

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI

Əlyazması hüququnda

TÖRƏMƏ QIYMƏTLİ KAĞIZLAR BAZARI VƏ ONUN AZƏRBAYCANDA İNKİŞAF PERSPEKTİVLƏRİ

İxtisas: 5301.01 “ Daxili fiskal siyasət və dövlət maliyyəsi”

Elm sahəsi: İqtisad elmləri

İddiaçı: **Vüqar Faiq oğlu Namazov**

Fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün
təqdim edilmiş dissertasiyanın

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

Bakı-2024

Dissertasiya işi Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin (UNEC) “Maliyyə və audit” kafedrasında yerinə yetirilmişdir.

Elmi rəhbər:

İqtisad elmləri doktoru
Şirzad Əyyub oğlu Abdullayev

Rəsmi opponentlər:

İqtisad elmləri doktoru
Saleh Məmmədli oğlu Məmmədov

İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru, dosent
Səkinə Əbdurrəhman qızı Hacıyeva

İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru
Məhəmməd İsmayıl oğlu Əlləzov

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

Dissertasiya şurasının sədri



imza

İqtisad elmləri doktoru, professor
Yaşar Atakişi oğlu Kəlbəyev

Dissertasiya şurasının elmi rəhbəri

imza

İqtisad elmləri üzrə fəlsəfə doktoru
Suqra İnqilab qızı Hübətova

Elmi seminarın sədri.

imza

İqtisad elmləri doktoru, professor
Zahid Fərrux oğlu Məmmədov

imza

İŞİN ÜMUMİ XARAKTERİSTİKASI

Mövzunun aktuallığı və işlənmə dərəcəsi. Mövcud tədqiqat işlərində, müxtəlif maliyyələşmə mexanizmləri və spekulativ əməliyyatların spot bazarlar və qiymət dəyişkənliyi üzərində təsirlərini araşdırarkən, az sayda tədqiqat törəmə qiymətli kağızların formalaşması şərtləri, ticarət xüsusiyyətləri və tənzimləmə rejimlərindəki dəyişiklərə həsr edilmişdir. Hazırkı tədqiqat maliyyə bazarlarının fundamental və funksional əsasları üzərindən bu boşluğun doldurulmasına fokuslaşmışdır.

Empirik olaraq, törəmə maliyyə alətləri bazarı üç əsas iqtisadi funksiyaya malikdir. Birincisi, bazar iştirakçılarını qiymət risklərindən qorumaq. İkincisi, spot bazarlarında qiymət aşkarlığı üçün önəmli funksiya daşıyaraq, baza aktivinə dair treydlərə cari qiymətlər üzrə meyarlar təyin etməyə kömək edir. Üçüncü, törəmə maliyyə alətləri bazarı mövcud əməliyyat xərclərini azaldaraq əməliyyat səmərəliliyi təmin edirlər.

Baxılmış ölkələrin təcrübələrinə əsasən, sistem risklərinin idarə edilməsi baxımından adaptiv tənzimlənmə mexanizmlərinin yaradılması xüsusi əhəmiyyət kəsb edir.

Son on ildə əmtəə bazarlarının maliyyələşməsi mexanizminin dəyişməsi, əmtəə bazarlarında qiymətlərin formalaşması prinsiplərini fundamental olaraq dəyişmişdir. Hal-hazırda əmtəələrin, törəmə maliyyə alətləri üzərindən, fiziki aktivdən maliyyə aktivinə çevilməsi prosesi müşahidə edilir.

Azərbaycan iqtisadiyyatının diversifikasiyası və iqtisadiyyatın özəl sektor üzərində təmərküzləşməsinə yönəlmiş iqtisadi siyasət, yeni maliyyə bazarları institutları, alətləri və xidmətlərinin yaranmasını, inkişafını şərtləndirir.

Azərbaycanda risklərinin idarə edilməsi və maliyyə axınlarının diversifikasiyası baxımından, törəmə maliyyə alətlərinin ticarəti üçün təbii zərurət və fundamental əsaslar mövcuddur.

AR Mülki Məcəlləsinə əsasən törəmə maliyyə aləti (törəmə qiymətli kağız) hər hansı baza aktivini almaq, satmaq və ya dəyişdirmək hüququnu təsbit edən müqavilədir. Törəmə maliyyə alətlərinə fyuçers, opsiya və svop aiddir. Törəmə maliyyə alətləri bazarı kapital bazarı qanunvericiliyi

çərçivəsində tənzimlənsə də, baza aktivləri kapital bazarı çərçivlərindən kənarı ticarət oluna bilər.

Törəmə maliyyə alətləri bazarının effektiv işləməsi ilk növbədə baza aktivlərinin ticarət olunduğu bazarlarda məlumat əlçatanlığının təmin edilməsi, xüsusən səhm bazarında məlumat assimetriyasının aradan qaldırılması ilə əlaqəlidir.

Ölkədə törəmə maliyyə alətlərinin formalaşmasına təsir edən başlıca faktorlardan biri də, adekvat maliyyə savadlılığının təmin edilməsidir.

Aparılmış araşdırmalara görə, törəmə maliyyə alətləri iqtisadi artım ilə pozitiv korelyasiyaya malikdir. Bu əlaqə, xüsusən ölkədə investisiyaların təşviqi və xarici ticarət əlaqələrinin genişlənməsi müstəvisində daha qabarıq şəkildə özünü göstərir.

Tədqiqatlara görə, bank sektorunda törəmə alətlərdən istifadə dərəcəsi, əsasən xalis faiz dərəcəsi, bank konsentrasiyası və institusional gücdən qaynaqlanır. Həmçinin, inkişaf etməkdə olan bazarlarda fəaliyyət göstərən banklar, törəmə maliyyə alətlərindən istifadə edərək, sektoral qeyri-sabitliyi azalda bilər.

Tədqiqatın nəzəri əsaslarını Z.F.Mamedov, Ş.Ə.Abdullayev, E.M.Sadiqov, E.N.Vəliyev, S.M.Məmmədov, J.M.Keynes, A.Smit, F.S. Mishkin, N.Kaldor, R.W.Kolb, J.A.Overdahl, N.C.Schofield, A.P.Prabha, C.Wihlborga, A.Bernardi, D.Lema, M.Grandes, J.Tvedt, K.Shafi, N.Latif, Sh.A.Shad, S.Nam, S.Oh, H.Kim, S.Bartram, F.Fehle, D.Ryu, H.Yang, T.Kokholm, O.İbhagui, R.Demirer, D.Gabauer, R.Gupta, F.Tata, Y.Hsiao, W.Tsai, A.Botta, E.Caverzasi, A.Russo, J.Bazih, D.Vanwalleghem, Z.Adams, S.Collot, M.Kartsakli, M.Azzone, R.Baviera, M.Tomas, İ.Mastromatteo, M.Benzaquen, H.An, R.Yang, X.Ma, A.Musa, S.Salisu, V.Aliyu, X.Hao, Q.Sun, F.Xie, R.Cox, A.Kamolsareeratan, R.Kouwenberg, P.Gong, Z.Wen, X.Xiong, A.Gottesman, R.L.McDonald və digər alimlərin əsərləri təşkil edir.

Tədqiqatın obyektı və predmeti. Tədqiqat işinin obyektı beynəlxalq və Azərbaycanın törəmə qiymətli kağızlar bazarlarının fundamental əsaslarıdır. Tədqiqatın predmeti törəmə maliyyə alətləri bazarlarının yaradılması, fəaliyyəti və tənzimlənməsinin makroiqtisadi əsaslarının öyrənilməsi və Azərbaycanda onun təşkili üçün zəruri olan hüquqi, təşkilati və texniki imkanların araşdırılmasıdır.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri. Dissertasiya işi törəmə maliyyə alətləri bazarlarının ölkə iqtisadiyyatında əhəmiyyətini nəzərə alaraq, beynəlxalq törəmə maliyyə alətləri bazarında mövcud olan struktur və konyuktur həllərinin araşdırılması ilə, Azərbaycanda mövcud iqtisadi modelə uyğun törəmə maliyyə alətləri bazarının formalaşması imkanlarının tədqiqi məqsədi daşıyır. Tədqiqat işi zamanı, onun məqsədinə xidmət edəcək praktiki əhəmiyyət kəsb edən addımların müəyyən edilməsi, törəmə maliyyə alətlərinin formalaşması üçün zəruri olan spot bazarların və onlar arasındakı əlaqənin öyrənilməsi, tənzimləyici, fiskal və infrastruktur həllərinin nəzərə alınması vəzifəsi ön plana çəkilməmişdir.

Tədqiqat metodları. Tədqiqatın informasiya bazasını Azərbaycan Respublikasının Prezidentinin fərman və sərəncamları, Milli Məclisin, Nazirlər Kabinetinin müvafiq qərarları, qanunlar, qiymətli kağızlar bazarı, valyuta tənzimlənməsi, törəmə maliyyə alətləri və əmtəə ticarəti üzrə normativ-hüquqi sənədləri, beynəlxalq normativ-hüquqi aktlar, beynəlxalq təşkilatların hesabatları, problemlə bağlı elmi əsərlər, tədqiqat işləri, tədqiqat işi ilə əlaqəli statistik məlumatlar bazası və mütəxəssis rəyləri təşkil edir. Dissertasiya işində müsahibə, sorğu, empirik müşahidə, təhlil, məntiq, müqayisə, statistik qruplaşdırma, riyazi hesablaşma və s. üsullardan istifadə edilmişdir.

Müdafiyyə çıxarılan əsas müddəalar. Tədqiqatın nəticələri üzrə əldə edilmiş nailiyyətlər müdafiə üçün təqdim edilir:

- Müxtəlif ölkələrin təcrübələrinə əsasən formalaşdırılmış, törəmə maliyyə alətləri bazarının yaradılması üçün zəruri olan struktur və konyuktur faktorları sisteminin müəyyən edilməsi;
- Törəmə qiymətli kağızlar üzrə qiymətlərin formalaşmasına baza aktivləri üzrə spot bazarların təsirinin strukturlaşdırılması;
- Azərbaycan kapital və valyuta bazarlarının mövcud vəziyyətinin törəmə qiymətli kağızların formalaşmasına təsirinin müəyyən edilməsi;
- Azərbaycanda mütəşəkkil əmtəə bazarının təşkilində törəmə qiymətli kağızlardan istifadə imkanlarının müəyyən edilməsi;
- ABŞ və Avropa Birliyi təcrübələrinə əsasən törəmə qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi problemlərinin üzrə çıxarılması;
- Törəmə qiymətli kağızlar bazarının iqtisadi inkişafa təsiri istiqamətlərinin müəyyən edilməsi;

- Törəmə qiymətli kağızların vergiyə cəlb edilməsinin problemlərinin aşkar edilməsi.

Tədqiqatın elmi yeniliyi. Tədqiqat işinin nəticəsi olaraq, törəmə maliyyə alətlərinin yasradılması və onlarla ilə ticarətin təşəkkül tapması üzrə dünya təcrübəsində rast gəlinən yanaşmaların ümumiləşdirilməsi yolu ilə, Azərbaycanda mövcud iqtisadi modelə uyğun törəmə maliyyə alətləri bazarının formalaşmasına dair praktiki tətbiqə yönəlmiş kompleks nəticələr əldə edilmişdir. Nəticələr səhm, valyuta və əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətləri olaraq sistemləşdirilmişdir.

Tədqiqatın nəzəri və praktiki əhəmiyyəti. Tədqiqat materialları və əldə edilmiş ümumiləşdirilmiş nəticələr, akademik araşdırmalar və nəzəri biliklər baxımından istifadə edilə bilər. Tədqiqat nəticələri, o cümlədən Azərbaycanda törəmə maliyyə alətləri bazarının təşkili üçün zəruri olan infrastrukturun yaradılması, institutlaşmanın təmin edilməsi və bilavasitə yeni alətlərin yaradılması istiqamətində tərtib edilmiş addımlar müvafiq dövlət və özəl qurumlar tərəfindən praktiki cəhətdən istifadə oluna bilər.

Tədqiqatın aprobeasiyası və tətbiqi. Dissertasiya işinin əsas müddəaları, onun nəzəri-metodoloji nəticələri və elmi cəhətdən əsaslandırılmış tövsiyələri müəllif tərəfindən çap olunmuş müxtəlif dillərdə 14 elmi məqalə və tezisdə öz əksini tapmışdır. Dissertasiyanın əsas müddəaları 2012-2021-ci illərdə 5 yerli və xarici elmi-praktiki konfransda məruzə edilmiş və konfransların dərc olunmuş materiallarında öz əksini tapmışdır.

Dissertasiya işinin yerinə yetirildiyi təşkilatın adı. Tədqiqat işi Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin “Maliyyə və audit” kafedrasında yerinə yetirilmişdir.

Dissertasiyanın quruluşu və həcmi. Dissertasiya işi giriş (15320 işarə), üç fəsil (I fəsil – 39873 işarə, II fəsil – 92040 işarə, III fəsil – 40069 işarə) nəticə (15435 işarə) və 127 adda ədəbiyyat siyahısından ibarət olmaqla 9 cədvəl, 7 diaqram, 6 qrafik və 12 şəkildə əks etdirilmişdir. İşin ümumi həcmi cədvəllər, qrafiklər, şəkillər və ədəbiyyat siyahısı istisna olmaqla 202737 işarədən ibarətdir.

DİSSERTASIYA İŞİNİN MÜNDƏRİCATI

Giriş

I Fəsil. Törəmə qiymətli kağızlar bazarının formalaşması xüsusiyyətləri

- 1.1. Müasir qiymətli kağızlar bazarının formalaşmasının əsasları
- 1.2. Törəmə qiymətli kağızların xüsusiyyətləri
- 1.3. Törəmə qiymətli kağızlar üzrə qiymətlərin formalaşmasına əmtəə bazarının təsiri

II Fəsil. Törəmə qiymətli kağızlar bazarının təşkilinin mövcud vəziyyəti

- 2.1. Törəmə qiymətli kağızlar bazarı infrastrukturunun formalaşdırılmasının müasir problemləri
- 2.2. Azərbaycanda kapital bazarlarının mövcud vəziyyətinin törəmə qiymətli kağızların formalaşmasına təsiri
- 2.3. Azərbaycanda valyuta əsaslı törəmə maliyyə alətlərinin formalaşmasına təsir edən amillər
- 2.4. Azərbaycanda mütəşəkkil əmtəə bazarının təşkilində törəmə qiymətli kağızlardan istifadə
- 2.5. Törəmə qiymətli kağızlar bazarında alternativ maliyyələşmə alətlərinin tətbiqinin müasir vəziyyəti

III Fəsil. Törəmə qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsinin perspektivləri

- 3.1. Törəmə qiymətli kağızlar bazarında risklərinin idarə edilməsi yolları
- 3.2. Törəmə qiymətli kağızlar bazarının iqtisadi inkişafa təsiri istiqamətləri
- 3.3. Törəmə qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsinin perspektivləri
- 3.4. Törəmə qiymətli kağızlarla ticarətin vergiyə cəlbi məsələləri

Nəticə

İstifadə edilmiş ədəbiyyat siyahısı

MÜDAFİƏYƏ TƏQDİM EDİLƏN ƏSAS ELMİ MÜDDƏALAR

1. Müxtəlif ölkələrin təcrübələrinə əsasən formalaşdırılmış, törəmə maliyyə alətləri bazarının yaradılması üçün zəruri olan struktur və konyunktur faktorları sisteminin müəyyən edilməsi.

Müasir maliyyə bazarları nəzarət, rəqabət və texnoloji amillərin təsiri altında formalaşır və inkişaf edir.

Maliyyə bazarlarının qloballaşması dünya miqyasında daha dayanıqlı rəqabət qabiliyyətini təmin etmək üçün maliyyə xidmətləri və qurumlarının mərkəzləşməsinə səbəb olur. Qabaqcıl texnologiyalara sahib yeni oyunçular artan rəqabət mühitində əsas oyun qaydalarını müəyyənləşdirirlər.

Dəyər zəncirinin tam olaraq rəqəmsallaşdırılması yüksək tezlikli ticarət (HFT), alqoritmik ticarət, real vaxtda məlumatların işlənməsi (STP), bulud texnologiyaları və blok çeyn texnologiyaları kimi həllərin tətbiqində kritik rol oynayır.

Törəmə maliyyə aləti, dəyəri digər bir alətin – baza aktivinin dəyəri əsasında müəyyən edilən maliyyə alətidir. Baza aktivinə misal olaraq səhmlər, istiqrazlar, valyuta məzənnələri, faiz dərəcələri, kredit dərəcələri, indekslər, əmtəələr və digər törəmə alətləri göstərmək olar. Opsionlar, fyuçerslər və svoplar törəmə maliyyə alətlərinə nümunədir. Praktiki baxımdan, törəmə alətin bazar göstəricilərə baza aktivinin göstəriciləri üzərindən formalaşır.

Franco Modigliani və Merton Millerin nəzəriyyəsini (Modigliani və Miller, 1958) əsas götürərək, yeni maliyyə alətlərinin yaradılması müasir maliyyə mühəndisliyinin aşağıdakı aspektlərinə toxunur:

- Alətin son hesablaşma dəyəri;
- Baza aktivləri üzrə sintetik gəlirliliyin yaradılmasının mümkünlüyü;
- Alətin potensial emitenti və alıcısı;
- Alətin həll edəcəyi problem.

Törəmə maliyyə alətlərinin yaradılması zərurətini aşağıdakı amillərin mövcudluğu ilə şərtləndirmək olar:

- Risklərin idarə edilməsi;
- Spekulyativ əməliyyatlar;
- Hedcinq əməliyyatları.

Törəmə maliyyə alətləri ödəniş şərtlərinə görə forvardlar, fyuçerslər opsiyonlar və svoplar olaraq təsnifatlaşdırılır.

Törəmə qiymətli kağızların strukturlaşdırılması və onların ticarət olunduğu bazarların təhlili üçün, bu alətlərin üzərində formalaşdığı baza aktivlərin xüsusiyyətlərinin və onların ticarət olunduğu bazarların tədqiq edilməsi son dərəcə əhəmiyyətlidir. Qeyd edilənləri nəzərə alaraq, törəmə maliyyə alətlərinin Azərbaycanda tətbiq imkanları baxımından onları aşağıdakı kimi kimi təsnifatlaşdırmaq olar:

- 1) Səhm əsaslı törəmə maliyyə alətləri;
- 2) Faiz dərəcəsinə bağlı törəmə maliyyə alətləri;
- 3) Valyuta əsaslı törəmə maliyyə alətləri;
- 4) Kredit əsaslı törəmə maliyyə alətləri;
- 5) Əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətləri.

Tədqiqat zamanı törəmə maliyyə alətləri bazarı ümumi olaraq birja (tənzimlənən) və birjadan kənar bazarlara ayrılmışdır (Cədvəl 1). Birjada ticarət olunan alətlər standartlaşdırılır və mərkəzləşmiş kliring tətbiq edilir. Birjadan kənar bazarlarda isə, alət xüsusiyyətləri və hesablaşma şərtləri əsasən tərəflər arasında müəyyən olunur.

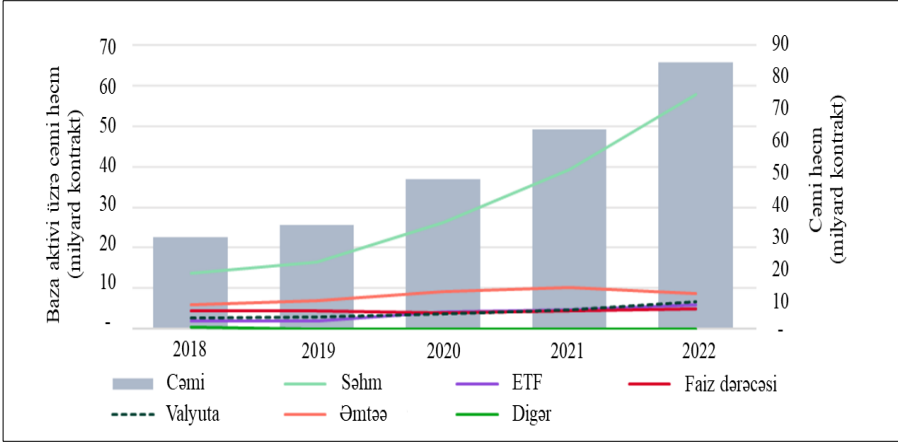
Cədvəl 1. Törəmə maliyyə alətləri bazarının növləri

	Birja	Birjadan kənar
Sövdələşmələr	Ticarət meydançası/elektron ticarət platforması	Ticarət meydançası yoxdur
Şəffaflıq	Yüksək	Aşağı
Tərəf müqabili riski	Aşağı	Yüksək
Müqavilələrin standartlaşdırılması	Yüksək	Aşağı (qarşılıqlı razılaşma əsasında)
Müqavilə növləri	Fyuçers, opsiyon	Forvard, svop, opsiyon
Çeviklik	Aşağı	Yüksək
Kliring	Mərkəzləşmiş risk idarəetmə mexanizmi	-
Likvidlik	Yüksək	Birjalardan daha aşağı

Birja və birjadan kənar bazarların dövriyyə həcmələrinin müqayisəli təhlilinə nəzər saldıqda, birjadan kənar bazarların daha yüksək artım tempi və dövriyyə həcmi ilə müşayiət olunur.

Dünya Birjalar Federasiyası (WFE) tərəfindən dərc edilən məlumatların təhlili əsasında, qlobal törəmə maliyyə alətləri bazarında bağlanmış müqavilələrin sayına görə, əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətlərinin (valyuta bazarı istisna olmaqla) xüsusi çəki baxımından artım tempini müşahidə etmək olar (Qrafik 1).

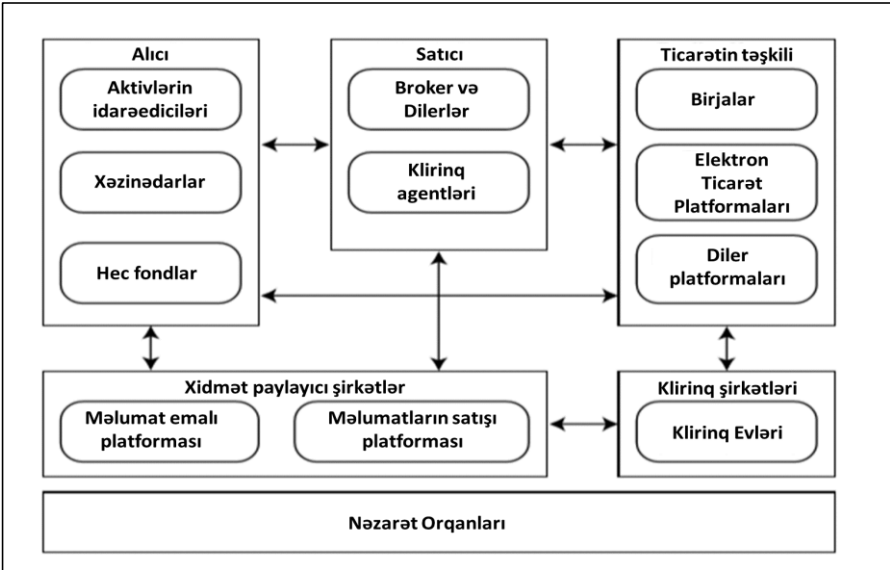
Qrafik 1. Birjada bağlanılan törəmə maliyyə alətlərinin həcmi (satılmış müqavilə sayı üzrə, milyard).



Mənbə: Dünya Birjalar Federasiyası (WFE)

Araşdırma nəticəsi olaraq, törəmə maliyyə alətləri bazarının infrastrukturunu aşağıdakı şəkildə ümumiləşdirilmişdir (Şəkil 1).

Şəkil 1. Törəmə maliyyə alətləri bazarının infrastrukturunu



2. Törəmə qiymətli kağızlar üzrə qiymətlərin formalaşmasına baza aktivi üzrə spot bazarların təsirinin strukturlaşdırılması.

Törəmə alətlərin bazar qiymətlərinin formalaşmasına təsir edən əsas faktorlardan biri onun bilavasitə bağlı olduğu əmtənin bazar qiymətinin dəyişməsidir. Bazarın formalaşması xüsusiyyətləri, tənzimlənmə dərəcəsi və digər makroiqtisadi və konyuktur faktorlarından asılı olaraq bu bağlılıq dərəcəsi dəyişə bilər.

Törəmə maliyyə aləti baza aktivinin ticarət olunduğu spot bazarın fəaliyyətini nə qədər dəqiq əks etdirərsə, onun hedcinq və qiymət aşkarlanması üçün vasitə olaraq iqtisadi faydalılığı bir o qədər çox olacaqdır. Uğurlu və səlis fəaliyyət göstərən törəmə maliyyə alətləri bazarlarının təhlili onu göstərir ki, baza aktivinin ticarət olunduğu bazarın müəyyən göstəricilərə cavab verməsi, onların əsasında tərtib edilən törəmə maliyyə alətlərinin nə dərəcədə uğurlu olmasını şərtləndirir. Bu göstəricilər aşağıdakı kimidir:

- Baza aktivi üzrə bazar, törəmə maliyyə aləti bazarında öncə aktiv fəaliyyət göstərməlidir;
- Baza aktivi çox sayda bazar iştirakçısı arasında geniş şəkildə paylanmalıdır;
- Törəmə maliyyə aləti üzrə çatdırılma tarixinə spot bazarda iqtisadi səmərəli qiymətlərlə kifayət qədər baza aktivi mövcud olmalıdır;
- Hedcinq və spekulyantları cəlb etmək üçün, qiymət riski spot bazarı ilə əlaqələndirilməlidir.

Spot bazarlar və törəmə alətlər bazarı arasında olan əlaqə bir çox alimlər tərəfindən araşdırılmışdır. Müşahidələr onu göstərir ki, hər hansı bir baza aktivi üzrə spot bazarların iştirakçısı olmayan oyunçular, əməliyyat marjası əldə etmək məqsədi ilə, bu baza aktivləri əsasında yaradılan törəmə maliyyə alətləri üzrə ticarət əməliyyatlarına qoşulduqları zaman spot və törəmə maliyyə alətləri bazarları arasında əlaqə güclənir. Bu bağlılıq artdıqca, spot bazarda qiymətlərin formalaşmasında klassik tələb-təklif faktorundan asılılığın azalması fenomeni müşahidə edilir. Beləliklə, törəmə maliyyə alətləri, onların baza aktivlərinin qiymət formalaşmasının fundamental əsaslarına təsir göstərir və bununla da spot bazarlarında olan qiymət dəyişkənliyini (xüsusən əmtəə bazarlarında) maliyyə bazarlarından asılı edir.

Ötən əsrdə başlanılmış və hazırda da müşahidə edilən tendensiya ondan ibarətdir ki, spot bazarlarda törəmə maliyyə alətlərinin hedcinq aləti qismində istifadə edilməsi məqsədi arxa plana keçməkdədir. Bu onu göstərir ki, bazarın formalaşdırılması zamanı spot-törəmə bazarlar arasındakı əlaqə nəzərə alınmalıdır.

Bazarların harmonizasiyası dövründə törəmə maliyyə alətləri iki əsas makroiqtisadi məsələni gündəmə gətirir: fyuçers qiymətinin baza aktivinin çatdırılması anına olan spot qiymətinə nəzərən həssaslıq dərəcəsi (baza risk faktoru) və spot bazar qiymətinin fyuçers qiymətinə konvergensiya (yaxınlaşma) dərəcəsi. Araşdırmalarda fyuçers bazarlarının spot bazarlarda qiymət dəyişikliklərinə təsiri müəyyən edilmişdir.

Törəmə maliyyə alətlərinin strukturlaşdırılması və ticarəti zamanı onun, baza aktivinin qiymət dəyişkənliyi, riskdən azad faiz dərəcəsi və dövriyyə müddətində baş verən dəyişikliklərə qarşı həssaslığının ölçülməsi mühüm əhəmiyyət kəsb edir.

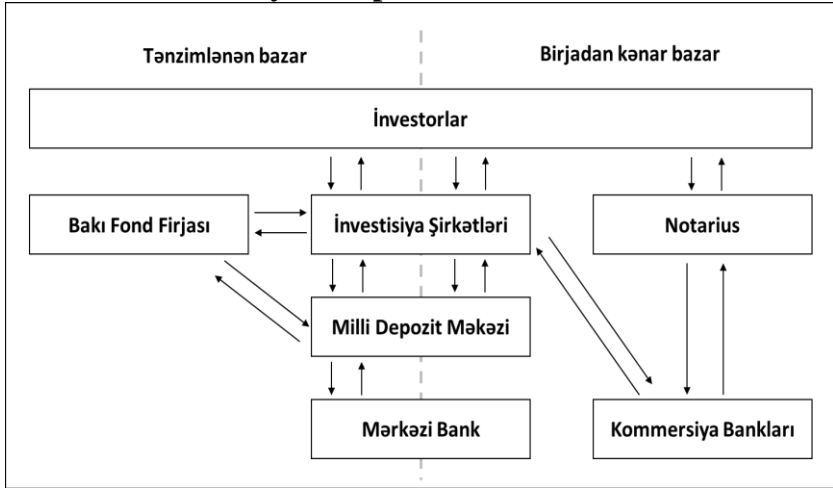
3. Azərbaycan kapital və valyuta bazarlarının mövcud vəziyyətinin törəmə qiymətli kağızların formalaşmasına təsirinin müəyyən edilməsi.

Azərbaycan Respublikasının Mülki Məcəlləsinə əsasən törəmə maliyyə aləti (əvvəlki redaksiyada “törəmə qiymətli kağız”) hər hansı baza aktivini almaq, satmaq və ya dəyişdirmək hüququnu təsbit edən müqavilədir. Baza aktivini qismində qiymətli kağız, valyuta, faiz dərəcəsi, gəlirlilik, törəmə maliyyə aləti, əmtəə, maliyyə indeksi, kredit riski və s. çıxış edə bilər. Törəmə maliyyə alətlərinə fyuçers, opsiyon və svop aiddir.

Törəmə maliyyə alətləri bazarı kapital bazarı qanunvericiliyi çərçivəsində, Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı (AMB) tərəfindən tənzimlənir. Azərbaycan kapital bazarının əsas institutları Şəkil 2-də verilmişdir.

Bakı Fond Birjasının ticarət dövriyyəsində AR Maliyyə Nazirliyi tərəfindən buraxılan dövlət istiqrazları, AR Mərkəzi Bankın notları və AR İpoteka və Kredit Zəmanət Fondu İpoteka tərəfindən buraxılmış istiqrazlar daxil olmaqla, istiqraz bazarı əhəmiyyətli paya malikdir.

Şəkil 2.
Azərbaycan kapital bazarının ticarət arxitekturası

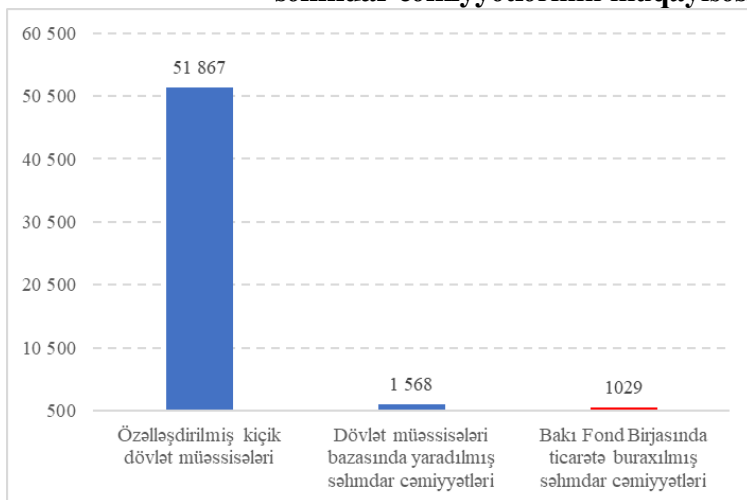


Mənbə: Müəllif

1996-2001-ci illəri əhatə edən dövlət əmlakının özəlləşdirilməsi dövrü Azərbaycan səhm bazarının formalaşması xüsusiyyətlərinin və onun bu günədək olan inkişaf istiqamətlərinin müəyyən edilməsində əhəmiyyətli rol oynamışdır. Bununla belə, fond birjasında **səhm bazarının** digər bazarlara nisbətən zəif inkişafı müşahidə edilir (2022-ci il üzrə təqribən 15 mlrd. manatlıq dövriyyənin cəmi 0.43% hissəsi səhm bazarının payına düşür).

Azərbaycanda ilk mərhələlərdə özəlləşdirmə və kapital bazarının inkişafı strategiyaları arasındakı zəif korrelyasiya və sonuncunun daha sonrakı dövrlərdə formalaşması, səhmlərin ilkin və təkrar bazarlarının bir-biri ilə kəsişmədən - paralel olaraq inkişaf etməsinə səbəb olmuşdur (Diaqram 1).

Diaqram 1. 1996-2022-ci illər üzrə Azərbaycanda özəlləşdirilən kiçik dövlət müəssisələrinin sayı ilə fond birjasında ticarət olunan səhmdar cəmiyyətlərinin müqayisəsi



Mənbə: www.bfb.az, www.stat.gov.az

Bazar iştirakçıları arasında aparılmış sorğuların nəticələrinə görə, təkrar bazarın əsas problemlərindən biri pərakəndə bazar iştirakçıları olan fərdi investorların bazar məlumatlarını izləmək və ticarət etməsi üçün texniki funksionallığın mövcud olmamasıdır. Digər maraqlı məqam isə, bazarda qiymət dəyişikliyinə olmamasıdır (səhmlər əksər hallarda nominal dəyər ilə ticarət olunur).

Bununla yanaşı, listinqdən keçmiş səhmlərin sayının az olmasından irəli gələrək, birjada ticarət olunan səhmlərin aid olduğu sahəni təmsil etmə dərəcəsi zəifdir. Məhz bu səbəbdən də, səhm bazarını və dolayısıyla iqtisadiyyatı təmsil edəcək fond indeksləri mövcud deyil. Öz növbəsində bu da, törəmə maliyyə alətinin istinad edəcəyi səhm portfelinin formalaşdırılmasını çətinləşdirir.

Qeyd edilən səbəblərdən, Azərbaycanda səhmlər üzrə törəmə maliyyə alətləri mövcud deyil. Koreya, Türkiyə, Qazaxıstan, Rusiya və digər ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, səhmlər üzrə törəmə maliyyə alətləri bazarın formalaşması üçün ilk əvvəl səhm bazarının fundamental əsasları təşəkkül tapmalıdır.

Bazarın mövcud vəziyyətinin və inkişaf trendlərinin təhlili göstərir ki, Azərbaycanda qeyd edilən bazarın təşkil edilməsinə mərhələli şəkildə nail olmaq olar. Görüləcək işlər öz növbəsində hüquqi, texniki, tənzimləyici, təşviqedicə və maarifləndirici istiqamətlər üzrə aşağıdakıları ehtiva etməlidir:

1. Fond bazarının ticarət həcmnin artırılması. Təhlillər göstərir ki, fond bazarında hedcinq üçün bazarlarda dəyişikliyi düzgün təmsil edəcək qiymətli kağızlara ehtiyac vardır.

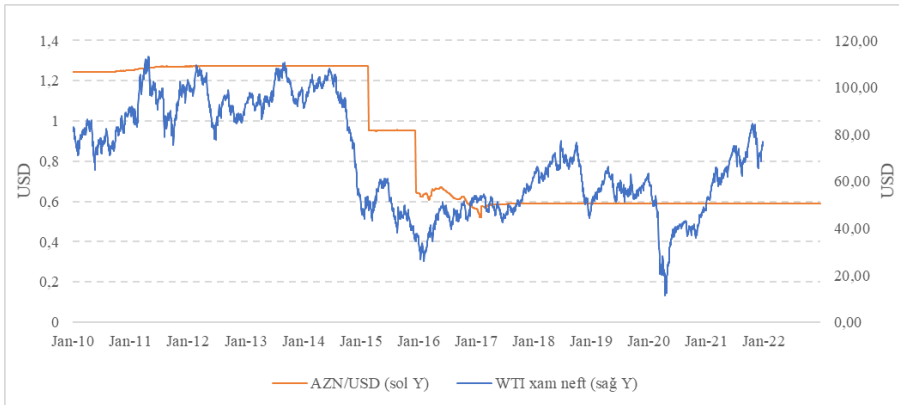
2. Səhm bazarının davamlı qiymət aşkarlılığının təmin edilməsi. Hedcinq əməliyyatları üçün davamlı qiymətlər üzərindən mövqelərin uyğunlaşdırılması əməliyyatlarına ehtiyac vardır.

3. Bazar infrastrukturunun etibarlılığının möhkəmləndirilməsi. Bunun üçün, bazarda fəal iştirak edəcək iri bazar oyunçularına ehtiyac vardır.

Araşdırma nəticəsində, səhmlər üzrə törəmə maliyyə alətlərinin formalaşmasının ilkin şərti olaraq səhm bazarının inkişafı müəyyən edilmişdir. Alternativ olaraq, baza aktivi bir emitentin səhmindən ibarət olan tək səhmli törəmə maliyyə alətlərinin və ya digər birjalarda ticarət olunan alətlər üzərindən çarpaz məhsulların yaradılmasına baxıla bilər.

Azərbaycanda **valyuta bazarı** xam neft ixracı nəticəsində daxil olan xarici valyuta axınlarından ciddi asılıdır (Qrafik 2).

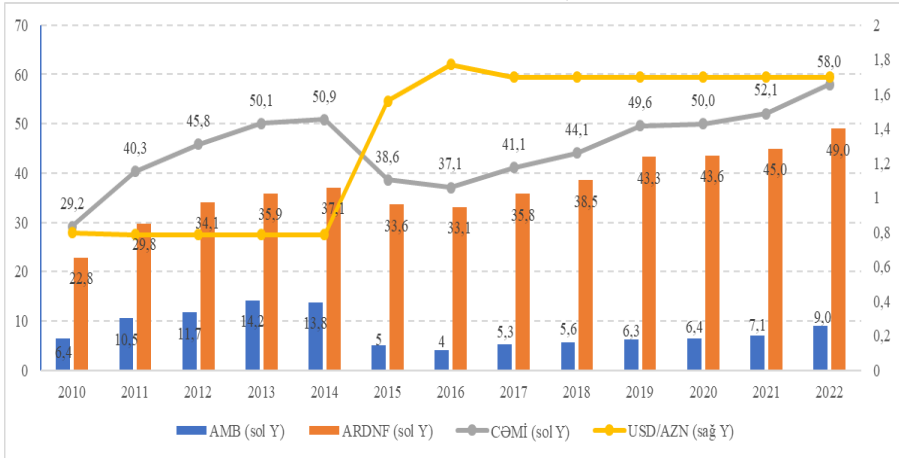
Qrafik 2.
Global neft qiymətləri və manatın məzənnəsi



Mənbə: www.macrotrends.com; www.cbar.az

Aparılmış araşdırma göstərir ki, neft qiymətində baş verən dəyişikliklər manatın məzənnəsinə və bu məzənnəni sabit saxlamaq üçün bufer rolunu oynayan valyuta ehtiyatlarının həcminə birbaşa olaraq təsir edir (Diaqram 2).

Diaqram 2.
2010 – 2022-ci illər üzrə Azərbaycanın valyuta ehtiyatları (mlrd. USD) və USD/AZN məzənnəsi



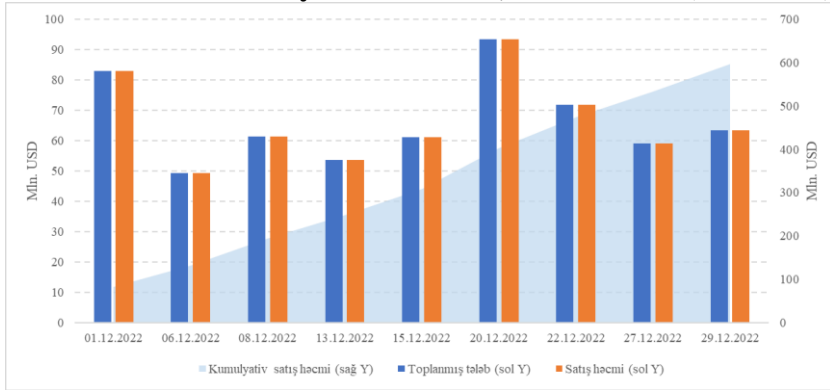
Mənbə: www.macrotrends.com; www.cbar.az

Məzənnənin sabit saxlanılmasında AMB-nin ARDNF-nin iştirakı ilə mütəmadi olaraq təşkil etdiyi valyuta hərraclarının rolu əhəmiyyətlidir. Araşdırmalar nəticəsində məlum olmuşdur ki, hərracların formatına görə ABŞ dolları satışı texniki olaraq istənilən iştirakçı tərəfindən həyata keçirilə bilməsinə baxmayaraq, satışlar AMB və əsasən ARDNF tərəfindən həyata keçirilir. Dolayısıyla, ARDNŞ tərəfindən dövlət büdcəsinə transfer ediləcək məbləğ tranşlar şəklində AMB-nin təşkil etdiyi valyuta hərracları vasitəsi ilə manata konvertasiya edilir.

AMB tərəfindən davamlı olaraq təklifin tam məbləğdə qarşılınması sayəsində bazar iştirakçıları qiymət rəqabətinə qoşulmamış və dolayısıyla məzənnə sabit olaraq qalmışdır. Paralel olaraq, pərakəndə valyuta bazarında volatilliyi azaltmaq məqsədi ilə valyuta mübadiləsinə institusional və funksional məhdudlaşdırmalar tətbiq edilmişdir.

Empirik olaraq, hərraclarla ABŞ dollarına olan tələbin tam qarşılınması USD/AZN valyuta məzənnəsinin 1.7000 göstəricisi üzərində ilə sabit qalmasına səbəb olmuşdur (Diaqram 3).

Diagram 3.
AMB valyuta hərracları, dekabr 2022 (mln. USD)



Mənbə: www.cbar.az

Azərbaycanda spot valyuta bazarı iki müstəvidə formalaşmışdır: nağd pul bazarı və nağdsız pul bazarı. Hər iki bazar birjadan kənar fəaliyyət göstərir və ticarətin mütəşəkkil təşkili üçün institut (valyuta birjası) mövcud deyil.

Azərbaycanda ümumi valyuta ticarəti həcmi mərkəzi bankın hərrac vasitəsi ilə müvəkkil banklara satdığı məbləğ, banklararası xarici valyuta satışları, bankların nağd hesablaşma yolu ilə satdıqları valyuta əməliyyatlarının həcmindən ibarətdir.

Valyuta bazarı dörd əsas iştirakçı qrupu üzərində formalaşmışdır. Birinci qrup iştirakçılar daha çox valyuta mövqeləri üzrə likvidliyin təmin edilməsi və tənzimləyici funksiyaları daşıyan qurumlar (AMB, Dövlət Neft Fondu və Maliyyə Nazirliyi); ikinci qrup iştirakçılar kommersiya bankları; üçüncü qrup investisiya şirkətləri; dördüncü qrup iştirakçılar isə idxal və ixrac şirkətləridir.

Yüksək marjanın olması səbəbiylə banklar tərəfindən Azərbaycanda nisbətən yeni olan valyuta forvardları bazarına maraqla müşahidə edilir. Forvardlar əsasən bankların fərdi müştərilərə valyuta hecinqi məqsədi ilə təklif edilir.

İnvestisiya şirkətləri əsasən nağd pul hesablaşmaları üçün forvard müqavilələri bağlayır, banklararası bazar isə daha çox təchiz edilən forvard əməliyyatları üzərində formalaşmaqdadır. Araşdırmalara əsasən, bağlanmış əqdlərin təqribən 90-95%-i ABŞ dolları üzərindəndir.

Azərbaycanda valyuta üzrə fyuçers bazarı mövcud deyildir.

Banklarla müsahibələr zamanı opsiyonlar üzrə müəyyən fərdi razılaşmaların olduğu bildirilsə də (statistik məlumatların açıqlanması mexanizmi mövcud deyil), əməliyyatların həcmi və sayı baxımından onların sistem əhəmiyyətli olduğunu demək çətindir.

Alternativ olaraq, marja ticarətinin predmeti olan fərq müqavilələri (CFD) bazarı formalaşmışdır. Valyuta üzrə fərq müqavilələri bazar iştirakçıları üçün əlverişli hedcinq aləti olsa da, dövriyyədə faktiki aktivin olmaması səbəbindən, bu bazarın ölkə daxilində valyuta məzənnələrinin formalaşmasına hər hansı bir təsiri yoxdur.

Azərbaycanda törəmə maliyyə aləti olaraq, valyuta svopları ticarət olunur. Ticarət Bloomberg terminalları və ya SWIFT platforması üzərindən banklar arasında ünvanlı formatda həyata keçirilir. Açıq mənbələrdə svop əməliyyatları barədə, o cümlədən AMB-nin müvəkkil banklarla keçirdiyi valyuta svopları barədə rəsmi statistik göstəricilər mövcud deyil. Valyuta məzənnəsinin 2017-ci ilin 2-ci rübündən bəri sabit olması səbəbindən, hal-hazırda hər hansı bir bankın valyuta svopu əməliyyatının keçirilməsinə ehtiyacının olması ehtimalı azdır.

Yuxarıda qeyd edilənləri nəzərə alaraq, o cümlədən araşdırılan Koreya, Türkiyə və Qazaxıstan təcrübələrindən irəli gələrək, Azərbaycanda valyuta əsaslı törəmə maliyyə alətləri bazarının formalaşması şərtlərini aşağıdakı kimi ümumiləşdirmək olar:

- 1-ci addım. Açıq bazar prinsiplərinə söykənən spot valyuta bazarının formalaşdırılması və tənzimlənən üzən valyuta rejiminə tam keçid (əlavə likvidlik mənbələrinin cəlb edilməsi ilə);
- 2-ci addım. Baza aktivləri üzrə istinad qiymətlərinin formalaşması üçün, bazar məlumatlarının açıqlanması mexanizminin yaradılması;
- 3-cü addım. Valyuta bazarının tənzimlənməsi bazasının təkmilləşdirilməsi;
- 4-cü addım. Törəmə maliyyə alətləri ilə birjada ticarət və post-ticarət infrastrukturunun formalaşdırılması.

Valyuta əsaslı törəmə maliyyə alətləri ilə ticarətin aktivləşdirilməsi üçün ilkin şərt, spot valyuta bazarı ilə forvard valyuta bazarları arasında dayanıqlı əlaqənin təmin edilməsidir.

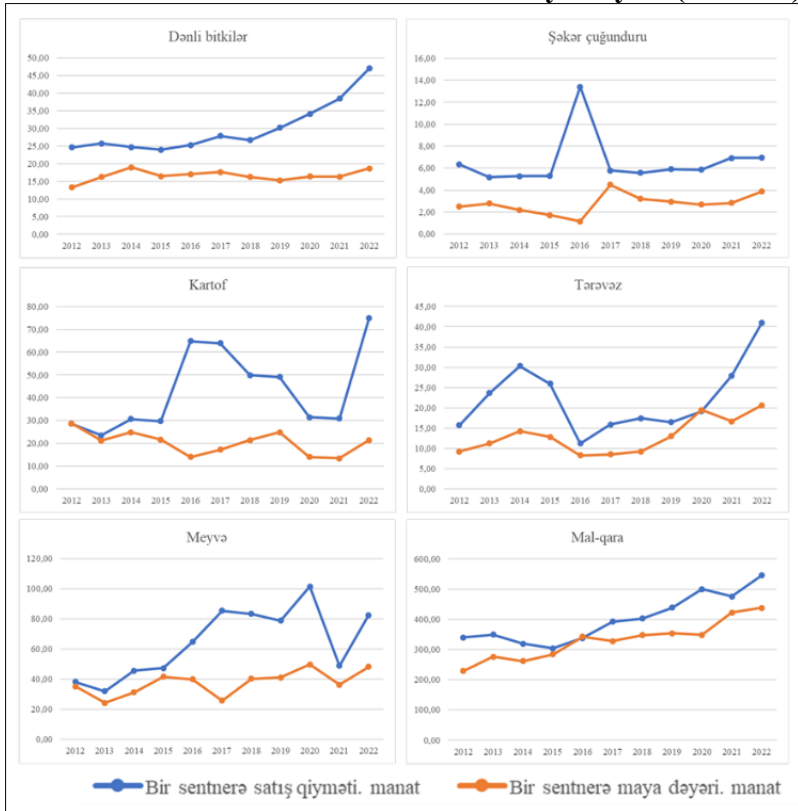
4. Azərbaycanda mütəşəkkil əmtəə bazarının təşkilində törəmə qiymətli kağızlardan istifadə imkanlarının müəyyən edilməsi.

Araşdırma yerli əmtəə bazarına fokuslaşdığından, ticarət oluna biləcək əmtəələr qismində kənd təsərrüfatı məhsulları götürülmüşdür.

Törəmə alətlərin yaradılması istiqamətində spot bazarlarda ədalətli və şəffaf ticarətin təşkili, risklərin idarə edilməsi və maliyyələşmə baxımından ölkədə **mütəşəkkil əmtəə ticarəti** platformasının yaradılması xüsusi əhəmiyyət kəsb edir.

Dövlət Statistika Komitəsinin 2012-2022-ci illər üzrə məlumatlarına əsasən Azərbaycanda, dənli bitkilər istisna olunmaqla, əsas kənd təsərrüfatı məhsulları üzrə satış qiyməti ilə maya dəyəri arasında tərs mütənəsiblik müşahidə olunmuşdur (Qrafik 3).

Qrafik 3. Azərbaycan Respublikasında kənd təsərrüfatı müəssisələri üzrə əsas məhsulların bir sentnerinin satış qiyməti və maya dəyəri (manatla)



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

Neqativ korelyasiya əsasən özünü 2015-ci ildən bəri büruzə vermişdir. Sektorda baş verən islahatlar, o cümlədən innovativ həllər və intensiv istehsalat məhsuldarlığı artırmaqla yanaşı maya dəyərinin azalmasına da təsir etmiş, lakin bu müstəvidə məhsulların qiymətində artım müşahidə edilmişdir. Satış qiymətləri ilə maya dəyəri arasındakı nisbət əsasən yerli fermerlərin xeyrinə, o cümlədən əsas kənd təsərrüfatı məhsullarının istehsalının rentabelliyyəsinə müsbət təsir etsə də, istehlakçı prizmasından ədalətli dəyər formalaşması prinsipləri üzərindən sual doğurur.

Araşdırma aparılmış ölkələrin təcrübəsi göstərir ki, törəmə maliyyə alətlərinin ticarəti üçün mütəşəkkil spot ticarətin təşkili və bu iki bazar arasında sinxronlaşmanın təmin edilməsi xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Öz növbəsində spot ticarətin təşkili üçün əmtələrin fiziki ticarətinin təmin edilməsinə xidmət edən infrastruktur (anbar, logistika, keyfiyyət nəzarət və s.) və mexanizmlər (çəşidləmə standartları, əmtə əsaslı təminat, fiziki hesablaşma və s.) mövcud olmalıdır. Azərbaycanda spot bazarın təşkili üçün Türkiyə, Belarusiya və Özbəkistan, əmtə əsaslı törəmə alətlər bazarının təşkili üçün isə Türkiyə modeli uyğun görünür.

Hüquqi cəhətdən əmtə birjası, “Əmtə birjası haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu”na əsasən müəyyən edilmiş birja qaydaları əsasında əvvəlcədən təyin olunmuş yerdə və vaxtda aşkar kütləvi sövdələşmə şəklində həyata keçirilən topdansatış ticarət bazarını təşkil etmək məqsədi güdən hüquqi və (və ya) fiziki şəxslərin könüllü birliyi əsasında yaradılan hüquqi şəxs statuslu təşkilatdır.

Əmtə əsaslı yerli törəmə alətlərin ticarəti platformasının yaradılması Azərbaycanda maliyyə institutlarında yaranmış sərbəst pul vəsaitləri və kapitalın ənənəvi bank kanallarına alternativ mexanizmlər vasitəsi ilə hərəkətinə təkən verə bilər. İlk mərhələdə daha geniş standartlaşma imkanlarına, istehsal həcminə, qlobal bazara malik olan dənli bitkilər və çərəz üzrə törəmə alətlərin yaradılması nəzərdən keçirilə bilər. Həmçinin, qlobal istehsal həcmi ilə müqayisədə, xarici törəmə alətlər bazarına çıxışı olmayan, xırda məhsul istehsalçılarının üzləşdiyi bazar risklərinə qarşı yerli sığorta aləti formalaşmış olacaqdır (Braziliya, Hindistan, Çin, Cənubi Afrika ölkələri təcrübəsi). Lakin, törəmə alətlərin yaradılması üçün istinad oluna biləcək mütəşəkkil spot bazarın (o cümlədən, anbar şəhadətnaməsi mexanizminin) mövcudluğu şərtidir. Bu səbəbdən

tənzimləyici mexanizmlərin və zəruri institutların yaradılmasına dövlət dəstəyinin olması xüsusi əhəmiyyət kəsb edir.

Əmtəə əsaslı törəmə alətlərin bazası olan spot bazar əmtəələri üzrə ticarətin təşkili standartlaşdırma, saxlanılma, çatdırılma, keyfiyyətə nəzarət, təminat kimi problemlərin həllini tələb edir. Bu məqsədlə təcrübədə anbar kağızı sistemindən istifadə edilir.

5. ABŞ və Avropa Birliyi təcrübələrinə əsasən törəmə qiymətli kağızlar bazarının tənzimlənməsi problemlərinin üzrə çıxarılması.

Maliyyə bazarlarının tənzimlənməsinin yumşaldıldığı dövrlərdə, paralel olaraq formalaşan sistem riskləri fonunda maliyyə böhranı üçün zəmin yaranır.

Törəmə maliyyə alətləri bazarında şəffaflığın artırılması və bazarın effektiv fəaliyyət göstərməsinin tənzimlənməsi istiqamətində aşağıdakı müddəalar üzrə qlobal müstəvidə debatlar davam edir:

- 2009-cu ildə Pitsburqda G20 Sammitində qəbul edilmiş əvvəlki qərarlara uyğun olaraq, birjadan kənar müqavilələrin qeydiyyatı üçün ticarət depozitarının yaradılması;
- Əmtəələr üzrə fyuçers müqavilələrində spekulyativ mövqe məhdudiyətlərindən istifadə edilməsi;
- Volatilliyi azaltmaq üçün gündəlik qiymət dəyişiklikləri üzrə maksimum limitlərin tətbiqi;
- Bazarda manipulyasiya imkanlarını məhdudlaşdırmaq üçün qeyri-kommersiya qurumları tərəfindən çatdırılma anbarlarında saxlanılan ehtiyatların həcminə məhdudiyətlərin tətbiq edilməsi;
- Tənzimləmə predmetinə böyük həcmli və yüksək tezlikli ticarət əməliyyatları üzrə müddələrin daxil edilməsi;
- Tənzimləyici arbitrajın və iştirakçıların digər bazarlara axınının qarşısını almaq məqsədi ilə, yeni tənzimləyici müddələrin bütün birjalar və ölkələr tərəfindən bərabər mənimsənilməsinə nail olmaq.

Avropa Birliyi maliyyə bazarları qanunvericiliyi iki əsas tənzimləyici sütun üzərində qurulmuşdur: Avropa Bazarları və İnfrastruktur Tənzimlənməsi (EMIR) və Maliyyə Alətlərindəki Bazarlar Direktivi (MiFID). Bundan əlavə olaraq, araşdırmada son iki yeni qanunvericilik sənədi də nəzərdən keçirilmişdir: Maliyyə Alətlərindəki

Bazarlar Direktivi II (MiFID II) və onun əlavəsi olan Maliyyə Alətləri Bazarları Tənzimlənməsi (MiFIR) sənədi.

ABŞ maliyyə bazarları qanunvericiliyi əsasən Dodd-Frank Vol-Strit İslahatları və İstehlakçıların Qorunması Qanunu (Dodd-Frank və ya Vol-Strit islahatları) üzərində qurulmuşdur.

Hər iki tənzimləyici istiqamət üzrə müddəaları aşağıdakı kimi ümumiləşdirmək olar:

Avropa Birliyi qanunvericiliyi	ABŞ qanunvericiliyi
<ul style="list-style-type: none"> • Aİ-də və ya üçüncü ölkələrdə birjadan kənar ticarət olunan törəmə maliyyə alətlərinin mütəşəkkil ticarət platformalarında (birjalar/tənzimlənən bazarlar) məcburi ticarəti; • Birjadan kənar törəmə maliyyə alətləri üzrə mərkəzləşmiş kliring tələbi; • Ticarət əməliyyatları barədə məlumatların ictimaiyyətə açıqlanması; • Ticarət məlumatlarının nəzarət və tənzimləyici orqana açıqlanması; • Rəqabəti təmin etmək məqsədi ilə, ticarətin təşkili və kliring xidmətləri göstərən qurumlar arasındakı sərhədlərin aradan qaldırılması; • Maliyyə alətləri və törəmə maliyyə alətləri üzrə mövqelərə dair xüsusi nəzarət tədbirləri. 	<ul style="list-style-type: none"> • Maliyyə sabitliyi. İstehlak kreditlərinin verilməsi və əmanətlərin qorunması məqsədi ilə bankların daha güclü kapitallaşması və ənənəvi bank fəaliyyətinə daha çox fokuslaşmanı tələbləri. • Maliyyə bazarlarında şəffaflyq. • Törəmə maliyyə alətlərinin, standartlaşdırılaraq mərkəzləşdirilmiş kliring sistemləri və müvafiq marja mexanizmlərinin mövcud olduğu birjalar və ya ticarət platformaları üzərindən şəffaf şəkildə ticarət olunması. • İstehlakçıların qorunması. • Daha sərt kreditləşmə şərtləri, istehlakçılara maliyyə zərəri vura biləcək potensial riskli maliyyə məhsulları və xidmətlərin tənzimlənməsi.

Ümumilikdə, COVID-19 pandemiyasının qlobal maliyyə bazarlarının normal fəaliyyətini pozması və mərkəzi bankların zəruri likvidliyin təmin edilməsi məqsədi ilə maliyyə bazarlarına etdikləri müdaxilələr səbəbindən tənzimləyici islahatların tətbiqinin böyük bir hissəsi 2020-ci ilin birinci yarısına təsadüf etmişdir. Bu dövəndə törəmə alətlər bazarı nağd pul bazarı ilə birgə volatillik və likvidlik təzyiqlərinə məruz qalsalar da, dərc edilmiş araşdırmalarda meydana çıxan hər hansı ciddi problem barədə məlumatlara rast gəlinmir.

Törəmə alətlər üzrə tənzimləyici çərçivələrin dəyişməsi müstəvisində hal-hazırda iri qlobal bazarlarda aşağıdakı tendensiyalar müşahidə edilməkdədir:

- Mərkəzləşmiş klirinqin geniş vüsət alması;
- Klirinqdən keçməyən törəmə alətlər üzrə marja tələbi həddinin yüksəlməsi;
- Kapital ehtiyatlarının artması;
- Xüsusi ticarət platformalarına keçid;
- Ticarət məlumatlarının açıqlanması və şəffaflyq.

6. Törəmə qiymətli kağızlar bazarının iqtisadi inkişafa təsiri istiqamətlərinin müəyyən edilməsi.

Törəmə alətlər bazarı və iqtisadi artım arasında olan əlaqənin araşdırılması üzrə əldə edilmiş nəticələri iki hissəyə ayırmaq olar: 1) törəmə alətlər bazarının inkişafı ilə iqtisadi artım arasında pozitiv korrelyasiya müşahidələri və 2) azalan və ya sıfır korrelyasiya müşahidələri. Burada, pozitiv korrelyasiyanın müşahidə edildiyi ölkələr, əsasən inkişaf etməkdə olan ölkələrdir.

Effektiv ticarət, tənzimləmə və nəzarəti təmin etmək məqsədi ilə bazar qiymətlərinin mütəmadi izlənilməsi və məlumat əlçatanlığı təmin edilməlidir. Bu məlumatlar birjalarda mövcud olsa da, birjadan kənar bazarlardan analoji məlumatların əldə edilməsi mümkün deyil. Təcrübədə törəmə maliyyə alətləri üzrə birja və birjadan kənar bazarların hər ikisi üçün tənzimləyici çərçivələrin müəyyən edilməsi əsasən maliyyə bazarına nəzarət orqanları tərəfindən həyata keçirilir.

Törəmə maliyyə alətləri bazarlarının müvəffəqiyyəti, standartlaşdırılmış pul bazarı, baza aktivi ilə ticarət etmək istəyən kifayət qədər hedcinq və spekulyativ oyunçunun olması, mütərəqqi işləyən

maliyyə sistemi və funksional hüquqi bazanın olması kimi amillərdən asılıdır. Bu istiqamətdə spot bazarı risklərindən mühafizə olunan törəmə maliyyə alətinin tərtib edilməsi perspektivli görünür.

Uğurlu fəaliyyət göstərən törəmə maliyyə alətləri bazarı şirkətlər tərəfindən risklərin səmərəli bölüşdürməsi sayəsində daha yüksək riskli layihələr həyata keçirmələrinə və nəticədə iqtisadi artıma təkan verir. Eyni zamanda, iqtisadi subyektlər o cümlədən, investorlar, istehlakçılar və istehsalçılar, tarazlaşdırılmış qiymətləri özündə əks etdirən törəmə maliyyə alətləri bazarını müvafiq əməliyyatların həyata keçirilməsi zamanı istinad mənbəyi olaraq istifadə edə bilirlər ki, bu da öz növbəsində iqtisadi artıma müsbət təsir göstərə bilər.

Törəmə maliyyə alətləri və iqtisadi artım arasındakı əlaqənin araşdırılması üzrə aşağıdakı ümumiləşdirici nəticələr əldə edilmişdir:

1. Törəmə alətlərin istifadəsi, statistik olaraq daha çox investisiya və ticarət münasibətlərinin inkişafı ilə əlaqəlidir.

2. İnkişaf etməkdə olan ölkələr üzrə, törəmə alətlər bazarının inkişafı uzunmüddətli perspektivdə iqtisadi artıma müsbət təsir göstərir.

3. İqtisadi inkişafın müəyyən həddindən sonra, törəmə alətlər bazarında olan gəlirlilik azalan xətt üzrə hərəkət edir.

7. Törəmə qiymətli kağızların vergiyə cəlb edilməsinin problemlərinin aşkar edilməsi.

Bir çox ölkələrin təcrübəsində törəmə alətlərin vergiyə cəlb edilməsi üzrə vergi qanunvericiliyində xüsusi müddəalar nəzərdə tutulmadığından, ümumi vergi prinsipləri tətbiq edilir. Bu zaman əsas problem vergiyə cəlb ediləcək gəlir, mənfəət və ya zərərin müəyyən edilməsidir. Digər məsələ ticarət gəlirinin və ümumi mənfəətin bir-birindən fərqləndirilməsidir.

Azərbaycan Respublikasının vergi qanunvericiliyinə görə qiymətli kağızlardan əldə edilən gəlirlər satışdan kənar gəlirlər hesab edilir və bundan irəli gələrək müvafiq vergiyə cəlb edilir. Bundan irəli gələrək, Azərbaycan Respublikasının vergi qanunvericiliyin təhlili onu göstərir ki, həm hüquqi, həm də fiziki şəxslər tərəfindən törəmə alətlərin ticarətindən əldə edilən gəlir (mənfəət) ümumi prinsiplər nəzərə alınmaqla vergi tutma predmeti hesab edilir.

Azərbaycan Respublikasının vergi qanunvericiliyi ilə maliyyə xidmətləri hesab edilən törəmə maliyyə vasitələri ilə əməliyyatlardan

əlavə dəyər vergisi (ƏDV) tutulmur. Lakin, törəmə alətlərin baza aktivi hesab edilən qiymətli kağızlar o cümlədən, səhmlər və əmtəələrin (ƏDV-dən azadolma halları istisna olmaqla) tədavülü ilə bağlı əməliyyatlar maliyyə xidmətlərinə aid olmadığından, ƏDV predmeti hesab edilir.

Buradan belə nəticəyə gəlmək olar ki, baza aktivinin özünün ticarəti zamanı ƏDV tətbiq edildiyi halda, həmin baza aktivi üzrə törəmə maliyyə alətinin ticarəti zamanı ƏDV tətbiq edilmir. Belə bir hal ticarət iştirakçıları üçün müəyyən qədər stimullaşdırıcı təsirə malik olsa da, fiskal siyasət baxımından vergidən yayınma halı yaratdığı üçün boşluq olaraq qiymətləndirilə bilər. Məsələn, fyuçers bazarında çatdırılma nəzərdə tutularsa, faktiki olaraq gələcək dövr üçün bağlanmış alqı-satqı əqdi vergidən azad olmuş olacaq.

Qeyd edilənləri nəzərə alaraq, törəmə maliyyə alətinin baza aktivi ilə, bu törəmə maliyyə alətinin özünə tətbiq edilən vergi yanaşmasının bir-birini tamamlaması və harmonizasiyası vergi siyasətində xüsusi əhəmiyyət kəsb etməlidir.

ƏSAS NƏTİCƏLƏR

Əldə edilmiş elmi qənaətlərə əsasən, uğurlu törəmə maliyyə alətləri bazarının təşkili ilk növbədə, inkişaf etmiş və dayanıqlı spot bazarlara əsaslanır. Törəmə maliyyə alətinin xüsusiyyətləri, baza aktivinin xüsusiyyətlərindən asılı olaraq dəyişir. Spot bazarın olmadığı nümunələrdə, törəmə alətlərdən adətən spekulyativ məqsədlərlə istifadə edilir ki, bu da makro-iqtisadi inkişaf müstəvisində bir o qədər rol oynamır.

Qlobal olaraq, törəmə maliyyə alətlərinin iqtisadi inkişafa verdiyi töhfəni nəzərə alaraq, Azərbaycanda bu bazarın mütəşəkkil qaydada foralaşması və inkişafına dair araşdırma nəticələri milli iqtisadiyyat elmi qarşısında yeni çağırışlar formalaşdırır. Xüsusən, tələb-təklif əsaslı mütəşəkkil spot bazarlara söykənən əmtəə əsaslı fyuçerslərin və valyuta opsiyonlarının tətbiqi elmi və praktiki cəhətdən özünü doğruldur.

Araşdırmanın nəticəsi olaraq əldə edilmiş elmi qənaətə əsasən, ölkədə törəmə maliyyə alətinin baza aktivinin ticarət olunduğu bazar zəif inkişaf etdikdə, bu alətin yaradılması çətinləşir. Eyni zamanda, spot bazarların, məsələn Azərbaycanda əmtəə bazarının, və ya kapital bazarının dinamik inkişafını təmin etmək və əlavə investisiya cəlbə üçün hecinq aləti qismində törəmə maliyyə alətlərinin tətbiqi əhəmiyyətlidir. Nəzəri olaraq, spot valyuta bazarı maliyyə bazarları üzərindən iqtisadi inkişaf üçün istinad nöqtəsi olduğundan, onun inkişafı bütün hallarda törəmə alətlərin inkişafı üçün zəmin yaradır.

Qeyd edilənləri nəzərə alaraq, törəmə maliyyə alətlərinin tətbiqi bu alətinin ticarət olunduğu kapital bazarı ilə yanaşı, onun baza aktivinin ticarət olunduğu spot bazarların (əmtəə bazarı, qiymətli kağızlar bazarı, pul bazarı və s.) tətbiqini və fundamental həll yollarının məhz spot bazarlarda axtarılmasını elmi cəhətdən ön plana çəkir.

1. Qlobal müstəvidə törəmə maliyyə alətlərinin əsas istifadə məqsədlərini bazar qeyri-müəyyənliyi ilə bağlı risklərdən sığortalanma (hedcinq), gələcək pul axınlarına bağlı davamlı maliyyələşmənin təmin edilməsi və spekulyativ fonda mənfəətin əldə edilməsi olaraq ümumiləşdirmək olar;

2. Törəmə maliyyə alətinin özünün ticarət olunduğu bazardan əlavə olaraq, baza aktivinin ticarət olunduğu bazarla əlaqəli olması, nəzarət və

tənzimləmə mexanizmlərinin daha mürəkkəb və əhatəli olmasını tələb edir;

3. Uğurlu törəmə maliyyə alətləri bazarının təşkili ilk növbədə, inkişaf etmiş və dayanıqlı spot bazarlara əsaslanır;

4. Törəmə maliyyə alətinin xüsusiyyətləri, baza aktivinin xüsusiyyətlərindən asılı olaraq dəyişir. Spot bazarın olmadığı nümunələrdə, törəmə alətlərdən adətən spekulyativ məqsədlərlə istifadə edilir ki, bu da makro-iqtisadi inkişaf müstəvisində əhəmiyyətli rol oynamır;

5. Azərbaycanda valyuta bazarının tam liberallaşmaması, səhm bazarının isə dayaz olması qeyd edilən baza aktivləri üzrə törəmə maliyyə alətlərinin yaradılması üçün fundamental əsas formalaşdırma bilmir. Araşdırma nəticəsində aşağıdakı istiqamətlər üzrə problemlərin həllinin zəruriliyi qənaətinə gəlinir:

- Səhm bazarında təklifin stimullaşdırılması - dövlət investisiyalı müəssisələrin kapital bazarları üzərindən özəlləşdirilməsi, emitentlərin bazara daxil olmasını əngəlləyən təşkilati problemlərin aradan qaldırılması, açıq səhmdar cəmiyyəti konsepsiyasının de-fakto tətbiqi, vergi güzəştlərinin tətbiq edilməsi)
- Tələbin stimullaşdırılması - istinad faiz dərəcələrinin formalaşdırılması, xarici investorların cəlb edilməsi, vergi güzəştlərinin tətbiqi, şirkətlərin məcburi kapital ehtiyatlarının idarə olunmasına dair tələblərdə ali listing tələbləri üzrə listingdən keçmiş qiymətli kağızlardan ibarət portfelin digər qiymətli kağız portfəllərindən diferensiasiya edilməsi, institusional investor təbəqəsinin formalaşdırılması),
- Qabaqcıl infrastrukturun formalaşdırılması və institutlaşmanın tamamlanması - investisiya şirkəti müştərilərinin kapital bazarlarına bilavasitə çıxışı imkanın yaradılması, açıq bazar prinsiplərinə söykənən spot və törəmə pul bazarı alətlərinin yaradılması, dayanıqlı və ticarətin fasiləsizliyini təmin edəcək hesablaşma/klining və zəmanət mexanizmin yaradılması, müstəqil reyting agentliklərinin yaradılması, kiçik və orta sahibkarlar üçün bazara çıxış və yerli kapital bazarlarından maliyyələşmə mexanizminin yaradılması.

6. Azərbaycanda aqrar sahənin cari inkişafı səviyyəsi, tələb edilən infrastrukturun təşkili və institutlaşmanın təmin edilməsi şərti ilə, bu

istiqamətdə törəmə maliyyə alətlərinin yaradılması imkanlarını mövcuddur. Əmtəə əsaslı törəmə alətlərin ticarətinin təşkili üçün mütləq institutlar olan anbar sistemi (anbar kağızının buraxılması və qeydiyyatı), əmtəə birjası (spot ticarətin təşkili), hesablaşma-klirinq evi fəaliyyəti təşkil edilməlidir. Bu sahədə dövlət-özəl əməkdaşlığı prinsipləri əsas götürülməklə dövlətin dəstəyi mütləq vacib hesab edilir;

7. Azərbaycanca mərkəzləşmiş anbar kağızı sisteminin tətbiqi əmtəə, xüsusən kənd təsərrüfatı məhsullarının ticarətini asanlaşdırmaq və alternativ maliyyələşmə mexanizmi yaratmaqla yanaşı əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətlərinin yaradılması üçün vacib şərt olan istinad qiymət dərəcəsi və təminat bazası formalaşdırıla bilər;

8. Törəmə maliyyə alətinin baza aktivləri ilə, bu törəmə maliyyə alətinin özünə tətbiq edilən vergi yanaşmasının bir-birini tamamlaması və harmonizasiyası vergi siyasətinin tərkib hissəsi olmalıdır;

9. Kapital bazarları inkişaf etməkdə olan ölkələrdə törəmə maliyyə alətlərinin yaradılması sahəsində dövlətin rolu daha çox sistemin çərçivələrinin müəyyən edilməsi, ilkin təkanverici, sonrakı mərhələlərdə isə bazarın qorunması mexanizmlərinin tətbiqi ilə müşayiət olunmalıdır.

Dissertasiya materialları üzrə aşağıdakı elmi əsərlər çap edilmişdir:

- 1. V.F.Namazov.** Yeni erada maliyyə alətlərinin ticarət infrastrukturunu. XXI əsrdə dünya elminin inteqrasiya prosesləri, Gənclərin beynəlxalq elmi forumu, 10-14 oktyabr 2016, AMEA Gənc alimlər və mütəxəssislər şurası, Gəncə, s.248-249
- 2. В.Ф.Намазов.** Торговая инфраструктура современного финансового рынка: Торговля деривативами. III Международная научно-практическая конференция «Управление инновационными и инвестиционными процессами и изменениями в условиях цифровой экономики», Санкт-Петербургский Государственный Экономический Университет, 27-28 октября 2020 года, с.171-176
- 3. V.F.Namazov.** Anbar kağızı sisteminin tətbiqinin əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətləri bazarının formalaşmasında rolu. İPƏK YOLU, Azərbaycan Universiteti, №4, 2020, s.36-43

4. **V.F.Namazov.** Törəmə maliyyə alətləri bazarı: Azərbaycanda kənd təsərrüfatı məhsulları üzrə mütəşəkkil əmtəə ticarətinin təşkilinin yaratdığı imkanlar. Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin elmi xəbərləri, Azərbaycan Dövlət İqtisad Universiteti, №8 (8), oktyabr-dekabr 2020, s.38-48
5. **V.F.Namazov.** Müasir maliyyə bazarlarının ticarət infrastrukturunun əsas inkişaf istiqamətləri: törəmə maliyyə alətləri üzrə ticarət. Audit jurnalı, Bakı Biznes Universiteti, №3 (29), 2020, s. 74-83.
6. **V.F.Namazov.** Azərbaycanda əmtəələr üzrə törəmə maliyyə alətləri bazarının təşkilinin fundamental əsasları. Kənd təsərrüfatının iqtisadiyyatı, Azərbaycan Respublikası Kənd Təsərrüfatı Nazirliyinin Aqrar Tədqiqatlar Mərkəzi, № 3 (33), 2020, s.100-110
7. **V.F.Namazov.** Azərbaycanda əmtəə əsaslı törəmə maliyyə alətləri ticarətinin regional inkişafa təsiri. “Regional inkişafın təmin olunmasında innovativ tendensiyalar: reallıqlar və müasir çağırışlar” mövzusunda Respublika elmi konfransı, Mingəçevir Dövlət Universiteti, 11-12 dekabr 2020-ci il, s.301-305
8. **V.F.Namazov.** Yeni dönmədə maliyyə alətlərinin ticarət infrastrukturunu: Törəmə maliyyə alətləri bazarı. Gənc tədqiqatçı, AMEA Gənc alimlər və mütəxəssislər şurası, № 4 (2), 2020, s.159-164
9. **В.Ф.Намазов.** Торговля структурированными финансовыми продуктами та перспективи її впровадження в нових економіках. Економіка і прогнозування, Інститут економіки та прогнозування НАН України, № 4, 2020, с.122-136
10. **V.F.Namazov.** Structured financial products trading and its implementation perspectives in emerging economies. Economy and forecasting, Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Sciences of Ukraine, 2020, No 4, p.116-129
11. **V.F.Namazov.** Structured Financing Products as an Alternative to the Traditional Financing. Information and Innovations, International Centre for Scientific and Technical Information (ICSTI), Moscow, No.16 (1), 2021, p.23-28
12. **Z.F.Mamedov, V.F.Namazov, E.N. Valiev.** Financial market of Azerbaijan: New challenges, opportunities and prospects. “65th International Scientific Conference on Economic and Social

Development”, Varazdin Development and Entrepreneurship Agency and University North, 19 February, 2021, p.76-83

13. V.F.Namazov. Azərbaycanın valyuta bazarı və valyuta əsaslı törəmə maliyyə alətlərinin yaradılması imkanları. “Heydər Əliyev və Azərbaycanda iqtisadi islahatlar: nəticələr və perspektivlər” mövzusunda Ümummilli Lider Heydər Əliyevin anadan olmasının 98-ci ildönümünə həsr olunmuş Respublika elmi-praktiki konfrans, UNEC, Bakı, 6 may 2021-ci il, s.221-230

14. З.Ф.Мамедов, В.Ф.Намазов. Финансовый рынок Азербайджана: новые тренды и перспективы. Финансы и кредит, №5(809), 2021, с.1074–1092



Dissertasiyanın müdafiəsi “28” fevral 2024-cü il tarixdə saat 15:00-da Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin nəzdində fəaliyyət göstərən ED 2.10 Dissertasiya şurasının iclasında keçiriləcək.

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

Dissertasiya ilə Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin kitabxanasında tanış olmaq mümkündür.

Avtoreferatın elektron versiyaları Ali Attestasiya Komissiyasının və Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin rəsmi internet saytında yerləşdirilmişdir.

Avtoreferat “26” yanvar 2024-cü il tarixində zəruri ünvanlara göndərilmişdir.

Çapa imzalanıb: 24.01.2024.
Kağızın formatı: 60x84 ¹/₁₆.
Həcmi 1 ç.v. (40207 işarə)
Tiraj 100.

*“AA – Poliqraf” istehsalat-kommersiya birliyində
hazır diopozitivlərdən istifadə olunmaqla çap edilmişdir.
Əlaqə üçün: capevi@internet.ru / (+99455) 201-2809*