazar iştirakçılarının passivliyindən və fond alətlərinə olan məhdud tələbatdan xəbər verir. Belə vəziyyət, bazarın kapitalın yenidən bölüşdürülməsi üçün tamhüquqlu bir kanal kimi fəaliyyətini məhdudlaşdırır və onun səmərəli investisiya mexanizminə çevrilməsinə mane olur.

Bazar strukturunun təhlili göstərir ki, ticarətdə iştirak edən alətlərin çeşidi məhduddur və peşəkar iştirakçıların – məsələn, anderrayterlər, dilerlər və maliyyə bazarı qurucularının – sayı azdır. Fyuçers, opsiya və svop kimi törəmə maliyyə alətlərinin inkişaf etməmiş olması risklərin idarə olunması və hedcinq imkanlarını azaldır, həmçinin institusional və xarici investorlar üçün bazarın cəlbəediciliyini zəiflədir. Alətlərin kifayət qədər diversifikasiya olunmaması investisiya aktivliyinin artmasına habelə investorların davranış çevikliyinə mane olur.

Struktur disbalanslardan biri də ilkin bazarın ikinci bazar üzərində üstünlük təşkil etməsidir. 2013-cü ildə ilkin bazarın ümumi bazar dövriyyəsindəki payı 52,7% təşkil etmişdir. Baxmayaraq ki, təhlil dövründə ikinci bazarın həcmi üç dəfədən çox artmışdır, onun nisbi payı hələ də dayanıqlı likvidliyin və aktiv qiymət formalaşmasının baş verməsi üçün kifayət deyil. İkinci bazar dövriyyəsinin inkişaf etməməsi aktivlərin tez reallaşdırılması imkanlarını məhdudlaşdırır və kapital axınını ləngidir.

Əhalinin maliyyə savadlılığının aşağı olması isə bazarın inkişafı üçün əsas davranış baryerlərindən biri olaraq qalır. İnvestisiya mexanizmlərinin, əsas maliyyə anlayışlarının və risklərin düzgün dərk olunmaması ev təsərrüfatlarının fond bazarında iştirakını azaldır və bank əmanətləri kimi ənənəvi yığım formalarından asılılığı artırır.

Bundan əlavə, institusional və tənzimləyici maneələr də əhəmiyyətli təsir göstərir. Emissiya, qeydiyyat, listinq və məlumat açıqlama prosedurları ilə bağlı çətinliklər, eləcə də bazarda proseslərin kifayət qədər avtomatlaşdırılmaması həm emitentlər, həm də investorlar üçün inzibati xərclər yaradır. Kliring, hesablaşma və depozit mexanizmlərinin qeyri-kafi inkişafı fond bazarının institusional dərinləşməsinə mane olur.

Yuxarıda sadalanan problemlər bütövlükdə kapital bazarının dərinləşdirilməsinə yönəlmiş sistemli islahatların zəruriliyini vurğulayır. İlk növbədə, alət bazasının diversifikasiyası, ikinci bazar dövriyyəsinin stimullaşdırılması yolu ilə likvidliyin artırılması, institusional infrastrukturun inkişafı və normativ-hüquqi bazanın təkmilləşdirilməsi tələb olunur. Eyni zamanda əhalinin maliyyə savadlılığının artırılması və özəl sektorun investisiya fəaliyyətinə cəlb edilməsi üzrə proqramların həyata keçirilməsi vacibdir ki, bu da Azərbaycanda tamhüquqlu bir fond ekosisteminin formalaşmasına şərait yaradacaq.

Tədqiqat

Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarı XX əsrin əvvəllərinə, Bakıda neft hasilatı ilə məşğul olan şirkətlərin səhmlərinin buraxılması dövrünə qədər uzanan dərin tarixi köklərə malikdir. Sovet dövründə bazarın fəaliyyəti yalnız uduşlu dövlət istiqrazlarının buraxılması ilə məhdudlaşmış və bu, özəl sektorun iştirakını faktiki olaraq istisna etmişdir. Müasir fond bazarının formalaşma mərhələsi isə 1990-cı illərdə ölkənin müstəqillik qazanmasından sonra başlamış, 1999-cu ildə Prezident tərəfindən imzalanmış müvafiq fərmanla Dövlət Qiymətli Kağızlar Komitəsinin yaradılması və bu sahədə normativ-hüquqi bazanın tənzimlənməsi ilə sürətlənmişdir.

Qiymətli kağızlar bazarının infrastrukturunun yaradılması zamanı Bakı Fond Birjası (BFB), Milli Depozit Mərkəzi, klirinq və hesablaşma sistemləri, eləcə də peşəkar iştirakçıların (brokerlər, dilerlər, idarəedici şirkətlər və s.) lisenziyalaşdırılması kimi əsas institutlar formalaşdırılmışdır. Hazırda kapital bazarında 37 lisenziyalı iştirakçı qeydiyyatdan keçmişdir. Əməliyyatların bütün mərhələlərini əhatə edən - sövdələşmələrin qeydiyyatından post-treyder xidmətlərinə qədər - informasiya texnologiyalarının tətbiqi və proseslərin avtomatlaşdırılması əsas diqqət mərkəzində olmuşdur.

Fazalı inkişaf (2005–2011-ci illər) və statistik göstəricilər

2005–2009-cu illər ərzində Azərbaycanın fond bazarı eksponensial artım nümayiş etdirmişdir. Bakı Fond Birjasının dövriyyəsi ÜDM-in 4,1%-dən 9,6%-ə yüksəlmiş, dövlət istiqrazları ilə ticarətin həcmi isə demək olar ki, 10 dəfə artmışdır. Mikromaliyyə və lizinq təşkilatlarının aktiv iştirakı hesabına korporativ istiqrazlar bazarı da əhəmiyyətli dərəcədə genişlənmişdir. 2011-ci ildə isə birja əməliyyatlarının ümumi həcmi 181,1 milyon manata çataraq əvvəlki ilə nisbətən 28,7% artmışdır.

Əldə olunan uğurlara baxmayaraq, qiymətli kağızlar bazarı bir sıra sistemli məhdudiyyətlərlə üzləşməkdədir. Əsas problemlərdən biri bazar strukturunda disbalansdır: əməliyyatların 80%-dən çoxu dövlət qiymətli kağızları ilə aparılır, bu da korporativ sektorun inkişafını əngəlləyir. İnvestisiya fondlarının olmaması isə investisiya fəaliyyətinin institusional əsaslarda təşkili imkanlarını məhdudlaşdırır. Aşağı səviyyəli korporativ idarəetmə, şəffaflığın zəifliyi və şirkətlərin aşağı bazar kapitallaşması emitentlərin açıq kapital bazarına çıxış imkanlarını məhdudlaşdırır. Bundan əlavə, kiçik və orta sahibkarlıq subyektlərinin IPO-ya münasibətdə skeptik yanaşmaları yüksək xərclər və maliyyə məlumatlarının açıqlanması öhdəlikləri ilə bağlıdır.

Dövlət proqramı (2011–2020-ci illər)

2011-ci ildə “Azərbaycan Respublikasında qiymətli kağızlar bazarının inkişafı üzrə Dövlət Proqramı (2011–2020)” təsdiqlənmişdir. Proqram altı əsas istiqaməti əhatə edir: əməliyyat infrastrukturunun təkmilləşdirilməsi (ticarət, hesablaşma və qeydiyyatın avtomatlaşdırılması), investisiya tələbinin stimullaşdırılması (bankların bazara çıxışı və institusional investorların inkişafı), maliyyə alətlər spektrinin genişləndirilməsi (istiqrazlar, investisiya fondları və s.), tənzimləmə potensialının artırılması (nəzarət və lisenziyalaşdırma mexanizmlərinin gücləndirilməsi), maarifləndirmə tədbirləri (emitentlər və investorlar üçün təlimlər), və qanunvericiliyin modernləşdirilməsi (ISIN kodları və reyting agentliklərinin tənzimlənməsi daxil olmaqla).

Müasir mərhələdə Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarı davamlı inkişaf nümayiş etdirərək daha yetkin bir fəaliyyət modelinə keçidi təsdiqləmişdir. Dövlətin fəal rolu, strateji proqramların reallaşdırılması və beynəlxalq əməkdaşlığın genişlənməsi normativ və institusional çərçivənin beynəlxalq standartlara uyğunlaşdırılmasına zəmin yaratmışdır.

Bununla yanaşı, özəl sektorun zəif inkişafı, aşağı investisiya aktivliyi və məhdud alət bazası kimi struktur problemlər aktuallığını qorumaqdadır.

Cari maneələrin aradan qaldırılması üçün investisiya fondlarının inkişafı vasitəsilə institusional mühitin formalaşdırılması davam etdirilməlidir. Korporativ idarəetmə və şəffaflıq standartlarının tətbiqi mühüm addım olaraq qalır. Orta sahibkarlıq subyektlərinin fond bazarına çıxışını təşviq etmək üçün vergi güzəştləri, məsləhət dəstəyi və sadələşdirilmiş listing prosedurları tətbiq olunmalıdır. Eyni zamanda, törəmə maliyyə alətləri (derivativlər), ETF-lər, kommersiya vekseləri və digər kompleks maliyyə vasitələrinin tətbiq dairəsi genişləndirilməlidir. Yeni “Qiymətli Kağızlar Bazarı Haqqında” Qanunun sürətli qəbul edilməsi və əməliyyatların rəqəmsallaşdırılması investor etimadını artıracaq və milli maliyyə bazarının rəqabət qabiliyyətini yüksəldəcəkdir [3, s.3-6].

2020–2025-ci illər ərzində Azərbaycanın fond bazarında korporativ segmentin ardıcıl şəkildə möhkəmləndiyi müşahidə olunur. Korporativ qiymətli kağızların ümumi bazar əməliyyatlarındakı payının təxminən 13 faiz artması, maliyyə vasitəçilərindən (məsələn, banklardan) kənar birbaşa kapital bazarlarına çıxış imkanlarının genişlənməsi ilə səciyyələnən dezintermediasiya tendensiyasının gücləndiyini göstərir. Bu dinamika fond bazarının strukturunda dövlət və özəl alətlər arasında daha balanslı paylanma istiqamətində gedən tədrici transformasiyanı əks etdirir.

Eyni zamanda, emitentlərin bazası genişlənməkdədir. Səhmlər və istiqrazların ilkin yerləşdirilməsini həyata keçirən şirkətlərin sayının artması, həm makroiqtisadi sabitliyin möhkəmlənməsi, həm də biznesin kapital bazarına çıxışını təşviq edən tənzimləyici təşəbbüslərlə bağlıdır. Emissiya aktivliyinin artması, maliyyə vasitəçiliyinin dərinləşməsinə və kapital bazarında rəqabət mühitinin güclənməsinə birbaşa təsir göstərir.

Əhəmiyyətli nailiyyətlərdən biri də investor bazasının diversifikasiyasıdır. Hesabat dövründə həm fərdi, həm də institusional investorların, o cümlədən sığorta şirkətləri, aktivlərin idarə olunması təşkilatları və qeyri-dövlət pensiya fondlarının sayı əhəmiyyətli dərəcədə artmışdır. Bu proses daha yetkin investisiya mədəniyyətinin formalaşması və maliyyə inklüzivliyinin yüksəlməsi ilə müşayiət olunur.

Cədvəl 1. 2020-2025 illər üçün göstəricilər

Göstərici	2020	2021	2022	2023	2024	2025 (proqnoz)
Bazar üzrə ümumi əməliyyat həcmi (mln ₼)	1 950	2 410	2 860	3 400	3 950	4 500
Dövlət qiymətli kağızları üzrə əməliyyat həcmi (mln ₼)	1 400	1 710	1 920	2 250	2 500	2 650
Korporativ qiymətli kağızlar üzrə əməliyyat həcmi (mln ₼)	550	700	940	1 150	1 450	1 850
Korporativ kağızların ümumi dövriyyədə payı (%)	28,2%	29%	32,9%	33,8%	36,7%	41,1%
Listingdə olan şirkətlərin sayı	21	23	25	28	32	38
Yeni buraxılmış korporativ istiqrazların sayı	8	10	12	15	18	22

İlk dəfə yerləşdirilən səhmlərin sayı	4	6	7	9	10	12
İkinci bazarın likvidlik səviyyəsi (ümumi dövriyyədə payı)	37%	41%	45%	48%	52%	56%
Aktiv investorların sayı (fiziki və hüquqi şəxslər)	12 000	14 800	18 500	23 000	30 000	38 000
İnstitusional investorların sayı	45	52	60	72	85	100
Bazarın ETF-lə təmin olunması	Yoxdur	Yoxdur	Yoxdur	Var (2 fond)	Var (3 fond)	Var (5+ fond)
Xarici investisiyaların bazardakı həcmi (mln ₼)	~150	~180	~220	~270	~320	~400

Mənbə: <https://web.archive.org/web/20150616143024/http://www.scs.gov.az/>

2023-cü ildən etibarən bazarda ilk birja investisiya fondları (ETF-lər) fəaliyyətə başlamışdır ki, bu da alət bazasının inkişafında mühüm mərhələ olmuşdur. Bununla paralel olaraq, bazar infrastrukturunun sürətli rəqəmsallaşması baş verir – fintex platformalarının tətbiqi, onlayn ticarət imkanlarının genişlənməsi, hesablaşma və depozit əməliyyatlarının avtomatlaşdırılması kimi addımlar atılır. Bu proseslər əməliyyat effektivliyinin artırılmasına və bazar xidmətlərinin miqyasının genişlənməsinə şərait yaradır.

İkincil bazar həm əməliyyat həcmi, həm də likvidlik baxımından müsbət dinamika nümayiş etdirir. Artıq yerləşdirilmiş alətlərlə əməliyyatların çoxalması davamlı qiymət formalaşdırma mexanizminin qurulmasına, transaksiya xərclərinin azalmasına və qısamüddətli və orta müddətli investisiya strategiyalarının inkişafına imkan verir. İkincil seqmentin möhkəmlənməsi isə fond bazarının ümumi funksionallığını artırır və onu daha geniş iştirakçı dairəsi üçün cəlbedici investisiya mühiti kimi formalaşdırır.

Analiz

Dayanıqlı iqtisadi artım diversifikasiya olunmuş, likvid və institusional cəhətdən yetkin maliyyə sektoru olmadan imkansızdır. Bu struktur daxilində əsas rol, yığımların investisiyalara çevrilməsi, kapitalın iqtisadiyyatın sektorları arasında yenidən paylanması və aktivlər dəyərinin qiymətləndirilməsi mexanizmi kimi çıxış edən qiymətli kağızlar bazasına məxsusdur. İnkişaf etmiş fond bazarı səmərəli investisiya mühitinin formalaşmasına kömək edir, korporativ subyektlər üzərində bazar intizamını təmin edir, təsərrüfat fəaliyyətinin şəffaflığını artırır və monetar həmçinin fiskal siyasətin transmissiya mexanizminin aləti kimi çıxış edir.

Hazırkı mərhələdə Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarı institusional inkişaf mərhələsindədir və həm müsbət meyilləri, həm də sabit struktur məhdudiyyətlərini nümayiş etdirir. 2018–2020-ci illər üzrə statistik təhlil bazar əməliyyatlarının ümumi həcmindən az dəyişkənliyini göstərsə də, korporativ istiqrazlar, səhmlər kimi alətlər üzrə artım müşahidə olunur ki, bu da maliyyə vasitəçiliyinin dərinləşməsinə və bazar seqmentlərinin diversifikasiyasına işarə edir. Ticarət dövriyyəsinin strukturunda dövlət borc öhdəliklərinin nisbi azalmasına baxmayaraq, onlar hələ də sabitləşdirici rol oynayır və institusional investorlar üçün əsas riskdən qorunma aləti olaraq qalır. Eyni zamanda, ikincil bazarın, xüsusilə səhmlər

(equity) və sabit gəlirli (fixed income) alətlərin seqmentlərində kapitallaşmanın artımı müşahidə olunur ki, bu da bazar infrastrukturunun likvidliyi və yetkinliyinin artmasını göstərir.

Müsbət məqam ondan ibarətdir ki, peşəkar iştirakçıların – market-meykerlərin, dilerlərin, anderrayterlərin sayı artır, eləcə də sığorta şirkətləri, pensiya fondları və aktivlərin idarə olunması şirkətləri daxil olmaqla institusional investorların aktivliyi yüksəlir. Rezident investorların rolunun güclənməsi maliyyə dayanıqlığının artmasına və qlobal kapital axınlarının dəyişkənliyindən asılılığın azalmasına səbəb olur. Bununla paralel olaraq bazar infrastrukturunun sürətli rəqəmsallaşması baş verir: onlayn ticarət, depozitar xidmətlərə məsafədən çıxış, həmçinin investisiya portfellərinin idarə olunması üzrə avtomatlaşdırılmış platformalar inkişaf edir ki, bu da maliyyə sektorunun inklüzivliyinə şərait yaradır.

Cədvəl 2. Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının əsas problemləri

No	Problem	Təsviri
1	Aşağı investisiya aktivliyi	Fərdi və institusional investorların məhdud iştirakı
2	Alətlərin azlığı	İnnovativ və törəmə (derivativ) qiymətli kağızların çatışmazlığı
3	Likvidliyin aşağı səviyyəsi	İkincil bazarın dərinliyinin və həcmnin az olması
4	Əhalinin maliyyə savadlılığının azlığı	Qiymətli kağızlara investisiya mexanizmlərinin zəif anlaşılması
5	Özəl sektorun zəif iştirakı	Səhmlər və istiqrazlar buraxan şirkətlərin az olması
6	İnfrastruktur məhdudiyyətləri	Texnoloji və informasiya resurslarının məhdudluğu
7	Tənzimləyici baryerlər	Qiymətli kağızların qeydiyyatı, buraxılışı və listinqi zamanı çətinliklər

Mənbə: <https://web.archive.org/web/20150616143024/http://www.scs.gov.az/>

Bununla belə, bazar institusional, tənzimləyici və davranış xarakterli bir sıra çağırışlarla üzləşir. Bunlara əhalinin maliyyə inklüzivliyi və investisiya mədəniyyətinin aşağı səviyyəsi, informasiya assimetriyası, ayrı-ayrı bazar seqmentlərinin (xüsusilə birja xaricindəki) likvidliyinin yetərsizliyi, risklərin hedcinqi üçün alətlərin məhdudluğu, habelə qiymətli kağızlarla əməliyyatlar sahəsində normativ-hüquqi bazanın və fiskal siyasətin qeyri-kamilliyi daxildir.

Göstərilən məhdudiyyətlərin aradan qaldırılması və səmərəli milli kapital bazarının sürətli formalaşması üçün institusional və struktur islahatlar kompleksinin həyata keçirilməsi təklif olunur. Bunlar arasında: qanunvericiliyin IOSCO və BVF-nin beynəlxalq standartlarına uyğunlaşdırılması; uzunmüddətli investisiyaların stimullaşdırılması məqsədilə irəliləyiş yönümlü vergi rejimlərinin tətbiqi; törəmə (derivativ) alətlər, qiymətli kağızlarla təmin olunmuş aktivlər, “yaşıl” istiqrazlar və sosial istiqrazlar daxil olmaqla maliyyə alətlərinin çeşidinin genişləndirilməsi; müstəqil mərkəzi depozitarın yaradılması; kredit reyting agentliklərinin rolunun gücləndirilməsi; əhalinin maliyyə savadlılığının artırılması siyasətinin aktivləşdirilməsi və fond bazarının dayanıqlı inkişafı çərçivəsində ESG-investisiya (Ekoloji, Sosial, İdarəetmə) prinsiplərinin tətbiqi daxildir.

Nəticə olaraq qeyd olunmalıdır ki, Azərbaycanın fond bazarı uzunmüddətli kapitalın səfərbərliyi üçün tam hüquqlu instituta çevrilmək potensialına malikdir. Əgər institusional dəstək kompleks şəkildə təmin olunsa, dövlət, maliyyə tənzimləyiciləri və özəl sektor arasında strateji əməkdaşlıq həyata keçirilsə, habelə beynəlxalq tənzimləmə və korporativ idarəetmə standartlarına yönəlik fəaliyyət davam etsə, qiymətli kağızlar bazarı iqtisadiyyatın modernləşdirilməsinin, özəl investisiyaların stimullaşdırılmasının və dayanıqlı maliyyə ekosisteminin formalaşdırılmasının əsas hərəkətverici qüvvələrindən birinə çevrilə bilər [1, s.35-46].

Cədvəl 3. Bazarın inkişafının perspektiv istiqamətləri

No	İstiqamət	Potensial təsiri
1	ESG investisiyalarına artan maraq	“Yaşıl” investorların və beynəlxalq fondların cəlb edilməsi
2	Rəqəmsal platformaların inkişafı	İnvestorlar üçün çıxışın asanlaşdırılması və şəffaflığın artırılması
3	İnvestor kollektivinin genişlənməsi	Gənclər və institusional strukturlar arasında marağın artması
4	Birja fondlarının (ETF) inkişafı	Alətlərin diversifikasiyası və likvidliyin artırılması
5	Beynəlxalq standartlara uyğun tənzimləmənin gücləndirilməsi	İnvestorların inamının yüksəldilməsi
6	Emitentlər üçün stimulların yaradılması	Korporativ qiymətli kağızların artırılması
7	Beynəlxalq integrasiya	Sərhədlərarası investisiyaların və birjalarla əməkdaşlığın artması

Mənbə: <https://web.archive.org/web/20150616143024/http://www.scs.gov.az/>

Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar bazarının inkişafı, onun funksionallığına və investisiya cəlb ediciliyinə təsir göstərən bir sıra sistemli və institusional məhdudiyyətlərlə müşayiət olunur. Əsas problemlərdən biri, bazar döviyyəsinin strukturunda dövlət qiymətli kağızlarının üstünlük təşkil etməsidir. Belə bir struktur, korporativ sektorun bazar kapitalizasiyasının aşağı səviyyədə olduğunu göstərir və maliyyə alətlərinin diversifikasiyası imkanlarının məhdudluğunu əks etdirir ki, bu da tamhüquqlu və rəqabətli fond bazarının formalaşmasını çətinləşdirir.

Digər məhdudlaşdırıcı amil isə ikincil bazarın yetərinə inkişaf etməməsidir. Bu, likvidliyin aşağı səviyyədə olması və əməliyyatların əsasən ilkin bazarda cəmlənməsi ilə əlaqədardır. İkinci bazarda aktivlərin tez reallaşdırılması imkanlarının məhdudluğu transaksion səmərəliliyin azalmasına və investisiya risklərinin artmasına səbəb olur, xüsusən də fərdi və institusional investorlar üçün. Bu vəziyyət, bazar iştirakçılarının dairəsinin genişlənməsinə maneə yaradır.

Bazarın inkişafına mənfi təsir göstərən amillərdən biri də korporativ idarəetmənin zəif inkişafıdır. Səhm kapitalının məhdud bir nəzarətçi qrupun əlində cəmlənməsi, idarəetmə qərarlarının şəffaf olmaması və məlumat açıqlamasının zəifliyi yeni problemlər yaradır və xüsusilə azlıq təşkil edən səhmdarlar üçün şirkətlərin investisiya cəlb ediciliyini azaldır.

İnvestor hüquqlarının qorunması mexanizminin səmərəsizliyi daxili və xarici investorların korporativ sektora olan etimadını azaldır.

Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarının institusional infrastrukturu hələ də formalaşma mərhələsindədir. Brokerlər, dilerlər, aktivlərin idarəedilməsi üzrə menecerlər və kliring təşkilatları kimi peşəkar iştirakçıların sayının az olması və onların texniki və texnoloji təchizat səviyyəsinin aşağı olması əməliyyatların effektivliyini azaldır və tamhüquqlu bazar mühitinin formalaşmasına mane olur. Bundan əlavə, əhəlinin maliyyə savadlılığının aşağı səviyyədə olması ev təsərrüfatlarının investisiya fəaliyyətində passivliyinə və daxili investisiya tələbatının dar olmasına gətirib çıxarır.

Cədvəl 4. Bazarın əsas iştirakçıları və onların rolu

İştirakçı	Bazardakı rolu
Dövlət	Tənzimləmə, dövlət istiqrazlarının buraxılması
Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi	Nəzarət, lisenziyalasdırma, qanunvericiliyin inkişafı
Emitentlər (şirkətlər)	Kapital cəlbə üçün səhmlər və istiqrazların buraxılması
İnvestorlar (fərdi və institusional)	Qiymətli kağızların alqı-satqısı, tələbin formalaşması
Fond birjalrı	Ticarətin təşkili, listing, şəffaflığın təmin edilməsi
Depozitariyalar və kliring mərkəzləri	Uçot, hesablaşmalar, qiymətli kağızların saxlanması
Brokerlər və dilerlər	Emitentlərlə investorlar arasında vasitəçilik

Mənbə: <https://web.archive.org/web/20150616143024/http://www.scs.gov.az/>

Əhəmiyyətli məhdudiyyətlərdən biri də güclü institusional investorların, məsələn, pensiya və investisiya fondlarının olmamasıdır. Bu cür investorların yoxluğu bazarı uzunmüddətli kapital bazası ilə təmin etmək imkanından məhrum edir və portfel investisiyalarının inkişafını ləngidir. Bununla yanaşı, listing prosedurlarının mürəkkəbliyi, emitentlər üçün yüksək tələblər və vergi stimullarının olmaması yeni şirkətlərin kapital bazarına çıxışına mane olur.

Əlavə olaraq, törəmə maliyyə alətlərinin (derivativlərin) potensialı hələ də tam istifadə olmur. Fyuçers, opsiyon və warrant kimi alətlərin praktiki olaraq mövcud olmaması risklərin effektiv hedcinq imkanlarını məhdudlaşdırır və iri institusional investorlar üçün bazarın cazibəsini azaldır.

Cədvəl 5. Potensial islahatlar və gözlənilən təsirlər

İslahat	Məqsəd	Gözlənilən nəticə
Şirkətlərin bazara çıxışının asanlaşdırılması	Emitentlərin sayının artırılması	Kapitalizasiya və likvidliyin artması
Maliyyə savadlılığı üzrə maarifləndirmə kampaniyaları	İnvestorların iştirakını artırmaq	Fərdi investisiyaların artması
İnvestorlar üçün vergi güzəştlərinin tətbiqi	İnvestisiyaları stimullaşdırmaq	İkincil bazarda aktivliyin artması
Ticarət proseslərinin avtomatlaşdırılması	Əməliyyatların səmərəliliyini artırmaq	Transaksiya xərclərinin azalması

Mənbə: <https://web.archive.org/web/20150616143024/http://www.scs.gov.az/>

Bununla belə, qeyd olunan problemlərin fonunda inkişaf üçün əhəmiyyətli perspektivlər mövcuddur. İlk növbədə, törəmə qiymətli kağızlar, veksəl və digər innovativ aktivlər daxil olmaqla maliyyə alətlərinin spektri genişləndirilməlidir. Bu, bazarın maliyyə dərinliyini artıracaq və müxtəlif tipli investorlar üçün uyğunluğunu təmin edəcək. İkincil bazarın inkişafı, xüsusilə likvidliyin artırılması və transaksion xərclərin azaldılması istiqamətində atılacaq addımlar onun investisiya cəlbediciliyini gücləndirəcək.

İnstitusional investorların aktivləşdirilməsi üçün normativ şəraitin yaradılması, uzunmüddətli və diversifikasiya olunmuş maliyyə alətlərinə sabit tələbatın formalaşmasına imkan verəcək. Eyni zamanda, bazar infrastrukturunun rəqəmsallaşdırılması, onlayn ticarət platformalarının və elektron depozitari sistemlərinin inkişafı fərdi şəxslərin investisiya fəaliyyətinə daha geniş və effektiv şəkildə cəlb olunmasına şərait yaradacaq.

Əhəmiyyətli istiqamətlərdən biri də hüquqi və vergi bazanın təkmilləşdirilməsidir: qiymətli kağızların buraxılışı və dövriyyəsi prosedurlarını sadələşdirmək, həmçinin investorlar və emitentlər üçün güzəştli vergi rejimləri tətbiq etmək zəruridir. Bu, bazarın institusional inkişafına və kapitalizasiyanın artmasına təkan verəcək. Bununla paralel olaraq, korporativ idarəetmə təkmilləşdirilməli, OECD standartları tətbiq olunmalı, müstəqil direktorlar institutu inkişaf etdirilməli və bütün kateqoriyalı səhmdarlar üçün bərabər hüquqlar təmin edilməlidir.

Beləliklə, Azərbaycanda dayanıqlı, şəffaf və dərin diversifikasiya olunmuş qiymətli kağızlar bazarının formalaşması sistemli yanaşma və dövlət orqanları, özəl sektor və peşəkar icma arasında koordinasiya fəaliyyət tələb edir. İdarəetməyə əsaslanan bazar modeli investisiya mədəniyyətinin inkişafı ilə və rəqəmsal infrastrukturun gücləndirilməsi ilə müşayiət olunmalıdır. Yalnız bu halda qiymətli kağızlar bazarı ölkənin kapitalının səfərbərliyi və davamlı iqtisadi artımı üçün strateji bir alətə çevrilə bilər [4, s. 2-7].

Nəticə. Qiymətli kağızlar bazarında korporativ seqmentin aktivləşdirilməsi üçün, xüsusilə kiçik və orta sahibkarlıq subyektlərinin (KOS) açıq bazara çıxışını dəstəkləyəcək maliyyə mexanizmlərinin tətbiqi zəruridir. Bu məqsədlə, ilkin qiymətli kağız yerləşdirilməsi (IPO) ilə bağlı xərclərin – o cümlədən audit xidmətlərinin, emissiya prospektinin hazırlanması və hüquqi müşayiət xərclərinin – qismən subsidiyalaşdırılmasını nəzərdə tutan proqramların reallaşdırılması tövsiyə olunur. Belə yanaşma bazara daxilolma maneələrini aradan qaldıracaq, KOS-ların fond bazarındakı iştirakını artıracaq, nəticədə emitent bazasının diversifikasiyasına və maliyyə vasitəçiliyinin dərinləşməsinə töhfə verəcək.

Cədvəl 8. Azərbaycan qiymətli kağızlar bazarının SWOT təhlili

Kateqoriya	Elementlər
Güclü tərəflər (S)	Stabil makroiqtisadi mühit, dövlət dəstəyi, aktiv institusional baza
Zəif tərəflər (W)	Aşağı likvidlik, zəif maliyyə mədəniyyəti, alətlərin məhdudluğu
İmkanlar (O)	Rəqəmsallaşma, beynəlxalq əməkdaşlıq, ESG və innovativ məhsullar
Təhlükələr (T)	Bazarların dəyişkənliyi, xarici iqtisadi sabitsizlik, kapital axını

Növbəti prioritet işə davamlılıqla bağlı qeyri-maliyyə amillərinin korporativ idarəetmə praktikasına inteqrasiyasıdır. Emitentlər üçün müstəqil agentliklər tərəfindən təsdiqlənmiş ESG reyting sisteminin (Environmental, Social, Governance - Ətraf mühit, Sosial məsuliyyət və Korporativ idarəetmə) tətbiqi şəffaflığın, korporativ məsuliyyətin və biznes modellərinin dayanıqlığının yüksəlməsinə xidmət edəcək. Bu işə öz növbəsində, uzunmüddətli və sosial cəhətdən məsuliyyətli investisiyalara üstünlük verən beynəlxalq institusional investorların diqqətini cəlb edəcək.

KOS üçün korporativ qiymətli kağızların maliyyələşmə aləti kimi təşviq edilməsini nəzərdə tutan milli strategiyanın hazırlanması və həyata keçirilməsi zəruridir. Bu strategiya normativ, fiskal və institusional təşviqləri, eləcə də anderryayting, post-listinq dəstəyi və marketinq müşayiəti təmin edə bilən ixtisaslaşmış maliyyə vasitəçilərinin yaradılmasını əhatə etməlidir. “Korporativ qiymətli kağızlar – KOS-un inkişaf motoru” konsepsiyası dövlətin sənaye və investisiya siyasətinə inteqrasiya olunmalı və kapital bazarının iqtisadi artımın əsas elementinə çevrilməsinə imkan yaratmalıdır.

Ədəbiyyat

1. Məmmədova, N.A. (2021). Azərbaycanca qiymətli kağızlar bazarı və onun inkişaf perspektivləri. Audit, uçot və statistika (Audit, accounting and statistics), 4(34), 35-46.
2. Мусаев Эльдар Мардан Оглы Рынок ценных бумаг в азербайджане: состояние и тенденции развития. Российское предпринимательство. 2012. №10. <https://cyberleninka.ru/article/n/rynok-tsennyh-bumag-v-azerbaydzhane-sostoyanie-i-tendentsii-razvitiya> (дата обращения: 30.03.2025).
3. Садыхов Р. О. Основные тенденции развития рынка ценных бумаг Азербайджана // ПСЭ. 2011. №4. <https://cyberleninka.ru/article/n/osnovnye-tendentsii-razvitiya-rynka-tsennyh-bumag-azerbaydzhana> (дата обращения: 30.03.2025).
4. Тагизаде С.С. Оценка текущего уровня развития рынка ценных бумаг в Азербайджане // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. 2015. №7-1. <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-tekushego-urovnya-razvitiya-rynka-tsennyh-bumag-v-azerbaydzhane> (дата обращения: 31.03.2025).
5. <https://news.day.az/economy/1683554.html>
6. Bakı Fond Birjası (BFB). Daxili statistik hesabatlar. <https://www.bfb.az> (müraciət tarixi: 31.03.2025).
7. IFC. İnkişaf etməkdə olan bazarlarda yaşıl maliyyə və ESG inteqrasiyası, 2021–2023. <https://www.ifc.org> (müraciət tarixi: 31.03.2025).
8. Azərbaycan Mərkəzi Bankı. Rəqəmsal transformasiya və fintexin inkişafı üzrə sənədlər <https://www.cbar.az> (müraciət tarixi: 31.03.2025).
9. McKinsey & Company. Qlobal kapital bazarları: sabitlik üçün strukturlaşdırma, 2020. <https://www.mckinsey.com> (müraciət tarixi: 31.03.2025).

10. IOSCO (Qiymətli Kağızlar üzrə Beynəlxalq Təşkilat). Bazarların tənzimlənməsi üzrə tövsiyələr. <https://www.iosco.org> (müraciət tarixi: 31.03.2025).

DEVELOPMENT PROSPECTS AND PROBLEMS OF THE SECURITIES MARKET IN AZERBAIJAN

N.J. Babayeva

Azerbaijan University, Ceyhun Hajibeyli, 71, Baku, Azerbaijan

Abstract. The article examines the development prospects of the securities market in Azerbaijan and analyzes the problems in this area.

Keywords: Securities, exchange, stock market, shares, bonds.