

**AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ
AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ**

Əlyazması hüququnda

ELÇİN ADİL OĞLU RZAYEV

**BAZAR MÜNASİBƏTLƏRİ ŞƏRAİTİNDƏ AZƏRBAYCANDA
SƏHMDAR KAPİTALIN FORMALAŞMASININ
TƏŞKİLATI-İQTİSADI MEXANİZMİNİN
TƏKMİLLƏŞDİRİLMƏSİ**

İxtisas: 5301.01-“Daxili fiskal siyasət və dövlət maliyyəsi”

*İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi
almaq üçün təqdim olunmuş dissertasiyanın*

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

BAKI - 2014

Dissertasiya işi Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin “Maliyyə” kafedrasında yerinə yetirilmişdir

Elmi rəhbər: **İqtisad elmləri doktoru, professor**
Damət Abbas oğlu Bağirov

Rəsmi opponentlər: **İqtisad elmləri doktoru, professor**
Arif Şəkərəli oğlu Şəkərəliyev

İqtisad üzrə fəlsəfə doktoru
Ramil Sabir oğlu Hacıyev

Aparıcı təşkilat: Azərbaycan Respublikası
İqtisadiyyat və Sənaye
Nazirliyinin İqtisadi İslahatlar
Elmi-Tədqiqat İnstitutu

Dissertasiya işinin müdafiəsi “03” dekabr 2014-ci il tarixdə saat 14⁰⁰-da Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetində iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru elmi dərəcəsi almaq üçün D 02.051 dissertasiya şurasının iclasında keçiriləcəkdir.

Ünvan : AZ 1001, Bakı şəhəri, İstiqlaliyyət küçəsi 6, Azərbaycan Dövlət İqtisad Universiteti.

Dissertasiya ilə Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin kitabxasında tanış olmaq olar.

Avtoreferat «31» oktyabr 2014-ci il tarixdə göndərilmişdir.

Dissertasiya şurasının elmi katibi,
İqtisad elmləri namizədi

dos. Z.İ.Mustafayeva

İŞİN ÜMUMİ XARAKTERİSTİKASI

Mövzunun aktuallığı. Keçən əsrin sonları korporativ idarəetmənin inkişafı sahəsində görünməmiş fəallıqla səciyyələnirdi. Belə fəallaşmanın əsasında iyirminci əsrin son onilliyi ərzində baş verən texnoloji və iqtisadi dəyişikliklər dururdu. Daha böyük fəallıq neft-qaz sektoru, kimya, avtomobil və əczaçılıq sənayesi, bank və telekommunikasiya sektorları, energetika üçün səciyyəvi idi.

Səhmdar cəmiyyətlərin aşağı kapitallaşma səviyyəsi maliyyə bazarının əsas problemlərindən biri olaraq qalır. Bu isə, nəticə etibarilə, bazarın investisiya fəallığını məhdudlaşdırır, səhmlər üzrə əməliyyatların həcmi azaldır və peşəkar iştirakçıların fond bazarındakı əməliyyatlara marağını itirir. Belə halların aradan qaldırılması üçün səhmdar kapitalın formalaşması və inkişafının müasir tələblərə cavab verən səmərəli konseptual istiqamətləri müəyyənləşdirilməlidir. Bütün bunlar isə istər özəlləşdirmə prosesində, istərsə də təkrar bazarda səhmdar kapitalın formalaşmasının müasir iqtisadi mexanizminin işlənilib hazırlanmasını tələb edir.

Digər tərəfdən, ölkəmizdə aparılan məqsədyönlü iqtisadi siyasət nəticəsində ÜDM-in artımı özünün ən yüksək səviyyəsinə çatmış, sənaye istehsalı göstəriciləri xeyli yaxşılaşmış və ölkənin qızıl-valyuta ehtiyatları ilə xeyli zənginləşməsi baş vermişdir. Dövri olaraq neftə yüksək tələbat, dünyada neftin qiymətlərinin artması Azərbaycanın maliyyə sisteminin tarazlaşmasına imkan vermişdir. Korporativ idarəetmə yeni səhmdarlar cəlb etmək istəyən banklar üçün də prinsiplial məsələyə çevrilmişdir. Eyni zamanda, investorların risk dərəcəsini azaltmaqla yanaşı şirkətlərin səhmdar kapitalının dəyərini də çoxaltmağa imkan verir. Belə bir şəraitdə istənilən halda səhmdar kapitalın bazar dəyərinin düzgün müəyyən edilməsi üçün beynəlxalq standartlara cavab verən səmərəli metodlardan istifadə olunması zəruriyyəti meydana çıxır. Bütün bunlar bir daha respublikamızda səhmdar kapitalın formalaşmasının yeni iqtisadi mexanizminin təkmilləşdirilməsinə dair müvafiq təklif və tövsiyələrin işlənilib hazırlanmasını zəruri edir.

Problemin öyrənilmə səviyyəsi. Dünya iqtisadi ədəbiyyatda kapitalın davam etməkdə olan təmərküzləşməsi və mərkəzləşməsinə, eləcə də şirkətin fəaliyyətinin artan qloballaşmasını, milli bazara çıxışın liberallaşdırılmasını əks etdirən səhmdar kapitalın formalaşması proseslərinin fəallaşmasına xeyli sayda işlər həsr olunmuşdur. Onlar öz əksini

iqtisadi nəzəriyyə klassiklərinin, məsələn, A.Smitin, D.Rikardonun, K.Marksın əsərlərində, müasir görkəmli iqtisadçılardan P.Samuelsonun, M.Fridmenin, F.Xayekin, C.Xiksin və bir çox digər müəlliflərin tədqiqat işlərində tapmışdır. Respublikanın iqtisadçı alimlərindən Z.Ə. Səmədzadənin, Ə.C.Muradovun, D.A.Bağirovun, Ə.İ.Bayramovun, M.X.Həsənlinin, A.Ş.Şəkəraliyevin, T.Ə.Quliyevin, Z.F.Məmmədovun, Y.A.Kəlbiyevin, B.A.Xankişiyevin, Q.N.Manafovun, Ü.Q.Əliyevin, E.M. Sadıqovun, Ş.Ə.Abdullayevin, Ş.Ş.Bədəlovun, A.H.Abbasovun, R.S.Hacıyevin və başqalarının əsərlərində səhmdar kapitalın formalaşması və inkişafına dair bir çox nəzəri və praktiki məsələlərə diqqət yetirilmişdir.

Bu problemin ayrı-ayrı aspektləri Alfred Rappaportun, Xeyes Semyuelin, R.Breylinin, S.Mayerin, P.Şennonun, M.M. Aqarkovun, N.Q.Antonovun, A.M.Babaşkinanın, E.F.Jukovun, V.İ.Kolesnikovun, V.A.Qalanovun, V.V.Kovalyovun və başqalarının tədqiqat obyektinə olmuşdur.

Səhmdar kapitalın bazar dəyərinin formalaşmasının hazırkı şəraitdə mühüm əhəmiyyət kəsb etməsinə baxmayaraq bu problem hələ də metodoloji və iqtisadi baxımdan kompleks şəkildə tədqiq edilib öyrənilməmişdir. İqtisadi inteqrasiya şəraitində korporativ idarəetmə ilə bağlı problemin kifayət dərəcədə öyrənilməməsi, səhmdar kapitalın formalaşmasının müasir metodlarına, eləcə də onun çevik iqtisadi mexanizminə tələbat dissertasiyanın seçilmiş mövzusunun aktuallığını şərtləndirir.

Azərbaycanın qiymətli kağızlar bazarında bazar dəyərinin qiymətləndirilməsi, hazırda hakim mövqeyə malik amillər nəzərə alınmaqla problemin aktuallığı tədqiqat üçün mövzu seçimini, məqsəd və vəzifələrin xülasəsini müəyyən etdi.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri. Tədqiqatın məqsədi bazar münasibətləri şəraitində səhmdar kapitalın formalaşmasına aid nəzəri-metodoloji məsələləri, onun hazırkı xüsusiyyətlərini, habelə xarici ölkələrin təcrübəsində səhmdar kapitalın bazar dəyərinin müəyyən edilməsinin müasir metodlarını və təşkilati-hüquqi bazasını dərinlən öyrənilib ümumiləşdirmək əsasında səhmdar kapitalın formalaşmasının təşkilati-iqtisadi mexanizminin təkmilləşdirilməsinə dair elmi cəhətdən əsaslandırılmış təkliflər işləyib hazırlamaqdan ibarətdir.

Qarşıya qoyulmuş məqsədə çatmaq üçün aşağıdakı vəzifələr nəzərdə tutulmuşdur:

- Ölkə iqtisadiyyatında korporativ idarəetmə strukturlarının formalaşması prosesinin qanunauyğunluq və xüsusiyyətlərinin öyrənilməsi;

- fond bazarında mülkiyyətin səhmdar cəmiyyət formasının qurulması mərhələlərinin və onun reallaşdırılması iqtisadi mexanizminin müəyyən edilməsi;

- iqtisadiyyatın struktur cəhətdən yenidən qurulmasında səhmdar kapitalın qiymətləndirilməsi zəruriliyinin tədqiqi;

- Azərbaycanda və xaricdə səhmdar kapitalın formalaşması və inkişaf meyillərinin, bu proseslərin dinamikasına təsir edən əsas amillərin təhlili;

- səhmdar kapitalın formalaşmasının forma və metodlarının öyrənilməsi, eləcə də onların iqtisadi cəhətdən məqsədəuyğunluğunun əsaslandırılması;

- real dəyər əsasında səhmdar kapitalın qiymətləndirilməsinə yeni yanaşmaların və onların tətbiqi sferasının müəyyən edilməsi.

Tədqiqatın predmeti və obyektı. Tədqiqatın predmeti respublikamızda səhmdar kapitalın formalaşması və inkişafı prosesində meydana çıxan iqtisadi münasibətlərdir.

Dissertasiya işinin tədqiqat obyektı isə Azərbaycanda səhmdar kapitalın formalaşmasının maliyyə mexanizmlərinin iqtisadi sistemidir.

Tədqiqatın nəzəri-metodoloji əsasları. Tədqiqatın nəzəri-metodoloji əsaslarını mövcud iqtisadi nəzəriyyələr, dünya və ölkə iqtisadçı alimlərinin əsərləri, ölkəmizdə bu barədə qəbul edilən qanun və qərarlar, səhmdar kapital ilə bağlı normativ-hüquqi sənədlər təşkil edir.

Tədqiqatın gedişində sistemli təhlil, ümumiləşdirmə, məntiqi və müqayisəli təhlil, iqtisadi-riyazi, müşahidə və qruplaşdırma metodlarından istifadə olunmuşdur.

Tədqiqatın informasiya bazası. Dissertasiya işində Azərbaycan Respublikası İqtisadiyyat və Sənaye Nazirliyinin, Əmlak Məsələləri Dövlət Komitəsinin, Dövlət Statistika Komitəsinin, Azərbaycan Respublikası Prezidenti yanında Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin, Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının statistik hesabat materiallarından istifadə edilmişdir.

Tədqiqatın elmi yeniliyi. Dissertasiya işinin elmi yeniliyi Azərbaycanda korporativ idarəetmə strukturlarının yaradılması prosesinin qanunauyğunluqları və spesifik cəhətlərini göstərməklə ölkə

iqtisadiyyatında səhmdar kapitalın formalaşmasının iqtisadi mexanizminin tənzimlənməsi və inkişaf etdirilməsinə yönəldilmiş metodiki yanaşmaların işlənilib hazırlanmasından ibarətdir.

Dissertasiya tədqiqatı nəticəsində aşağıdakı elmi nəticələr əldə olunmuşdur:

- səhmdar kapitalın müəyyən edilməsinin müxtəlif forma və metodlarının tətbiqinin iqtisadi cəhətdən məqsədəuyğunluğu müəyyən edilmişdir;

- qovuşma və udulma üzrə sövdələşmələr aparmaq yolu ilə müəssisə birliklərinin yaradılması prosesinə təsir edən obyektiv səbəblər göstərilmişdir;

- müasir şəraitdə iqtisadiyyatın struktur cəhətdən yenidən qurulmasında səhmdar kapitalın qiymətləndirilməsinin rolu və yeri açıqlanmışdır;

- makroiqtisadiyyatda, eləcə də regionlararası və sahələrarası səviyyələrdə maddi və dəyər proporsiyalarının vəhdətini əks etdirən dəyər ölçülərindən istifadənin əhəmiyyəti əsaslandırılmışdır;

- şirkətin dəyərinin qiymətləndirilməsində ənənəvi olmayan yanaşmaların, xüsusilə real yaradılmış dəyər metodunun və opsiyalar metodunun tətbiqinin zəruriliyi əsaslandırılmış, eləcə də şirkətin dəyərinin qiymətləndirilməsi sisteminin işlənilib hazırlanması üzrə metodiki yanaşma üsulları təklif edilmişdir;

- qlobollaşma meyllərinin təhlili əsasında səhmdar kapitalın formalaşmasının iqtisadi sisteminin maliyyə tənzimlənməsi mexanizmi işlənilib hazırlanmışdır;

- səhmdar kapitalın formalaşmasının maliyyə mexanizminin təkmilləşdirilməsi və inkişaf etdirilməsi perspektivləri təklif edilmişdir.

Tədqiqatın nəzəri və praktiki əhəmiyyəti. Tədqiqatın nəzəri müddəaları, nəticələri, təklif və tövsiyələri Azərbaycan Respublikasının qiymətli kağızlar üzrə korporativ sektoru üçün tətbiqi mühüm əhəmiyyət kəsb edir, səhmdar kapitalın dəyər qiymətləndirilməsinin forma və metodları haqqında bilikləri genişləndirir və dərinləşdirir. Dissertasiya işinin ayrı-ayrı fəsiləri və paraqrafları mühüm nəzəri-praktiki mənbə olaraq tədris materialları kimi istifadə edilə bilər.

Dissertasiya işinin aprobasiyası. Tədqiqatın əsas müddəaları 2004-2012-ci illərdə müxtəlif elmi jurnallarda dərc edilmiş, 2012-ci ildə Moskvada keçirilən “Elmi diskussiya: iqtisadiyyat və idarəetmə məsələləri” adlı IV beynəlxalq elmi-praktik konfransda qeyd edilmişdir.

Dissertasiya işi Azərbaycan Dövlət İqtisad Universitetinin “Maliyyə”, “Bank işi” və “İqtisadi nəzəriyyə-2” kafedralarının birgə iclasında və Elmi Seminarda müzakirə edilmişdir.

Tədqiqat nəticəsində dərc edilən materiallar. Dissertasiya mövzusu ilə bağlı 2-si ölkə xaricində olmaqla 8 elmi məqalə dərc edilmişdir.

Dissertasiyanın quruluşu və həcmi. Dissertasiya işi giriş, üç fəsil, nəticə və təkliflərdən ibarət olub, ədəbiyyat siyahısı ilə birlikdə kompüter yazısında 142 səhifə olmaqla özündə 11 cədvəli əhatə edir.

DİSSERTASIYANIN PLANI

GİRİŞ

I FƏSİL. SƏHMDAR KAPİTALIN FORMALAŞMASININ NƏZƏRİ-METODOLOJİ ASPEKTLƏRİ

1.1. Səhmdar kapitalın yaranması və inkişafının zəruriliyi

1.2. Səhmdar kapitalın formalaşmasının iqtisadi mexanizminin nəzəri-metodoloji əsasları

1.3. Azərbaycanda səhmdar kapitalının formalaşmasının təşkili xüsusiyyətləri

II FƏSİL. MÜASİR ŞƏRAİTDƏ MALİYYƏ MEXANİZMİ VƏ ONUN SƏHMDAR KAPİTALIN FORMALAŞMASINA TƏSİRİ

2.1. Özəlləşdirmə prosesi səhmdar kapitalın formalaşması amili kimi

2.2. Müasir şəraitdə səhmdar kapitalın formalaşmasının maliyyə mexanizminin təşkili problemləri

2.3. Şirkətin bazar dəyərinin formalaşmasına maliyyə mexanizminin təsirinin qiymətləndirilməsi

III FƏSİL. QLOBALLAŞMA ŞƏRAİTİNDƏ SƏHMDAR KAPİTALIN FORMALAŞMASININ İQTİSADİ MEXANİZMİNİN TƏKMİLLƏŞDİRİLMƏSİ İSTİQAMƏTLƏRİ

3.1. Səhmdar kapitalın real yaradılmış dəyər metodunun Azərbaycan şəraitində tətbiqinin müəyyənləşdirilməsi və pul axınlarının proqnozlaşdırılması

3.2. Səhmdar kapitalın optimal həcmnin formalaşmasında emissiya-dividend siyasətinin rolunun artırılması istiqamətləri

3.3. İntegrasiya şəraitində kapitalın real opsiyonlar metodunun tətbiqinin maliyyə mexanizminin təkmilləşdirilməsi

NƏTİCƏ

İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT

DİSSERTASIYA İŞİNİN ƏSAS MƏZMUNU

1. Səhmdar kapitalın formalaşmasının iqtisadi zəruriliyi və ilkin şərtlərinin müəyyən edilməsinin nəzəri məsələlərinin tədqiqi.

İstehsalın təmərküzləşməsi, hər şeydən əvvəl, istehsalın texniki bazasının prinsipinə yeni avadanlıqlardan istifadəyə əsaslanan keyfiyyət dəyişikliklərini nəzərdə tutur. Lakin istehsalın təmərküzləşmə səviyyəsinin yüksəldilməsi məhsul vahidinə kapital xərcləri normalarının aşağı salınması və məhsul buraxılışı üzrə şərti-daimi məsrəflərin ixtisarı ilə müəyyən edilən digər amillərlə də şərtlənə bilər. Bu zaman məhsul istehsalı həcmələrinin genişlənməsinə və yığımın əhəmiyyətli dərəcədə artımına nail olunur.

Yaradılan səhmdar cəmiyyətlərdə məhsuldar əməyə keyfiyyətə yeni stimullar tapmaq cəhdi, istehsal fəaliyyətinin problemlərinin operativ həlli üçün zəruri olan əlavə maliyyə resurslarının səmərəli axtarışının təmin olunması qarşıya məqsəd kimi qoyulur.

Tədqiqat nəticəsində belə qənaətə gəlinir ki, iqtisadiyyatın islahatlaşdırılmasının ilkin mərhələsində resursların nisbətən tez cəlb olunması və etibarlı gəlirlərə təminat verən real sektora vəsaitlərin investisiyalaşdırılması mexanizminin mütləq etibarlılığına nail olmaq qeyri-mümkündür. Pul vəsaitləri dövryyəsinin istənilən mərhələlərin birində itki riski son dərəcə böyükdür. Odur ki, vahid maliyyə-sənaye qrupunda maliyyə və sənaye sferalarında fəaliyyət göstərən şirkətlərin birliyi bu cür risklərin aşağı salınması üçün obyektiv zəruriliyə çevrilir.

İqtisadiyyatda səhmdar cəmiyyətlərin yaradılmasının və onların strukturlarının iqtisadi siyasətin tələblərinə uyğunlaşdırılmasının fəal prosesinə təsir edən amillər aşağıdakılardan ibarətdir:

- Ölkə iqtisadiyyatının struktur xüsusiyyətləri. Bunlar ilk növbədə yerli istehsalın təmərküzləşməsində, diversifikasiyasında, kooperasiyasında, miqyasında, unifikasiyasında və standartlaşdırılmasında ifadə olunur. Bütün bunlar maliyyə-sənaye qruplarının meydana çıxmasını və yayılmasını sürətləndirməyə imkan verir.

- Maliyyə, səhmdar kapitalı, institusional və özəl investisiyalaşma, qiymətli kağızlar bazarı, əmtəə tədavülü, bank işi, idxal-ixrac əməliyyatları, idarəetmə kadrlarının hazırlanması, istehsalın sosial infrastrukturunu sferalarındakı islahatlar maliyyə-sənaye qrupların yaradılması prosesləri üçün zəruri zəmin və əsaslar yaradır.

-Yeni yüksək texnologiyalı istehsalın qurulması və gələcək inkişafı, müəssisələrin struktur cəhətdən yenidən qurulması, xarici və daxili

bazarlarda yerli malların rəqabət qabiliyyətliliyinin yüksəldilməsi, sosial problemlərin həlli zəruriliyi maliyyə-sənaye qruplarının formalaşması prosesini qaçılmaz və dönməz prosesə çevirir.

İlkin formalaşma mərhələsində olan yerli səhmdar cəmiyyətlər xarici şirkətlərin malik olduğu maliyyə imkanlarına malik deyillər. Onlar beynəlxalq bazarda kifayət qədər rəqabət qabiliyyətli deyillər. Eyni zamanda maliyyə bazarının təhlili ölkənin maliyyə-sənaye qruplarının beynəlxalq əməliyyatlara nəzərə çarpan meylləri haqqında fikirləri deməyə əsas verir. Beynəlxalq fəaliyyət onlara transmilli xarakter verməklə bu qrupların ümumi cəhətlərini və strukturunu dəyişdirir. O, bir qayda olaraq, ölkədə iqtisadi və siyasi gərginliklər dövründə maliyyə-sənaye qruplarının mövqelərini xeyli möhkəmləndirir. Kanada iqtisadçısı Alan M. Raqmenin fikrincə, stabilləşdirmə effekti yüksək mənfəət dalınca qaçmağa nisbətən müəssisənin transmilli korporasiyaya çevrilməsinin daha əhəmiyyət kəsb edən amilidir.

Tədqiqat zamanı məlum olur ki, Avropada inteqrasiya proseslərinin güclənməsi ilə əlaqədar olaraq bu ölkələrin hökumətləri qanunvericilik səviyyəsində iri sifarişlərin maliyyələşdirilməsi, subsidiyalandırılması və yerləşdirilməsi, müxtəlif təminatla malik elmi-texniki xarakterli informasiyaların təqdim olunması formalarında konkret sahələrin və ayrı-ayrı korporasiyaların birbaşa dövlət həvəsləndirməsi metodlarına müraciət etməklə transmilli qovuşmaları, müxtəlif ölkələrdən olan səhmdar şirkətlərin birləşmələrini stimullaşdırırlar. Belə birləşmələrin dövlət qeydiyyatı heç də həmişə qabaqcadan nəzərdə tutulmur. Bu makroiqtisadi birliklərin təşkilinin və fəaliyyətinin ayrı-ayrı tərəflərinin yumşaq nizamlanması daha səciyyəvidir.

2. İqtisadiyyatda inteqrasiya proseslərinin inkişafında səhmdar kapitalının rolunun öyrənilməsi və təhlili.

Son illərdə ölkəmizdə səhmləşmə mexanizmlərinin reallaşması sahəsində meydana çıxan meyllərin təhlili bir sıra qanunauyğunluqları aşkara çıxardı. Bir tərəfdən, səhmdar cəmiyyət üzərində nəzarət səhm paketinin möhkəmləndirilməsinə meyl nəzərə çarpdı, digər tərəfdən, səhmdar cəmiyyətlərin çoxunda öz müəssisələrində yeni texnologiyaların tətbiqi üçün rəqabətin təsiri altında iri investisiyaların cəlb olunması zəruriliyi meydana çıxdı. Yeni texnologiyalar istehsalda məhsulun yüksək keyfiyyətini və aşağı xərcləri, korporasiya məhsullarının satışı və istifadəsini təmin edir ki, bu da cəmiyyətin diversifikasiyası üzrə

tədbirlərin aparılması, yeni bazar və ərazilərin tənzimlənməsi üçün zəruridir.

Bank və sənaye kapitalının daha çevik inteqrasiya metodu kommertiya banklarının maliyyə-sənaye qruplarında iştirakı sayılır. Konkret layihələrin maliyyələşdirilməsi prosesində bank xüsusi kapitalı, kompleksə daxil olan müvəqqəti sərbəst pul vəsaitlərini istifadə edir, digər bankların kreditlərini cəlb edir, eləcə də investisiya layihəsinin maliyyələşdirilməsinə ayrılmış büdcə və ya xarici maliyyə təşkilatlarının vəsaitlərini bölüşdürür. Proqramın maliyyələşdirilməsi funksiyasını öz üzərinə götürməklə bank bu proqramların əsaslandırılmasını və yüksək iqtisadi səmərəliliyini müəyyən etmək, habelə müvafiq investor və kreditoru seçmək imkanı tapır. Mümkün üstünlüklərin reallaşması üçün qrupun nizamnamə kapitalında bankın payı elə bir çəkiyə malik olmalıdır ki, bu, onların kifayət qədər aktiv mövqə tutması üçün zəruri olsun. Əks halda bank öz fəaliyyətini hətta xüsusi kredit resursları qrupunda səmərəli istifadəyə nəzarət etməyə qabil olmayan hesablaşma mərkəzinin funksiyalarında cəmləşdirməyə məcbur olacaqdır.

Adətən iqtisadiyyatda inteqrasiya proseslərinə maliyyə-sənaye qrupları üzrə fəaliyyətinə dövlət köməyi çərçivəsində müəyyən imtiyazlar xeyli təsir göstərmək qabiliyyətindədir. Xüsusilə də banklara rəğmən Azərbaycan Respublikasının "Maliyyə-sənaye qrupları haqqında" Qanunda mütləq ehtiyat normasının aşağı salınması və digər iqtisadi fəaliyyət normativlərinin dəyişdirilməsi şəklində imtiyazlar nəzərdə tutulur. Dünya bank təcrübəsinə uyğun olaraq mütləq ehtiyatlar başqa banklar qarşısında üstünlüklərin verilməsinə nisbətən digər funksiyasını yerinə yetirmək iqtidarındadır. Mütləq ehtiyatlanma pul-kredit siyasəti aləti kimi çıxış etməklə bütün kommertiya bankları üçün onların ölçülərindən, maliyyə vəziyyətindən, investisiya təminatı səviyyəsindən asılı olmayaraq normativlərin vahidliyi prinsipində qurulmalıdır.

Dövlət indiyə qədər də iqtisadiyyatda inteqrasiya proseslərinə əhəmiyyətli təsir göstərməkdə davam edir, çünki özəlləşdirilən müəssisələrin çoxunun iri səhm paketləri müvafiq əmlak fondlarının mülkiyyətində yerləşirlər. Neft hasilatı və neft emalı sənayesində şaquli inteqrasiya şirkətlərinin yaradılması inzibati qərarlar əsasında həyata keçirilir.

Lakin qeyd etmək lazımdır ki, ölkə iqtisadiyyatında xarici kapitalın iştirakı olmadan da udulma və birləşmə formasında inteqra-

siya prosesinin inkişafı müşahidə olunur. Bu zaman həmin prosesin yayılmış üsullarından biri kimi səhmdar şirkətin borcunun onun səhmlərinə mübadiləsi çıxış edir. Bu səhmlər ya bu məqsəd üçün əlavə buraxılış səhmləridir, ya da ki, şirkətin balansında yerləşir. Bu sövdələşmələrin həyata keçirilməsi mexanizmi konkret halda müxtəlif ola bilər və səhmlərə borcun əsas məbləğinin yenidən rəsmiləşdirilməsindən asılıdır, şirkət isə faizlərini qaytarmaqda davam edir, ya da faizlər də daxil olmaqla bütün məcmu borc yenidən rəsmiləşdirilir, eləcə də yenidən rəsmiləşdirməyə görə diskont və ya mükafatın necə olması müəyyən edilir. Seçilmiş yanaşmadan asılı olmayaraq məhsul göndərən şirkət borclu şirkət üzərində, onun əmtəə və pul axınları üzərində nəzarət əldə edir. Eyni zamanda buradan meydana çıxan iqtisadi səmərənin tədrici şaquli inteqrasiyası baş verir.

Azərbaycanda makroiqtisadi dəyişikliklər korporativ və dövlət mülkiyyətində yerləşən birləşmiş kapital formasında səhmdar kapital əsasında təsərrüfatçılığın inkişafına yönəldilmişdir. Səhmdar kapital əsasında udulma və birləşmə sövdələşmələri vasitəsilə üfqi və şaquli inteqrasiya proseslərinin inkişafı geniş vüsət alır. Bu sövdələşmələrin aparılması səhmdar kapitalın bazar dəyərinin qiymətləndirilməsinin həyata keçirilməsi zərurətini və məqsədəuyğunluğunu nəzərdə tutur.

3. Müəssisənin bazar dəyərinin müəyyən edilməsinin metodoloji aspektlərinin açılması.

Səhmdar kapitalın qiymətinin müəyyən edilməsi metodları təsərrüfatın real sektorunda iqtisadi münasibətlərin bütün mürəkkəb strukturunu əks etdirməklə daim inkişaf edir. Hələ 10-20 il bundan qabaq təkmil hesab olunan metodlar heç də həmişə bu günkü reallıqları düzgün əks etdirmir. Aparılmış tədqiqatlar nəzərə alınmaqla şirkətin bazar dəyərinin modelləşdirilməsi nəzəriyyəsi və təcrübəsində yeniliklərin meydana çıxması məqsədəuyğunluğunun bəzi arqumentlərini irəli sürmək olar ki, bu da səhmlərin dəyərinin müəyyən edilməsinə ənənəvi yanaşmaların çatışmazlıqlarını aradan qaldırır.

Dünya ölkələrinin təcrübəsində səhmlərin dəyərinin aşağıdakı növləri fərqləndirilir:

-Nominal dəyər. Bu dəyər səhm kağızı üzərində yazılmış dəyərdir.

Səhmlər SC-nin təsisçiləri arasında onların nominal dəyərləri ödənilməklə yerləşdirilir. SC-nin nizamnamə kapitalı isə təsisçilər

arasında yerləşdirilmiş səhmlərin nominal dəyərinin cəminə bərabər götürülür.

-Mühasibat və ya balans dəyəri. Bu dəyər, bir qayda olaraq, SC-nin əmlakının real dəyəri ilə onun nizamnamə kapitalının nominal dəyəri arasındakı fərqə uyğun hesablanır.

-Bazar dəyəri. Adətən bu dəyər səhmlərin bazarlarda alınıb-satıldığı qiymətlərə bərabər götürülür.

Səhmlərin bazar qiyməti fond birjalarındakı hərraclarda müəyyən edilir. Səhmlərin 100 nominal vahidi ilə götürülən bazar qiyməti məzənnə adlanır və aşağıdakı düsturla hesablanır:

$$S_m = \frac{S_b}{S_n} \times 100 *$$

*Mənbə: Abbasov A.H. Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişaf perspektivləri. Bakı, 2005.

burada S_m -səhmin məzənnəsi, S_b -səhmin bazar qiyməti; S_n -səhmin nominal qiyməti.

Təcrübədə səhmlərin birja məzənnəsi birja kotirovkası nəticəsində müəyyən edilir, tələb və təklif arasında tarazlıq nisbətini əks etdirir. Birja katirovkası isə tələb qiyməti (alıcının səhmi almaq istədiyi qiymət) və təklif qiyməti (səhm sahiblərinin onları satmaq istədikləri qiymət, offerta) əsasında müəyyən edilir. Səhmlərin real satış qiyməti məhz bu qiymətlər arasında yerləşir. Birjada səhmlərin bazar qiyməti gün ərzində bir neçə dəfə dəyişdiyinə görə ilk əməliyyatların həyata keçirdiyi qiymət açılış qiyməti, son əməliyyatın həyata keçirildiyi qiymət isə bağlanma qiyməti adlanır.

Adi səhmlərin qiymətləndirilməsinə birbaşa yanaşma bir səhmə gələcək mənfəət məbləğinin qiymətləndirilməsi sayılır. Bu yanaşma investor üçün qəbul edilən risk dərəcələri həddində gözlənilən normanı əks etdirən diskontlaşdırma dərəcəsinə uyğun olaraq onun ardıcıl kapitallaşdırılması yolu ilə aparılır. Bunu sadə riyazi formula ilə aşağıdakı kimi ifadə etmək olar:

$$S_d = \frac{S_{pm}}{D_n} *$$

*Mənbə: Abbasov A.H. Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması və inkişaf perspektivləri. Bakı, 2005.

burada S_d -bir səhmin dəyəri; S_{pm} -bir səhmə görə proqnozlaşdırılan mənfəət; D_n -diskontlaşdırma dərəcəsi (investorun gözlədiyi norma).

Proqnozlaşdırılan mənfəət göstəricisindən istifadə olunması bir sıra ciddi praktiki nöqsanlara malikdir. Əgər şirkət həqiqətən də bütün mənfəəti dividendlər şəklində bölüşdürsə, onda proqnozlaşdırılan mənfəətin məbləği həqiqətən səhmdarlar tərəfindən alınan dividendlərlə üst-üstə düşəcəkdir. Bundan əlavə, düstur alınan mənfəətin hər hansı potensial artımından və ya aşağı enməsindən asılı olmamaqla statistik düstur sayılır. Nəhayət, mənfəətin dəyişməsinin proqnozlaşdırılması problemi həm şirkət üçün, həm də onun fəaliyyət göstərdiyi sənaye sahəsi üçün əsas problemlərdən biri sayılır.

Adi səhmlərin qiymətləndirilməsinə əsas yanaşmalardan biri də gözlənilən dividendin kapitalaşdırılması sayılır. Dividendlər baxımından qiymətləndirməyə yanaşma səhmə düşən gözlənilən dividend məbləğinin proqnozlaşdırılmasını və sonra onun investor tərəfindən tətbiq edilən standart mənfəət normasına uyğun diskontlaşdırılmasını nəzərdə tutur.

4. Özəlləşdirmə prosesində səhmdar kapitalın formalaşmasına iqtisadi-hüquqi amillərin təsirinin öyrənilməsi.

Özəlləşdirmənin qarşısında duran məqsədlərə nə dərəcədə nail olunması onun hansı model əsasında həyata keçirilməsindən çox asılıdır. Odur ki, özəlləşdirmədən öncə bir çox ölkələrin, o cümlədən Şərqi və Mərkəzi Avropa ölkələrinin, Qazaxıstan, Pribaltika respublikalarının özəlləşdirmə təcrübəsi öyrənilərək hazırlanan proqramlarda nəzərə alınmışdır.

Dövlətin həyata keçirdiyi iqtisadi siyasətin əsas məqsədlərinə uyğun olaraq yaxın gələcəkdə özəlləşdirmənin qarşısında iqtisadiyyatın strukturunun daha da təkmilləşdirilməsi, xüsusi mülkiyyət münasibətlərinin və sahibkarlığın sürətli inkişafını təmin edərək iqtisadiyyatda həlledici amilə çevirmək, iqtisadiyyatın qeyri-neft sektoruna xarici investisiyaları cəlb etməklə onun səmərəliliyinin artırılması, iş yerlərinin bərpaası, yeni iş yerlərinin açılması və digər bu kimi məqsədlər durur. Bütün bu tədbirlərin başlıca məqsədi əhalinin sosial iqtisadi rifah halının yaxşılaşdırılması və dövlətimizin iqtisadi dayaqlarının daha da möhkəmləndirilməsidir.

Tədqiqat nəticəsində belə qənaətə gəlinir ki, sənayedə səhmdar cəmiyyətlərin yaradılması və inkişafı zamanı qarşıya çıxan çətinliklərin

aradan qaldırılması məqsədilə aşağıdakı tədbirlərin həyata keçirilməsi məqsədəuyğundur:

- təkmilləşdirilmiş hüquqi bazanın yaradılması;
- dövlət əmlakının özəlləşdirilməsinin həyata keçirilməsinin sürətləndirilməsi;
- səhmdar cəmiyyətlərin inkişafına xidmət göstərə biləcək bazar infrastrukturalarının yüksək səviyyədə inkişaf etdirilməsi;
- səhmdar cəmiyyətlərin yaradılması və inkişaflarının stimullaşdırılması sisteminin tətbiq edilməsi;
- səhmdar cəmiyyətlərin yaradılması və inkişafına yardımçı ola bilən məsləhət formalarının yaradılması.

Yuxarıda qeyd edilən tədbirlərin həyata keçirilməsi sənayedə səhmdar cəmiyyətlərin yaradılmasını sadəcə mülkiyyət forması kimi deyil, həm də sənaye istehsalının iqtisadi səmərəliliyinin artırılmasına xidmət edən proses kimi səciyyələndirməyə imkan verəcəkdir.

Tədqiqat göstərir ki, ölkədə özəlləşdirmənin aparılması bazar münasibətlərinin formalaşması, sahibkarlığın inkişafı, əsas kapitalla investisiya qoyuluşu və yeni iş yerlərinin açılması ilə sıx bağlıdır.

Özəlləşdirmənin Dövlət Proqramlarına uyğun özəlləşdirilməyə 4500-ə yaxın orta və iri müəssisə cəlb edilmişdir. Proqrama əsasən özəlləşdirilən orta və iri müəssisələr əvvəlcə səhmdar cəmiyyətə çevrilirlər. Yaradılan səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin bir hissəsi cəmiyyətin işçilərinə qapalı abunə üzrə, qalan hissə isə çek və pul auksionlarında satılır. Özəlləşdirmənin ilk illərində respublikamızda 39 pul hərəcində 951 səhmdar cəmiyyətinin nominal dəyəri 14,7 milyon manat olan səhmləri satılmış və nəticədə xüsusi büdcə hesabına 14,4 milyon manata yaxın vəsait daxil olmuşdur.

Özəlləşdirmənin başladığı dövrdən 2014-cü ilin əvvəlinə qədər 45562 dövlət müəssisə və obyekt özəlləşdirilmişdir. Özəlləşdirilmiş müəssisələrin 43965-i kiçik dövlət müəssisələri və obyektləri üçün müəyyən edilmiş qaydalar üzrə açıq hərəaclarda və ya birbaşa satış formasında müəssisələrin əmək kollektivi üzvləri yaxud icarəçilər tərəfindən özəlləşdirilmişdir.

Cədvəlin məlumatlarından görüldüyü kimi, özəlləşdirmədən daxil olan vəsaitlərin məbləği 2008-ci ildə ən yüksək səviyyəyə çatmışdır.

Tədqiqat nəticəsində müəyyən edilmişdir ki, özəlləşdirmənin əhatə etdiyi 2000-2013-cü illərdə müəssisə və obyektlərin özəlləş-

dirilməsindən təxminən 546 milyon manat məbləğində pul vəsaiti dövlət büdcəsinə daxil olmuşdur ki, bu da müvafiq qaydada ölkənin müəyyən sosial-iqtisadi problemlərinin həllinə yönəldilmişdir. Aparılan hesablamalar göstərir ki, 2014-cü ilin əvvəlinə kimi özəlləşdirmədən əldə edilən və dövlət büdcəsinə daxil edilən vəsaitlərin təxminən 21 faizə qədəri açıq səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin satışı hesabına olmuşdur.

Cədvəl 1.
2000-2013-cü illərdə Azərbaycan Respublikasında özəlləşdirmənin gedişatına dair analitik cədvəl.

№	Göstəricilər	İLLƏR								
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
1	Kiçik özəlləşdirmə formasında özəlləşdirilmiş müəssisə və obyektlərin sayı (ədəd)	1690	2209	3332	1609	1934	2468	3121	2148	
2	Orta və iri müəssisələrin özəlləşdirilməsi formasında yaradılmış səhmdar cəmiyyətlərinin sayı (ədəd)	97	205	86	36	10	8	11	43	
3	Səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin satışı üzrə keçirilmiş ixtisaslaşdırılmış çek və pul hərraclarının sayı (ədəd)	7	17	13	6	4	3	5	13	
4	Səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin satışı üzrə keçirilmiş pul hərraclarının sayı (ədəd)	16	63	52	45	52	52	50	50	
5	Özəlləşdirmədən daxil olan vəsaitlərin məbləği (min manat)	7638	18724	20072	19570	31386	20005	33462	44531	

Cədvəl 1-in ardı

№	Göstəricilər	İLLƏR						
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	Yekun
1	Kiçik özəlləşdirmə formasında özəlləşdirilmiş müəssisə və obyektlərin sayı (ədəd)	1781	668	767	897	858	973	24455
2	Orta və iri müəssisələrin özəlləşdirilməsi formasında yaradılmış səhmdar cəmiyyətlərinin sayı (ədəd)	10	5	7	10	9	5	542
3	Səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin satışı üzrə keçirilmiş ixtisaslaşdırılmış çek və pul hərraclarının sayı (ədəd)	6	4	4	3	2	2	89
4	Səhmdar cəmiyyətlərinin səhmlərinin satışı üzrə keçirilmiş pul hərraclarının sayı (ədəd)	52	50	51	51	51	50	685
5	Özəlləşdirmədən daxil olan vəsaitlərin məbləği (min manat)	108906	58612	56700	56383	35071	35274	546334

* Mənbə: 1) Azərbaycanın statistik göstəriciləri 2010, Bakı, Səda, s.127
2) ƏMDK-nın rəsmi internet sahifəsi.

Cədvəl 2.

1997-2013-cü illərdə Azərbaycanın iri və orta müəssisələrin əsasında yaradılmış səhmdar cəmiyyətləri və onların əsas göstəriciləri

№	Göstəricilərin adı	İLLƏR								
		1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	Yeni yaradılmış səhmdar cəmiyyətlərin sayı	407	547	111	97	205	86	36	10	8
2	Onlarda çalışan işçilərin sayı	19553	17871	41075	6768	2994	525	397
3	Nizamnamə kapitalının həcmi, mlyn. man.	203,2	184,2	217,9	321,1	212,4	19,8	8,6	3,3	1,9

Cədvəl 2-nin ardı

№	Göstəricilərin adı	İLLƏR								
		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Yekun
1	Yeni yaradılmış səhmdar cəmiyyətlərin sayı	11	43	10	5	7	10	9	5	1597
2	Onlarda çalışan işçilərin sayı	1176	835	5070	310	518	122	333	38	97585
3	Nizamnamə kapitalının həcmi, mlyn. man.	8,2	6,8	12,7	20,2	0,9	2,6	3,1	0,3	1227,2

Mənbə: 1) Azərbaycanın statistik göstəriciləri 2010. Bakı, "Səda", s.127

2) ƏMDK-nın rəsmi internet sahifəsi.

Tədqiqat göstərir ki, orta və iri müəssisələr əsasında yaradılan səhmdar cəmiyyətləri daha çox 1997, 1998-ci illərdə yaradılmışdır. 2001-ci ildən sonra isə yeni təşkil edilən səhmdar cəmiyyətlərin sayı xeyli azalmış, 2002-ci ildə 86-ya, 2003-cü ildə 36-ya düşmüş, növbəti illərdə bu tendensiya davam etmişdir.

Araşdırmalardan görünür ki, özəlləşdirilmiş səhmdar cəmiyyətlərinin əsas problemlərindən biri onların yaradılarkən nəzərdə tutulmuş fəaliyyət istiqamətlərinin öz aktuallığını itirməsi və ya hazırda rentabelsizliyidir. Başlıca səbəb mərkəzləşmiş – planlı iqtisadiyyatla bazar tipli iqtisadiyyatda məhsuldar qüvvələrin yerləşdirmə prinsipləri arasında ciddi fərqlərin olmasıdır. Göstərilən istiqamətdə müvafiq mal və ya xidmət bazarının mövcud durumu araşdırılmalı, nəticələrlə bağlı müəssisələrə tövsiyələr verilməli və səhmdar müəssisələrin öz fəaliyyət istiqamətlərini daha gəlirli sahələrə dəyişmələri zəruridir. Fikrimizcə, hər hansı müəssisənin öz profilini yaxın bir sahəyə dəyişməsi xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Belə ki, məsələn, xidmət sferasında fəaliyyət göstərən bir müəssisənin istehsal fəaliyyəti ilə məşğul olması üçün iri həcmli vəsait qoyuluşu tələb oluna bilər. Öz növbəsində bu, təklif olunan mal və ya xidmətin bazar qiymətinə təsir etməklə onun rəqabət qabiliyyətini azalda bilər.

5. Şirkətin bazar dəyərinin qiymətləndirilməsi üzrə metodika və konseptual yanaşmaların işlənməsi

Biznesin qiymətləndirilməsinin yerli təcrübəsində üç əsas yanaşma ənənəvi metodlar kimi istifadə olunur: gəlir, xərc və müqayisə yanaşmaları. Həmin metodlardan hər birini öz növbəsində bu və ya digər konkret bazar dəyərinin optimal kəmiyyətinin formalaşması məqsədilə hər üç yanaşmadan istifadədən imtinanı əsaslandırmaq lazımdır.

Adətən şirkətin qiymətləndirilməsinə gəlir yanaşması investisiya səbəbləri baxımından daha çox qəbul olunandır, çünki istənilən investor, hər şeydən əvvəl, müəssisə aktivlərinin məcmusunu deyil, gələcək gəlirlərin dəstini əldə edir. Bundan əlavə, həmin yanaşma istənilən fəaliyyət göstərən müəssisənin qiymətləndirilməsi üçün istifadə oluna bilər. Gəlir yanaşmasının tətbiqini təsərrüfat fəaliyyətinin müəyyən tarixinə malik olan və artım və ya stabil iqtisadi inkişaf mərhələsində olan müəssisənin qiymətləndirilməsi üçün əlverişli hesab etmək olar. Lakin sistemətlilik olaraq zərərlə işləyən şirkətlər üçün, eləcə də qeyri-müəyyən gəlirli yeni müəssisələr üçün bu metod daha az məqsədəuyğundur.

Tədqiqatdan görünür ki, mövcud müəssisənin biznesinin qiymətləndirilməsinə tətbiq edilən şirkət mənfəətinin kapitalaşdırılması metodu xeyli dərəcədə müəssisənin uzun vaxt dövrü ərzində təxminən bərabər mənfəət kəmiyyəti alacağına gözlənilədiyi vəziyyəti nəzərdə saxlamağa qabildir. Daşınmaz əmlak obyektlərinin qiymətləndirilməsi istisna olmaqla bu metod qiymətləndirilən müəssisələrin əksəriyyəti üçün səciyyəvi olan illər üzrə mənfəət və ya pul vəsaitləri axınları kəmiyyətlərinin xeyli kənarlaşmaları səbəbindən öz geniş tətbiqini tapmamışdır.

Şirkətin qiymətləndirilməsinə müqayisəli yanaşmanın xüsusiyyəti yekun dəyər kəmiyyətinin bir tərəfdən səhmin alqı-satqısının bazar qiymətinə, digər tərəfdən isə əldə edilmiş faktiki maliyyə nəticələrinə yönəldilməsi sayılır. Belə yanaşmanın istifadəsi zamanı şirkətin dəyəri xeyli dərəcədə bazarla müəyyən edilir. Ona görə də hesablamalar müqayisə olunan şirkətlərin səhmdar kapitalının dəyərinin təşihləri ilə məhdudlaşdırılır. Şübhəsiz ki, bu yanaşma investisiyalaşma obyekti üzrə tələb və təklifin real nisbətini əks etdirir. Lakin o, gələcəkdə müəssisənin perspektiv inkişafını lazımi dərəcədə nəzərə almır.

Müqayisə yanaşmasının tətbiqi təkcə qiymətləndirilən müəssisə üzrə deyil, həm də böyük sayda müqayisə olunan şirkətlər və onlarla aparılan sövdələşmələr üzrə mümkündür və müxtəlif tərəfli informasiyaların mövcudluğunu tələb edir. Belə hallarda mürəkkəb təshihlərin həyata keçirilməsi, yekun kəmiyyətinə düzəlişlər edilməsi və aralıq hesablamaların aparılması zəruriliyi meydana çıxır ki, bu da öz növbəsində kifayət qədər əsaslandırma tələb edir, çünki iqtisadiyyatda mütləq olaraq eyni müəssisələr mövcud deyildir.

Şirkətin qiymətləndirmə prosesində nəzərdən keçirilən yanaşma və metodların bütöv məcmusundan və ya bir hissəsindən istifadə olunur, yekun rəy isə müxtəlif üsullarla alınan qiymət intervalı şəklində təqdim edilir. Ayrı-ayrı hallarda bütün alınmış qiymətlərdən orta kəmiyyət tapılır, ya da yekun qiymətləndirmə kəmiyyətinin hesablanması üçün metodlardan hər birinə müəyyən xüsusi çəki təyin olunur. Nəticədə qiymətləndirilən obyektin orta çəki qiyməti hesablanır və yekun qiymətləndirmə baş verir.

Xərc metodundan istifadə zamanı bəzən şirkətin səhminin birjada qiymətləndirilməsi halı meydana çıxır və müəyyən dəyərə malik olur. Halbuki xalis aktivlər metodundan istifadə ilə müəyyən edilən şirkətin dəyəri mənfə sayılır. Belə ziddiyyətləri, xüsusilə də xalis aktivlər metodunun Azərbaycan gerçəkliyində istifadəsi zamanı, onun tətbiqinin qeyri-adekvatlığı sırasına aid etmək olar. Şirkətin əsas vəsaitlərinin çoxsaylı yenidən qiymətləndirilmələrindən sonra aktivlərin real dəyərini balans əsasında müəyyən etmək qeyri-mümkündür. Əsas vəsaitlərin qeyri-adekvat dəyəri amortizasiya ayırmalarının hesabına şirkətin mənfəət və zərərləri haqqında hesabatı təhrif edir. Qiymətləndirmənin yekunu mövcud biznesin dəyəri deyil, bu biznesin əmlak kompleksinin ayrı-ayrı tərkib hissələrinin yalnız bir yerdə götürülmüş məcmu dəyəridir. Təshih qiymətləndirilməsi zamanı xalis aktivlər metodunun tətbiqi, hətta aparılan düzəlişlər ayrı-ayrı amillərin müəssisənin dəyərinə təsirini, xüsusilə də idarəetmə qərarlarının dəyərini nəzərə almağa imkan verməsə belə, daha dəqiq nəticə verə bilər.

Tədqiq olunan metodlardan hər biri öz xüsusi informasiya bazasına əsaslanır. Bu və ya digər informasiyaya malik olan qiymətləndirici şirkətin qarşıya qoyduğu məqsədlər və xüsusiyyətlər nəzərə alınmaqla istifadə üçün şirkətin mümkün qiymətləndirmə metodunu seçir. Çox vaxt metodun seçimi müstəsna dərəcədə analitikin subyektiv fikirləri, onun üstünlük vermələri ilə şərtlənir. Lakin bu şəraitə

baxmayaraq qiymətləndirmə metodunun seçilməsi zamanı obyektiv zərurət bu və ya digər metodun istifadəsinə qanunvericilik məhdudiyətləri üzrə mövcudluğun nəzərə alınması, müqayisənin həyata keçirilməsi üçün informasiya və materialın kifayətlik səviyyəsi üzrə müəyyən amillərin mövcudluğu sayılır ki, bu da bu və ya digər metoda üstünlük verməsinə kömək edərdi. Lakin əgər qiymətləndirilən şirkətin əsas fəaliyyətində əhəmiyyətli dəyişikliklər proqnozlaşdırılırsa, onda üstünlüyü diskontlaşdırılmış pul axınları metoduna vermək məqsədəuyğundur. Əgər bu mümkün deyildirsə, onda gəlirlərin kapitallaşdırılması metodunu, izafi mənfəət metodunu istifadə etmək zəruridir.

Tədqiqat nəticəsində belə bir qənaətə gəlmək olur ki, səhmdar kapitalın qiymətləndirilməsi nəzəriyyəsi və təcrübəsi təkcə ənənəvi qiymətləndirmə metodlarının təkmilləşdirilməsini deyil, həm də real yaradılmış dəyər metodunun və real opsiya nəzəriyyəsinin köməyi ilə şirkətin dəyərinin qiymətləndirilməsinə yeni yanaşmaların hazırlanmasını nəzərdə tutur.

6. Səhmdar kapitalın optimal həcmnin formalaşmasında emissiya-dividend siyasətinin rolunun artırılması istiqamətində yanaşmaların işlənməsi.

Səhmdar cəmiyyətin emissiya siyasəti səhmdar kapitalın strukturunun idarə edilməsi üzrə fəaliyyət proqramının və ya planının müəyyən edilməsindən ibarətdir. Bu işə yalnız bir konkret emissiyanın həyata keçirilməsi planı deyil, həm də cəmiyyətin aktivlərini çoxaltmaq hesabına nizamnamə kapitalını artırmağın uzunmüddətli planı, eləcə də səhmdar kapitalın strukturunun dəyişdirilməsi konsepsiyası və ya sadalanan planların məcmusu ola bilər.

Şirkətin emissiya siyasəti bir sıra mühüm tələblərə cavab verməlidir. Bu tələblər əsasən aşağıdakılardan ibarətdir:

- Emissiya siyasətinin işlənilməsi hazırlanması emitentin ümumi inkişaf siyasəti ilə uzlaşdırılmalıdır, yəni emissiya siyasətinin məqsədləri və aparılması şərtləri proqnozlaşdırılan perspektivdə emitentin məqsəd və inkişaf vəzifələrindən irəli gəlməlidir.

- Cəmiyyətin emissiya siyasəti emitentin qiymətli kağızlar bazarının mövcud vəziyyətinin təhlilini, onun səhmdar kapitalının strukturunun dəyişmə meyillərini şərh etməyi və müvafiq emissiya siyasətinin aparılması üzrə təkliflərin verilməsini nəzərdə tutur;

- Səhmdar cəmiyyətinin emissiya siyasətində onun məqsədləri və əsas parametrlərinin səciyyəsi əks olunmalıdır. Belə ki, özəlləşdirilən

müəssisələrin əksəriyyəti üçün nizamnamə kapitalında dövlət və ya bələdiyyə qurumunun saxlanılan hissələri üzrə məhdudiyətlər mövcuddur. Digər parametrlərə isə müəyyən emissiya gəlirinin alınması, qiymətin səviyyəsi, buraxılan qiymətli kağızların yerləşdirilməsi, müəyyən səhmdarda nəzarət səhm paketinin saxlanılması aiddir;

- Emissiya siyasəti imkan daxilində özündə emissiyaların ardıcılığı, onların həcmi, buraxılan qiymətli kağızların növləri və kateqoriyaları kimi əlamətlər üzrə fərqlənən bir neçə variantın dəqiq şərhini və müqayisəli təhlilini birləşdirir.

Araşdırmalar göstərir ki, emitentin investisiya resurslarına əsaslı tələbatı aşkara çıxarıldıqda bir deyil, bir neçə ardıcıl emissiyaların aparılması məqsədəuyğun sayılır. Belə emissiya siyasəti özünü onunla doğruldur ki, bu zaman o, buraxılan qiymətli kağızların yerləşməsi müddətini uzatmağa, hər bir növbəti emissiyanın hazırlanması və həyata keçirilməsində keçmiş yerləşdirmə təcrübəsini nəzərə almağa, müxtəlif növ və kateqoriyalara malik qiymətli kağızların müxtəlif yerləşmə üsullarını istifadə etməyə və onları buraxmağa imkan verir.

Nəzərə almaq lazımdır ki, dividend siyasətinin və kapitalın strukturunun seçilməsi şirkətin ən mühüm maliyyə qərarları sayılır. Bu siyasət sərmayə qoyuluşunun və kreditləşdirmənin həcmi verildiyi hallar üçün müəyyən edilir.

Respublikamızda səhmdar cəmiyyətlərin dividend siyasətinin qurulmasının ən geniş yayılmış üsulu «qalıq prinsipi» sayılır. Bu prinsip üzrə ödəmə cəmiyyətin sosial və investisiya proqramlarının maliyyələşdirilməsi təmin edildikdən sonra həyata keçirilir.

Qərb ölkələrində dividend kimi illik mənfəətin daimi faizinin bölgüsü prinsipindən, inflyasiya ilə əlaqədar adi səhmlərin üzərinə sabit və ya bir qədər artan gəlirin hesablanması metodundan istifadə olunur. İmtiyazlı səhmlərə dividendin ölçüsü səhmin nominal dəyərinə mütləq məbləğlə və ya faizlərlə müəyyən edilir, onun hesablanma qaydası hər tip imtiyazlı səhm üçün nizamnamədə müəyyən edilir.

Dividendlərin müntəzəm və daimi olaraq artırılmasına çalışan səhmdarlar dividendlərin ödənilməsi haqqında məsələləri həll edərkən işgüzar mövqedən çıxış etməlidirlər. Bununla yanaşı, qanunvericiliyin tənzimlənməsinə ehtiyac duyulan problemlər də mövcuddur. Belə problemlərə xalis aktivlərin standart tərif, eks-dividend müddəti qaydaları və s. daxildir.

Tədqiqat nəticəsində belə bir qənaətə gəlmək olar ki, investorlar üçün səhmlərin hansı növlərinin daha sərfəli olması xeyli dərəcədə səhmdar cəmiyyətin maliyyə vəziyyətinin dayanıqlığından asılıdır. Səhmlərin müxtəlif növlərinin qiymətləndirilməsi üçün şirkətin kapitalında müəyyən olunmuş və müəyyən olunmamış gəliri olan səhmlərin nisbəti göstəricisindən istifadə edilir.

7. İnteqrasiya şəraitində səhmdar kapitalın real opsiyonlar metodunun tətbiqi mexanizminin metodoloji əsaslarının işlənilməsi.

Pul vəsaitlərinin diskontlaşdırılmış axını və real yaradılmış dəyər metodları da daxil olmaqla digər qiymətləndirmə metodlarının şirkətin qiymətləndirilməsinə tətbiqi arzu olunan nəticələri vermədikdə, onda opsiyonlar metodundan istifadə olunması xüsusilə zəruri və məqsəddüzdür. Opsion yanaşması əksəriyyəti zərərlə işləyən yüksək texnoloji şirkətlərin qiymətli kağızlarının olduqca yüksək qiymətləndirilməsini izah etməyə imkan verir. İnvestor yüksək texnoloji şirkətlərin qiymətli kağızlarını satın almaqla, faktiki olaraq opsiyon üçün şirkətin gələcək inkişafında iştirakına görə haqq ödəyir. Maliyyə, yaxud digər aktivlərə opsiyon strategiyaları əsasən "kol" və "put" opsiyonları arasındakı qarşılıqlı münasibətlər əsasında qururlar. Opsion strategiyaları opsiyon xarakteristikasına malik olan hər hansı aktivin qiymətləndirilməsi üçün istifadə edilə bilər.

Şirkətin səhmdar kapitalının qiymətləndirilməsinin opsiyon metodları diskontlaşdırma prinsiplərinə əsaslanırlar. Lakin standart metodların əksinə olaraq opsiyon yanaşmada idarəetmə çevikliyi nəzərə alınır. Real opsiyonlar metodundan istifadə edərkən əlverişli şərtlər daxilində şirkətin investisiyaların davam etdirilməsi imkanının qiymətləndirilməsi az əhəmiyyət kəsb etmir. Nisbətən çox da böyük olmayan və iqtisadi cəhətdən cəlbedici olmayan layihə gələcəkdə potensialca daha iri və əlverişli layihəyə yol açə bilər. Bundan başqa, şirkətin təsərrüfat fəaliyyətinin nəticələri özünü qane etməsə, fəaliyyətin dayandırılması imkanı onu layihədən əl çəkmək və gözlənilən ləğv dəyərini həyata keçirməyə vadar edə bilər. Bu halda, opsiyon "put" adlanan opsiyondan istifadə edilir ki, bu da opsiyondan başqa bir şey deyildir. Şirkətin fəaliyyətini dəyişməsi bacarığı "kol" və "put" opsiyonları portfelinə formalaşdırmağa imkan verir.

Real opsiyonlar metodu üzrə qiymətləndirilmənin keçirilməsi digər metodları nəzərə almaq qabiliyyəti olmayan, çeviklik dərəcəsi ilə

fərqlənən alternativ investisiya layihələri müqayisə edilərkən məqsədə uyğun olar. Məsələn, bu, gələcəkdə fəaliyyət şərtlərinin dəyişməsinə əməli cavab verməyə, şirkətin qabiliyyətini məhdudlaşdıran, uzunmüddətli kontraktın təsdiqi ilə əlaqədar olan situasiyalardır.

Tədqiqat göstərir ki, bu metod sövdələşmə şərtlərində nəzərə alınmalı olan, itirilmiş çeviklik dəyərini obyektiv qiymətləndirməyə qadirdir.

Dissertasiya işinin məzmunu aşağıdakı elmi işlərdə öz əksini tapmışdır:

1. Рзаев Э.А. Методы оценки рыночной стоимости акционерного капитала при обосновании инвестиционных решений в ходе слияний и поглощений. «İqtisadiyyat və Audit» jurnalı, № 10(52), 2004, 0.5ç.v.

2. E.A.Rzayev Azərbaycan iqtisadiyyatında inteqrasiya proseslərinin inkişafında səhmdar kapitalın rolu. «İqtisadiyyat və Həyat» jurnalı, № 11, 2006, 0.5ç.v.

3. E.A.Rzayev Səhmdar kapitalının bazar dəyərini müəyyən edilməsinin metodoloji aspektləri. «İqtisadiyyat və Audit» jurnalı, № 1(79), 2007, 0.3ç.v.

4. E.A.Rzayev Özəlləşdirmə prosesində səhmdar kapitalının formalaşdırılmasının təşkilati-hüquqi amilləri. «İqtisadiyyat və Audit» jurnalı, № 6(108), 2009, 0.4ç.v.

5. E.A.Rzayev “Kapitalın real yaradılmış dəyəri” metodunun Azərbaycan şəraitində tətbiqi. «Dirçəliş XXI əsr» jurnalı, № 135-136, 2009, 0.4ç.v.

6. E.A.Rzayev Səhmdar kapitalın optimal həcmnin formalaşmasında emissiya-dividend siyasətinin rolu. «İqtisadiyyat və Audit» jurnalı, № 10-11(112-113), 2009, 0.3ç.v.

7. Рзаев Э.А. Управление акционерным капиталом в Азербайджанской Республике. Журнал «Мир экономики и права». Санкт-Петербург: №3, 2009, 0.3ç.v.

8. Рзаев Э.А. Сравнительный анализ методик и подходов по оценке рыночной стоимости акционерного капитала. IV Международная заочная научно-практическая конференция «Научная дискуссия: вопросы экономики и управления». г.Москва, 2012 г, 0.3ç.v.

Рзаев Эльчин Адиль оглы
Совершенствование организационно-экономического
механизма формирования акционерного капитала в
Азербайджане в условиях рыночных отношений

Р Е З Ю М Е

Низкий уровень капитализации акционерных обществ остается одним из основных проблем финансового рынка, что в свою очередь уменьшает объем операций по акциям, стесняет инвестиционную активность рынка.

Диссертационная работа посвящена проблемам совершенствования организационно-экономического механизма определения акционерного капитала в Азербайджане в условиях рыночных отношений, изучению роли акционерного капитала в развитии интеграционных процессов в экономике, сравнительному анализу методик оценки базовой стоимости акционерного капитала, выявлению путей совершенствования механизма внедрения метода реальных опционов акционерного капитала в условиях интеграции, определению метода адаптации к нашим условиям реально созданной стоимости капитала и прогнозированию денежных потоков.

В ходе исследования были рассмотрены теоретические и методологические основы определения первичных условий и экономическая необходимость формирования структуры управления акционерного капитала, изучены методологические аспекты определения базовой стоимости акционерного капитала, проанализированы экономические и правовые факторы формирования акционерного капитала в процессе приватизации, изучены пути увеличения роли эмиссионно-дивидендной политики в формировании оптимального объема акционерного капитала.

Основные положения работы играл важную роль в совершенствовании организационно-экономического механизма определения акционерного капитала в Азербайджане в условиях рыночных отношений.

Rzayev Elchin Adil o.
**Development of organizational and economic mechanism of
definition of stockholder capital in Azerbaijan in the condition of
market economy**

SUMMARY

Lack of capitalization opportunities for stockholder institutions remains one of the main problems of the country's finance market.

This is, in turn, decreases the volume of stock operations and oppresses the investment activity of the market.

The dissertation work is devoted to the problems of organization of economical mechanism of stockholder capital definition in the conditions of market economy, as well as to the learning of the role of stockholder capital in the development of integration processes of the economy.

It also deals with comparative analysis of basic value of the stock capital, revealing the ways of perfection of introducing of the methods of real options of the stock capital in the conditions of integration, and definition of the methods of adaptation to the local conditions of capital value and cash streams forecast.

In the course of study case, the methodological and theoretical fundamentals of elementary conditions and the economical justification for stock capital management formation were considered, as well as methodological aspects of basic value of stock capital definition were explored, economical and legal factors of stock capital formation in the course of privatization were studied, and the ways of emission and dividend policy's role's enhancement in the formation of optimal value of stock capital were investigated.

The main principles of the dissertation work may play a crucial role in the development and perfection of organization of economic mechanism of stock capital definition in Azerbaijan in the conditions of market economy.

Kağız formatı 60x84 1/16.

Həcmi 1,0 ç.v. Sayı 100.

“İqtisad Universiteti” nəşriyyatı
AZ 1001, Bakı, İstiqlaliyyət küçəsi,6

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ
АЗЕРБАЙДЖАНСКОЙ РЕСПУБЛИКИ
АЗЕРБАЙДЖАНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

На правах рукописи

Рзаев Эльчин Адиль оглы

*СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-
ЭКОНОМИЧЕСКОГО МЕХАНИЗМА ФОРМИРОВАНИЯ
АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА В АЗЕРБАЙДЖАНЕ В УСЛОВИЯХ
РЫНОЧНЫХ ОТНОШЕНИЙ*

Специальность: 5301.01 – «Внутренняя фискальная политика и
государственное финансирование»

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

диссертации на соискание научной степени доктора философии по
экономике

БАКУ – 2014