G. Eýeberdiýew, A. Geldimämmedow

BIRŽA IŞI WE GYMMAT BAHALY KAGYZLAR BAZARY

Ýokary okuw mekdepleri üçin okuw kitaby

Türkmenistanyň Bilim ministrligi tarapyndan hödürlenildi

Aşgabat
Türkmen döwlet neşirýat gullugy
2013

UOK 336.76+378
E 86

Eýeberdiýew G., Geldimämmedow A.
E 86 **Birža işi we gymmat bahaly kagyzlar bazary.**
Ýokary okuw mekdepleri üçin okuw kitaby – A.: Türkmen döwlet neşirýat gullugy, 2013.

«Birža işi we gymmat bahaly kagyzlar bazary» atly okuw kitaby 14 bapdan ybarat bolup, onda gymmatly kagyzlar bazary ykdysadyýeti maliýeleşdirmekdäki orny, gymmatly kagyzlaryň görnüşleri, möhletli bazarda döredilen gymmatly kagyzlar bilen amallar, häzirkizaman gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşy we onuň häsiýetnamasy, gymmatly kagyzlar bazarynda çözgütleri kabul etmegiň mehanizmi, gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek ulgamy we gazna biržalarynyň halkara modelleri barada düşünje berilýär.

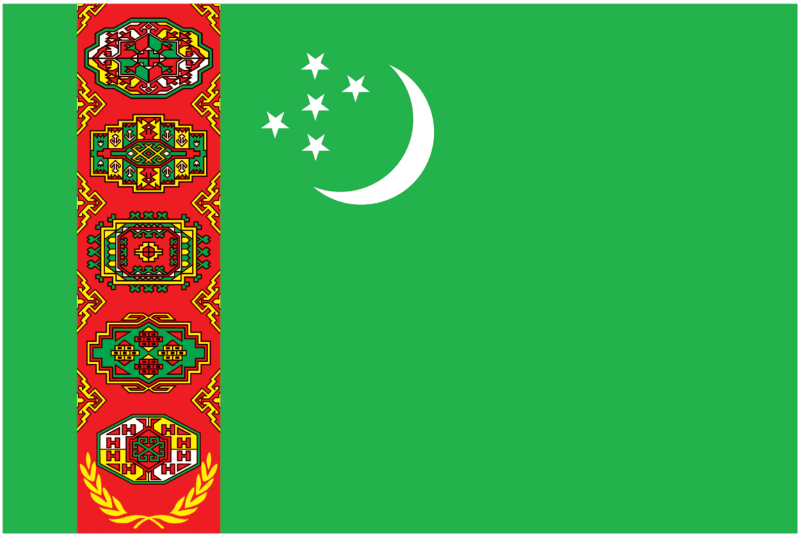
Bu okuw kitaby ykdysady ugurlara degişli ýokary okuw mekdepleriniň talyplaryna nieýtlenendir. Okuw kitabynda degişli orta hünär okuw mekdepleriniň talyplary hem-de maliýe bazarynda işleýän hünärmenleri peýdalanyp bilerler.

TDKP № 201, 2013 KBK 65.9(2)26 ýa 73

© Eýeberdiýew G., Geldimämmedow A., 2013.

TÜRKMENISTANYŇ PREZIDENTI
GURBANGULY BERDIMUHAMEDOW

TÜRKMENISTANYŇ DÖWLET TUGRASY



TÜRKMENISTANYŇ DÖWLET BAÝDAGY

TÜRKMENISTANYŇ DÖWLET SENASY

Janym gurban saňa, erkana ýurdum,
Mert pederleň ruhy bardyr köňülde.
Bitarap, garaşsyz topragyň nurdur,
Baýdagyň belentdir dünýäň öňünde.

Gaýtalama:

Halkyň guran Baky beýik binasy,
Berkarar döwletim, jigerim-janym.
Başlaryň täji sen, diller senasy,
Dünýä dursun, sen dur, Türkmenistanym!

Gardaşdyr tireler, amandyr iller,
Owal-ahyr birdir biziň ganymyz.
Harasatlar almaz, syndyrmaz siller,
Nesiller döş gerip gorar şanymyz.

Gaýtalama:

Halkyň guran Baky beýik binasy,
Berkarar döwletim, jigerim-janym.
Başlaryň täji sen, diller senasy,
Dünýä dursun, sen dur, Türkmenistanym!

Giriş

Berkarar döwletiň bagtyýarlyk döwründe hormatly Prezidentimiziň Türkmenistan döwletini dünýäniň ösen ýurtlarynyň hataryna çykarmak, ilatyň durmuş-ýaşaýyş derejesini ýokarlandyrmak ykdysadyýerti köp ugurly ösdürmek syýasatynda beýleki ykdysady gurallar bilen bir hatarda gymmat bahaly kagyzlara uly orun degişlidir. Hormatly Prezidentimiz Gurbanguly Berdimuhamedowyň «Türkmenistanyň durmuş-ykdysady ösüşiniň döwlet kadalaşdyrylyşy» atly okuw gollanmasynda «Maliýe maýa goýumlary – bu aksiýalara obligassiýalara, beýleki gymmat kagyzlara gönükdirilýän goýumlar bolmak bilen, emlägiň eýesiniň resmi derejesi bilen gönüden-göni bagly bolýar we emläkden girdeji almak hukugyna eýe edýär. Maliýe maýa goýumlary düýpli goýumlaryň goşmaça çeşmesi bolup hem gymmat kagyzlaryň bazarynda alnyp barylýan birža oýunlarynyň bijebaşy hem bolup bilýär» diýip belleýär.

Şu nukdaýnazardan dünýä maliýe bazarlarynda giňden ulanylýan gymmat bahaly kagyzlaryň ähmiýetini, zerurlygyny we görnüşlerini öwrenmek zerur bolup durýar.

«Birža işi we gymmat bahaly kagyzlar bazary» okuw dersi bazar ykdysadyýeti şertlerinde hereket edýän hojalyk subýektleriniň (korporasiýalaryň, kompaniýalaryň we kärhanalaryň) netijeli işlemegi üçin maliýeleşdirmegiň dürli çeşmelerinden gelýän maýa goýumlaryň amatly gurluş barabarlygyny kesgitleýar. Maliýeleşdirmegiň içerki we daşarky çeşmeleriniň gatnaşygy gündelik we düýpli harajatlaryň amala aşyrylmagyny, düşewüntliligiň zerur bolan derejesini, kompaniýanyň ýa-da kärhananyň işiniň barşynda olaryň maliýe ýagdaýynyň durnuklylygyny üpjün edýär. Maliýeleşdiriş çeşmeleriniň gatnaşygynyň amatly ýagdaýyny tapmagyň netijesinde kärhananyň

tölege ukyplylygyny ýokarlandyrmak, esasy maýany çalt depginler bilen täzelemek, täze tehnologik maksatnamalary durmuşa geçirmek amala aşyrylýar.

Hormatly Prezidentimiziň ykdysadyýeti döwrebaplaşdyrmakda durmuşa geçirilýän özgertmelerinde maliýe bazary we onuň gurallary – gymmat bahaly kagyzlar we olaryň önümlerine aýratyn möhüm orun degişlidir. Häzirki döwürde döwletimizde ykdysadyýetimizi döwrebaplaşdyrmak we kämilleşdirmek maksady bilen dünýä ölçeglerine laýyk gelýän kanunçylyk binýady döredilýär. Muňa mysal edip kabul edilen «Türkmenistanyň Merkezi banky hakynda», «Karz edaralary we bank işi hakynda», «Daşary ykdysady gatnaşyklarynda puly kadalaşdyrmak we pula gözegçilik etmek hakyndaky» Kanunlar we «Türkmenistanda gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmegiň 2012–2016-njy ýyllar üçin Döwlet maksatnamasy» şaýatlyk edýär. Şu jähtden «Birža işi we gymmat bahaly kagyzlar bazary» dersi halkara tejribesinde maliýe gurallar bolan – paýnamalar, bergi borçnamalary bazara gatnaşyjylaryň nazary we usulyýet ugurlaryny, bazar işleriniň guramaçylyk esaslaryny utgaşdyrmak bilen, olaryň ähmiýetine we ornuna çuňňur düşünmäge, ykdysadyýetde ulanmak mehanizmine uly üns berýär.

Beýleki ykdysady dersler: «Pul, karz we banklar», «Ykdysady nazaryýet», «Maliýe», «Salgytlar we salgyt salmak», «Bank işi», «Döwlet býujeti», «Daşary döwletleriň maliýesi», «Dünýä maliýe bazary» we maliýe ulgamyna degişli maliýe bazary bilen berk aragatnaşykda we arabaglanyşykda bolmak bilen bu okuw dersi ykdysadyýetimizi döwrebaplaşdyrmakda, maliýe bazary, onuň düzüm bölekleri we durmuş ulgamyny ösdürmekde talyplara ykdysady ösüşiň häsiýetli ugurlaryny öwrenmeklikde zerurdyr.

Okuw kitaby ykdysady ýokary okuw mekdepleriniň talyplary, ykdysatçylar we maliýe bazarynyň hünärmenleri üçin taýýarlanyldy.

Türkmenistanyň Prezidenti
Gurbanguly Berdimuhamedow:

– Häzirki döwürde maliýe ulgamynda başy başlanan düýpli özgertmeler, netijeli işleýän maliýe gurallarynyň geriminiň giňeldilmegi ýakyn geljekde özüniň mynasyp dowamyny tapar. Bu çäreler maýa goýum serişdelerine ösýän islegleri kanagatlandyrmaga ýardam bermek bilen bir hatarda, ykdysadyýetiň düýpli gorlarynyň artmagyna getirmelidir. Ol bolsa, öz nobatynda, oňyn ykdysady ösüşleri üpjün edýän düýpgöter täze maliýe ulgamynyň kemala gelmegine getirer.

I bap. GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY-YKDYSADYÝETI MALIÝELEŞDIRMEGIŇ GOŞMAÇA ÇEŞMESI HÖKMÜNDE

1.1. Öz-özüňi maliýeleşdirmegiň umumy jähtleri

Bazar ykdysadyýeti şertlerinde hereket edýän hojalyk subýektleriniň (korporasiýalaryň, kompaniýalaryň we kärhanalaryň) netijeli işlemegi üçin maliýeleşdirmegiň dürli çeşmelerinden gelýän maýa goýumlaryň amatly gurluş barabarlygyny kesgitlemek zerurdyr. Maliýeleşdirmegiň içerki we daşarky çeşmeleriniň gatnaşygy gündelik we düýpli harajatlaryň amala aşyrylmagyny, düşewüntliligiň zerur bolan derejesini, kompaniýanyň ýa-da kärhananyň işiniň barşynda olaryň maliýe ýagdaýynyň durnuklylygyny üpjün edýär. Maliýeleşdiriş çeşmeleriniň gatnaşygynyň amatly ýagdaýyny tapmagyň netijesinde kärhananyň tölege ukyplylygyny ýokarlandyrmak, esasy maýany çalt depginler bilen täzelemek, täze tehnologik maksatnamalary durmuşa geçirmek amala aşyrylýar.

«Öz-özüňi maliýleşdirmek» düşünjesi ösen ýurtlarda, esasan hem uruşdan öňki döwürde ösüşe eýe boldy. Dünýäde bu adalga Ikinji jahan urşundan soň has giňden peýdalanylyp başlandy.

Bize ABŞ-dan we Angliýadan gelen «öz-özüňi maliýeleşdirmek» (iňlisçe selffinancing) diýen adalga maliýeleşdirmegiň iki içerki çeşmeleriniň, ýagny iri we kiçi ähli kärhanalar üçin amortizasiýa geçirimleriniň we paýlanmadyk peýdanyň paýynyň artmagyna düşünilýär.

Öz-özüňi maliýeleşdirmek korporasiýalaryň öz serişdeleriniň hasabyna olaryň esasy maýasyna goýulýan goýumlaryň maliýeleşdirilmegini, umumy maliýeleşdirilmäni göz öňünde tutýar.

Şeýlelikde, öz-özüňi maliýeleşdirmek içerki çeşmeleri (amortizasiýa geçirimlerini we peýdany) giňden ulanmagy aňladýar.

***Öz-özüňi maliýeleşdirmek** – bu önümçilik-hojalyk işini öz serişdeleriniň hasabyna maliýe taýdan üpjün etmekdir.*

1. Öz-özüňi maliýeleşdirmek bilen karzyň özara gatnaşyklarynyň aýratynlygy toplumlaýyn iş sikliniň şertlerinde içerki çeşmeler bilen çekilen serişdeleriň arasyndaky gatnaşygyň, düzgün bolşy ýaly, üýtgeýändiginden ybaratdyr.

Ykdysady ýokary göteriliş döwürlerinde öz-özüňi maliýeleşdirmegiň paýy azalýar, karzyň we gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň paýy bolsa artýar. Ykdysady ýokary göteriliş döwründe içerki we çekilen çeşmeleriň arasyndaky gatnaşyk adatça, 70%/1030%-e deňdir.

Depressiýa, pese gaçyşlyk şertlerinde göterim möçberiniň ýokary bolmagy sebäpli, karzyň we gymmatly kagyzlaryň paýy 10%-e çenli azalýar, öz-özüňi maliýeleşdirmegiň paýy bolsa 80–90%-e çenli ýokarlanýar.

2. Kapitalizm şertlerinde öz-özüňi maliýeleşdirmegiň aýratynlygy belli bir standart däl konýunktura ýagdaýlarynda maliýeleşdirmegiň içerki we çekilen serişdeleriniň gatnaşygynyň birden üýtgemeginiň bolup geçýänliginden ybaratdyr. 1970–1980-nji ýyllarda ABŞ-da bolup geçen stagflýasiýa (hümmetsizlenmäniň we pese gaçyşlygyň utgaşmagy) muňa mysal bolup biler. Korporasiýalaryň (kärhanalaryň) tölege ukypsyzlygynyň pes şertlerinde öz-özüňi maliýeleşdirmegiň möçberleriniň, ýagny amortizasiýa geçirimleriniň we peýdanyň güýçli azalmagy we çekilen serişdeleriň, ýagny karzlaryň we gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň birden artmagy

bolup geçýär (käbir ýyllarda ABŞ-da çekilen serişdeleriň paýy 70–80%-e çenli baryp ýetdi).

3. Öz-özüňi maliýeleşdirmegiň derejesi pudaklaýyn bölünmeler boýunça tapawutlanýar. Öz-özüňi maliýeleşdirmegiň has ýokary paýy işläp bejerýän senagatda, has pes derejesi bolsa gazyp çykarýan senagatda, kommunal hyzmatlar, ulaglar we aragatnaşyk kärhanalarynda bolýar. Şol bir wagtyň özünde bu pudaklarda öz-özüňi maliýeleşdirmegiň ösüş meýli has aýdyň görünýär.

4. Öz-özüňi maliýeleşdirmek belli bir derejede ýurtlar boýunça hem tapawutlanýar.

Ikinji jahan urşundan soňky döwürde, esasan, ABŞ-da, Kanadada, GFR-de ösüş bolandygy bellendi. Döwlet sektorynyň derejesi belli bir babatda ýokary bolan Fransiýada we Angliýada öz-özüňi maliýeleşdirmek bilen karzyň, gymmatly kagyzlaryň emissiýasy bilen býujetden subsidiýa bermegiň utgaşmagy bolup geçdi. Ýaponiýada karz çeşmeleriň we gymmatly kagyzlaryň derejesiniň ýokary bolmagy pul toplanmalarynyň ýokary ölçegi (normasy) bilen şertlendirilendir.

5. Peýdanyň we amortizasiýanyň gatnaşygy (balans) konýunkturanyň üýtgäp durmagynyň täsiri bilen üýtgeýär.

6. Öz-özüňi maliýeleşdirmek maýa goýumlaryň ösüş depginleriniň pes şertlerinde bolup geçýär we önümçiligiň maýany talap edişiniň, ýagny önümiň birini öndürmek üçin we önümiň birligine düşýän möçberi artdyrmak üçin zerur bolan maýanyň (öňi bilen hem esasy maýanyň) azalmagy bilen şertlendirilendir.

Maýanyň talap edilişiniň derejesi tehniki progrese bagly bolup durýar we önümçiligiň birnäçe anyk tehniki-ykdysady görkezijileri bilen şertlendirilýär. Önümçiligi giňeltmek üçin zerur bolan maýanyň azalmagy çekilen pul maýasyna bolan islegi peseldýär we maýa goýumlaryny köp babatda içerki çeşmeleriň hasabyna maliýeleşdirmäge mümkinçilik berýär.

7. Öz-özüňi maliýeleşdirmegiň ösüşi ýa-da öz-özüňi maliýeleşdirmek işi biri-birine garşy hereket edýän birnäçe şertlere gabat gelýär, olar bolsa ony belli bir çygyrlar bilen çäklendirýär:

- paýlanmadyk peýdanyň çäklendirilen möçberleri;

- pul maýasyny toplamak üçin peýdanyň ulanylmagy (banklardaky hasaplar, döwletiň gymmatly kagyzlary, paýnamalar);
- pudaklaryň ösüşiniň deňeçer bolmazlygy, pudaklaryň (elektron senagat we ylmy-tehniki progresi çaltlandyrýan beýleki pudaklar, magistral gaz we nebit geçirijileriň gurluşygy) çalt ösýän şertlerinde çekilen maýa bolan islegiň gutulgysyz ýokary bolmagy, şunda özüniň içerki serişdeleri ýeterlik bolmaýar we şonuň üçin hem karzlar, aýratyn hem gymmatly kagyzlaryň emissiýasy (esasan hem obligasiýalar) giňden peýdalanylýar.

8. Iri firmalaryň çökmegi we batyp galmagy wagtlaýynça býujet serişdelerini çekmäge mejbur edýär.

9. Ýeňillikli salgyt syýasaty günbataryň ýurtlarynda kompaniýalara we korporasiýalara köp möçberde peýda toplamaga we karzlar we gymmatly kagyzlaryň emissiýasy görnüşinde çekilýän serişdeleri azaltmaga mümkinçilik berýär.

1.2. Mikroderejede öz-özüňi maliýeleşdirmek: düýp manysy we ýörelgeleri

Kompaniýada ýa-da korporasiýada özüniň önümçilik işini amala aşyrmak üçin belli bir möçberde pul serişdeleri ýa-da esasan, peýdanyň we ulanyş geçirimleriniň hasabyna emele getirilýän pul maýasy bolmalydyr. Ilkibaşda, hojalyk subýektleri döredilende önümçilik gaznalaryny (serişdelerini), maddy däl aktiwleri, dolanyşyk serişdelerini satyn almak üçin çeşme bolup esaslyk maýa hyzmat edýär, esaslyk maýanyň serişdeleriniň hasabyna telekeçilik işini amala aşyrmak üçin şertler üpjün edilýär. Soňra önüm öndürmegiň, işleri ýerine ýetirmegiň we hyzmat etmegiň barşynda täze gymmat döredilýär, ol öndürilen önümiň, işleriň we hyzmatlaryň bahasy bilen kesgitlenýär. Taýýar önüm (işler, hyzmatlar) ýerlenenden soň düşewünt (girdeji) peýda bolýar, ol hem kärhananyň hasaplaşyk hasabyna gelip gowuşýar.

Maýanyň dolanyşygynyň barşynda pul maýasy boşaýar. Ol ýerleme netijesinde emele gelýär we geçirilen we täze döredilen bahasy özünde jemleýär. Kärhananyň jemi girdejisini üç esasy element, ýagny dolanyşyk maýasy, esasy maýanyň gymmatynyň önümiň

(işleriň we hyzmatlaryň) bahasyna geçirilen bölegi (ulanyş geçirimleri görnüşinde) we kärhananyň peýdasy emele getirýär.

Bir dolanyşygyň doly toplumynyň (sikliniň) barşynda maýa üç basgançagy geçýär:

1) maýa pul görnüşinde önümçiligiň anyk şertlerine (zähmet serişdeleri, zähmet predmetleri) üçin öňünden berilýär, şunda ol önümçilik görnüşini alýar;

2) önüm taýýarlamagyň barşynda önümçilik maýasy kem-kemden haryt görnüşini alýar;

3) öndürilen önümleriň we hyzmatlaryň ýerlenişine görä önümçilik maýasy pul maýasyna öwrülýär.

Ähli basgançaklary yzygiderli geçmek we özüniň peýdalanylýan görnüşini üýtgetmek bilen maýa gönüden-göni önümçilik ulgamynda-da, dolanyşyk ulgamynda hem hereket edýär.

Dolanyşygyň barşynda önümçilik maýasynyň dürli görnüşleri dürlüçe hereket edýärler. Önümçilik maýasynyň bir bölegi zähmet serişdeleri görnüşinde uzak döwrüň dowamynda hereket edýär, – ***bu esasy maýadyr,*** onuň beýleki bölegi önümçiligiň barşynda bir gezek peýdalanylýar – ***bu dolanyşyk maýasydyr***. Önümiligiň barşynda esasy maýa haryt maýasynyň belli bir bölegine öwrülmek bilen, kem-kemden, bölekleýin, özüniň könelişine baglylykda öz gymmatyny öndürilýän önüme (harytlara, hyzmatlara) geçirýär. Bu iş köp önümçilik sikllериniň dowamynda amala aşyrylýar we esasy maýanyň öňünden goýlan zähmet serişdeleriniň aýry-aýry görnüşleri doly könelýänçä dowam edýär.

Dolanyşyk maýasy toplanyş we önümçiligi giňeltmek üçin maliýeleşdiriş çeşmesi bolup hyzmat edip bilmez, çünki ol gysga wagtyň içinde önümçilik işiniň üznüksizligini üpjün etmek üçin zähmetiň we maddy elementleriň belli bir möçberini satyn almak ýoly bilen önümçilik maýasyna öwrülmelidir.

Kärhananyň öz-özüni maliýeleşdirmeginiň esasy çeşmeleriniň biri hem onuň ***peýdasydyr***. Eýeçiligiň paýdarlar jemgyýeti görnüşinde kärhananyň peýdasy, býujete salgytlar aýrylandan soň, diwedendler görnüşinde paýdarlaryň peýdasyna we kärhananyň ygtyýarynda galan paýlanmadyk peýda bölünýär.

Käbir ýagdaýlarda paýdarlara tölenýän diwidendleriň bir bölegi paýdarlaryň özleriniň çözgüdi boýunça maýa goýumlara gönükdirilip bilner, ýagny kärhanany maliýeleşdirmegiň çeşmesi bolup hyzmat edip biler, ýöne bu diňe karz maýasy bazarynyň üstünden amala aşyrylmalydyr.

Kärhananyň öz-özüni maliýeleşdirmeginiň ýene bir çeşmesi bolup ulanyş geçirimleri çykyş edýär, ol önümçiligiň barşynda könelýän esasy maýanyň gymmatyny görkezýär. Uzak wagtyň dowamynda üznüksiz önümçiligi amala aşyrmak üçin kärhana ulanyş geçirimleriniň möçberinde esasy maýa goýumlary amala aşyrmalydyr. Esasy maýanyň täzelenmegi ýönekeý görnüşde hem, üznüksiz önümçilik görnüşinde hem täze tehniki we tehnologik esasda geçirilip bilner, bu bolsa zähmet öndürilijiligini ýokarlandyrmak üçin obýektiw esas bolup hyzmat edýär. Esasy maýanyň uzak wagtyň dowamynda peýdalanylmagy ulanyş geçirimleriniň toplanmagyna ýardam edýär, olar bolsa maýa goýumlaryny maliýeleşdirmek üçin peýdalanylýan pul maýasynyň möhüm çeşmesi bolup hyzmat edýär.

Kompaniýalaryň we kärhanalaryň derejesinde pul maýasynyň toplanyşyny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek, diýmek, kärhanalaryň öz-özüni maliýeleşdirmegini düzgünleşdirmek, salgyt syýasaty arkaly amala aşyrylýar. Döwletiň maliýe syýasatynyň bir bölegi hökmünde salgyt syýasaty hökümetiň çökgünlige, hümmetsizlenmä garşy çäreler toplumy bilen baglydyr. Salgyt ulgamy diňe bir döwlet we ýerli býujetler üçin girdeji almagyň çeşmesi hökmünde peýdalanylman, eýsem korporasiýalarda pul maýasynyň toplanyşyny goşmak bilen, ykdysadyýeti döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň möhüm guraly bolup çykyş edýär.

Pul maýasynyň toplanyşyny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek üç esasy ugur boýunça alnyp barylýar: ulanyş (amortizasiýa) syýasaty, salgyt syýasaty we subsidiýalar, subwensiýalar, karzlar we dotasiýalar syýasaty. Haýsydyr bir ugruň ähmiýetine artyk baha berip bolmaz, çünki olaryň ählisi kärhananyň ýa-da kompaniýanyň girdejisini emele getirmäge niýetlenendir. Emma pul maýasyny emele getirmegiň üç çeşmesi jogapkärçiligiň dürli derejesinde durýar: ulanyş geçirmleri gaznasyny kärhananyň administrasiýasy (ýolbaşçylary) ygtyýar

edýärler, peýdany paýdarlar, subsidiýalar, dotasiýalar, ýeňillikler (salgyt karzlary) görnüşindäki salgytlary bolsa döwlet dolandyrýar.

Ulanyş (amortizasiýa) fiziki we moral taýdan könelýän enjamyň hyzmat etmeli (işlemeli) möhleti bilen kesgitlenýär. Şonuň üçin kärhana ony hasapdan öçürmegiň amatly möhletlerini tapmaga çalyşýar. Enjamyň moral taýdan könelmegini hasaba almak üçin onuň has çalt hasapdan öçürilmegi ulanyş geçirimleriniň artmagynyň hasabyna taýýar önümiň bahasynyň ýokarlanmagyna getirýär we kärhananyň bazardaky bäsleşik derejesini peseldýär. Muňa garamazdan bazaryň häzirki zaman ösüşinde çalt amortizasiýa meýli görünýär. Enjamy çalt hasapdan öçürmek bilen taýýar önümiň bahasynyň ýokarlanmagynyň arasyndaky gapma-garşylyk ylmy-tehniki progres, döwletiň amortizasiýa syýasaty, bazarda monopoliýalaryň agalyk etmegi, şeýle hem peýdadan alynýan salgytlar bilen deňleşdirilýär (ýitip gidýär). Munuň üstesine hem soňky döwürde ulanyş geçirimleriniň maliýeleşdiriş çeşmesi hökmündäki roly ýokarlandy, sebäbi peýdadan tapawutlylykda olara salgyt salynmaýar. Çalt hasapdan öçürmek amortizasiýany artdyrmaga we peýdany azaltmaga, diýmek, salgydy azaltmaga mümkinçilik berýär, ol hem öz gezeginde kärhananyň pul maýasynyň artmagyna ýardam edýär.

Peýda öz-özüňi maliýeleşdirmegiň möhüm çeşmesi bolup hyzmat edýär, aýratyn hem ykdysadyýetiň kadaly hereket edýän, JMÖ-niň ýylda 3–4%-e ýetýän döwründe bu şeýle bolýar. Peýdanyň ulanylyşyny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek peýdadan alynýan salgydyň möçberini, şeýle etmek bilen hem maýa goýumlary maliýeleşdirmek üçin kärhananyň ygtyýarynda galýan peýdanyň bir böleginiň möçberini kesgitlemekden ybaratdyr. Kärhanany ösdürmekde peýdadan alynýan salgydyň roluna ABŞ-nyň, Ýaponiýanyň we beýleki günbatar ýurtlarynyň mysalynda seredip bolar, bu ýurtlarda 1980-nji ýyllaryň başynda peýdadan alynýan salgyt 2 esse töweregi azaldyldy, bu bolsa korporasiýalaryň girdejileriniň artmagyna, maýa goýumlaryň giňelmegine, netijede bolsa peýdadan býujete geçirimleriň absolýut derejede artmagyna getirdi. Peýdadan alynýan salgytlary azaltmak syýasatyny Günbatar Ýewropanyň ähli ýurtlary, ABŞ we Ýaponiýa peýdalandylar. Peýdadan alynýan salgyt arkaly peýdany döwlet tarapyndan düzgünleşgirmek kärhanalaryň maýa

goýum üçin gönükdirýän serişdeleriniň derejesine göni däl täsir etmek bolup durýar, çünki salgyt tölenenden soň galýan arassa peýda kärhana tarapyndan ýöne pul maýasyny toplamaga hem gönükdirilip bilner. Soňky döwürde döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek peýdanyň maýa goýuma gönükdirilýän bölegini salgyt salmakdan çykarmagyň hasabyna maýa goýumlary göni dolandyrmak ýoluna düşdi.

Maýa goýumlaryň üçünji çeşmesini – *salgydy* döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek býujetiň dürli derejeleriniň üstünden, soňky döwürde bolsa täze görnüşiň – «salgyt karzynyň» üstünden amala aşyrylýar. Günbarat Ýewropada döwlet paýnamalary satyn almak (gözegçilik bukjasyna çenli ýa-da doly), kärhanany batyp galmakdan saklamak maksady bilen býujetden hemişe dotasiýa bermek ýaly gurallaryň kömegi arkaly korporasiýalaryň maýa goýum gaznalaryny emele getirmäge işjeň gatnaşdy. Birinji nobatda bu gazyp çykarýan (aýratyn hem Angliýada), işläp bejerýän pudaklara, iri maşyn gurluşyk, hususan-da, awtomobil gurluşygy (Fransiýa, ABŞ) kompaniýalaryna degişlidir. Emma iri korporasiýalar döwletiň goldawyna höwesli däldirler, çünki bu olaryň abraýynyň (derejesiniň) peselmegine we gazna biržalarynda olaryň paýnamalarynyň kesilen nyrhynyň gaçmagyna getirýär.

Ykdysadyýeti diwersifikasiýalaşdyrmak, döwrebaplaşdyrmak we dünýä hojalygyna goşulmagynyň zerurlygyndan ugur almak bilen dünýä maliýe çökgünliginiň ýetiren ykdysady ýitgileriniň öwezini dolmak we şeýle çökgünlikleriň gaýtalanmazlygynyň öňüni almak maksady bilen döwletlerde amala aşyrylýan maýa goýum syýasaty öz içine şu aşakdaky esasy ýörelgeleri alýar:

– maýa goýum işiniň ileri tutulýan ugurlaryny kesgitlemek;
– maýa goýum işini kadalaşdyrmagyň esasy ýörelgelerini işläp taýýarlamak;
– maýa goýum işlerinde serişdelere bolan isleglere dürs baha bermek;
– maýa goýum işini kämilleşdirmegiň we maýalary çekmegiň ýollaryny we tapgyrlaryny aýdyňlaşdyrmak;
– maýa goýum işine serişdeleri gönükdirmegiň strategik ugurlaryny bellemek;
– maýa goýum serişdelerini ýerleşdirmek syýasatyny durmuşa geçirmegiň netijeli gurallaryny saýlap almak;

– ykdysadyýetiň ileri tutulýan ugurlarynda döwletiň maýa goýum işjeňliginiň ýokary derejesini saýlamak;
– hojalyk işlerini alyp barmakda gyradeň şertleri döretmegiň, salgyt we gümrük düzgüninde, iş şetlerinde amatly ýeňillikleri bolan erkin ykdysady zolaklary döretmegiň hasabyna ýurtda maýa goýmaga aňrybaş amatly ýagdaýy döretmek;
– eýeçiligiň köpdürli görnüşlerini işjeň ýagdaýda ösdürmek, öz maýa goýum taslamalaryny maliýeleşdirmekde kärhanalaryň içerki (hususy) toplanyş çeşmeleriniň ornuny artdyrmak;
– merkezleşdirilen maýa goýumlaryň hasabyna kärhanalara netijeli döwlet goldawyny bermek;
– orta we kiçi telekeçilige ýeňillikli göterimli karzlary bermek we dünýä tejribesinde ulanylýan beýleki maliýe goldawlary bilen üpjün etmek;
– döwletiň hukuk – kadalaşdyryjy binýadyny pugtalandyrmak we kämilleşdirmek;
– maýa goýum taslamalaryny bilelikdäki döwlet-täjirçilik usulynda maliýeleşdirmegiň tejribesini düýpli artdyrmak.

1.3. Makroderejede öz-özüňi maliýeleşdirmek we gymmatly kagyzlar bazary

Toplanan pul maýasynyň artmagy islegleriň we teklipleriň täsiri bilen karz maýanyň ondan-oňa geçýän ulgamyny görkezýän karz maýalary bazarynyň ösmegini şertlendirdi. Önümçiligiň barşynda boşaýan pul maýasy bazaryň üsti bilen karz maýasy görnüşinde şol ýere gönükdirilýär, soňra bolsa ýene-de karz berijä gaýdyp gelýär. Karz maýalar bazary önümçiligiň we haryt dolanyşygynyň artmagyna, maýanyň ýurduň içindäki hereketine, tygşytlanan pullaryň maýa goýumlara öwrülmegine, ylmy-tehniki progrese, esasy maýany täzelemäge ýardam edýär. Karz maýasynyň esasy wezipeleriniň biri hem kärhanalaryň, ilatyň, döwletiň pul serişdelerini jemlemek we maýa goýuma gönükdirmek ýoly bilen olary karz maýasyna öwürmek bolup durýar.

Karz maýalar bazarynyň gurluşy, iki esasy elementden, ýagny karz-maliýe institutlaryndan we gymmatly kagyzlar bazaryndan emele gelýär.

Karz-maliýe institutlary ilat, kärhanalar we döwlet tarapyndan toplanýan pul maýasyny jemleýär we ony karz bermek we gymmatly kagyzlary satyn almak üçin peýdalanýar.

Häzirki wagtda ykdysadyýeti maliýeleşdirmäge ***gymmatly kagyzlaryň üç bazary*** – biržadan daşary, gazna (birža) we köçe bazary gatnaşýar. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygyň biržadan daşary bazary karz-maliýe ulgamynyň ýokarda durýan böleginiň (nadstroýkasynyň) möhüm elementi bolup durýar, çünki ol gymmatly kagyzlaryň täze goýberişlerini gurşap alýar we esasan, üznüksiz önümçilik işini maliýeleşdirmegi amala aşyrýar. Gymmatly kagyzlaryň gazna bazary gymmatly kagyzlaryň ozalky goýberişleriniň dolanyşygy bilen meşgullanýar; şonuň bilen bir wagtda kärhanalara gözegçiligiň gaýtadan paýlanmagy bolup geçýär. Şeýle hem biržanyň üstünden kärhanalary bölekleýin maliýeleşdirmek amala aşyrylýar. Soňky döwürde şunuň ýaly maliýeleşdirmäge köçe bazary hem işjeň gatnaşýar.

Esasy maýanyň täzelenmek prosesi gymmatly kagyzlaryň (obligasiýalaryň we paýnamalaryň) täze emissiýalarynyň çykarylmagyna islegi şertlendirdi. Bu usullar ABŞ-da, Kanadada, Beýik Britaniýada, GFR-de, Ýaponiýada we beýleki birnäçe ýurtlarda giňden peýdalanylýar.

Biržadan daşarky bazarda peýdalanylýan gymmatly kagyzlaryň esasy görnüşi, paýnamalary satmagyň hem amala aşyrylýandygyna garamazdan, obligasiýalar bolup durýar. Biržadan daşarky bazarda araçylar bolup maýa goýum banklary, bankçylar öýleri we ýöriteleşdirilen dellalçylyk we *dilerçilik* firmalary çykyş edýärler.

Gymmatly kagyzlar bazary ykdysadyýeti maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesi bolup hyzmat edýär. Bazaryň subýektine hususy telekeçiler, döwlet we şahsy adamlar degişli bolup, olaryň işi gymmatly kagyzlaryň hümmetini we bazar konýunkturasyna baglylykda onuň üýtgäp durmagyny emele getirýär, ýagny islegiň artmagy hümmeti ýokarlandyrýar we teklibi peseldýär we tersine, teklibiň islegden artyk gelmegi hümmeti peseldýär.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň işi gymmatly kagyzlaryň, ýagny fiktiw maýanyň hereketiniň üsti bilen amala aşyrylýar. Maýa goýumçy özüniň karz alan maýasyny girdeji almak islegi hökmünde görkezýär, bu bolsa ony gymmatly kagyzlary ýerlemek ýoly bilen pul maýasy

görnüşine öwürmek mümkinçiligi bilen üpjün edilýär. Şeýlelikde, maýanyň dolanyşygy fiktiw maýanyň gazna bazarynyň üstünden pul maýasyna öwrülmegi bilen tamamlanýar.

Maýa goýmagyň paýdarlyk görnüşi karz göteriminiň ortaça möçberinden pes bolmadyk derejede girdejini göz öňünde tutýar, bu bolsa ony paýnamany çykaran öndürijä garaşsyz peýdalanmaga mümkinçilik berýär, çünki paýdara özüniň fiktiw maýasyny islendik wagtda pula öwürmäge mümkinçilik berilýär.

Häzirki zaman şertlerinde pul maýasyny jemlemekde we serişdeleri tygşytlamakda gymmatly kagyzlar bazarynyň roly ýokarlanýar, ýagny gymmatly kagyzlar bazary ykdysadyýeti maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesine öwrülýär. Gymmatly kagyzlar bazary funksional babatda karz kagyzlar bazaryna girýär we onuň bilen ýakyndan baglydyr. Mundan başga-da, gymmatly kagyzlar bazaryndaky amallaryň hereketini haýallamagy (çaltlanmagy) karz maýasynyň hereketine, onuň gurluşyna we hereket edişine täsir edýär. Ykdysadyýeti maliýeleşdirmegiň çeşmeleriniň gatnaşygy boýunça maglumatlar 1-nji tablisada getirilýär.

1-nji tablisa

Ykdysadyýeti maliýeleşdirmegiň çeşmeleriniň gatnaşygy (%)

Çeşmeler	Kadaly ykdysady ösüş	Ykdysady pese gaçyş, çökgünlik	Ykdysady ýokary göteriliş	Stagflýasiýa
Içerki çeşmeler	**70**	**80**	**60**	**50**
paýlanmadyk peýda	40	30	35	20
amortizasiýa	30	50	25	30
Çekilen çeşmeler	**30**	**20**	**40**	**50**
bank karzy	10	5	10	15
gymmatly kagyzlaryň emissiýasy	20	15	30	35
paýnamalar	5	5	10	10
korporatiw				25
obligasiýalar	15	15	20	
Jemi	**100**	**100**	**100**	**100**

Ykdysady konýunkturanyň üýtgeýän şertlerinde maliýeleşdirmegiň içerki çeşmeleri bilen çekilen çeşmeleriniň arasyndaky balans üýtgeýär. Konýunktura nähili ýagdaýda üýtgände hem kärhanalar,

düzgün bolşy ýaly, obligasiýalaryň agdyklyk edýän gymmatly kagyzlaryny emissiýa etmän oňup bilmezler.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň üstünden önümçilige maýa goýmagyň möhüm usullarynyň biri hem korporatiw obligasiýalary çykarmak bolup durýar, olar 5 ýyldan ýokary bolan döwür üçin maýany çekýärler. Obligasiýalaryň kömegi bilen karzlaşdyrmagyň aýratynlygy beýleki gymmatly kagyzlar bilen deňeşdireniňde, olaryň durnuklylygynyň ýokarylygy, bazaryň konýunkturasyna garaşlylygynyň pesdigi, döwlet obligasiýalarynyň girdejiligi bilen korporasiýalaryň obligasiýalarynyň girdejiliginiň arasyndaky göterimlerdäki tapawut bilen kesgitlenýänligi, onuň bolsa tölege ukuplylyk töwekgelçiligi bilen baglydygy, olaryň has ygtybarlylygy bolup durýar.

Içerki serişdeler bilen çekilen serişdeleriň arasyndaky gatnaşyk diňe bir konýunktura düşünjeleri boýunça üýtgäp bilmez. Meselem, eýeçiligiň döwlet we garyşyk görnüşleri bolan ýurtlarda maliýeleşdirmegiň görkezilen serişdeleri bilen bir hatarda *býujetden maliýeleşdirmek* hem bolýar. Mundan başga-da, býujet çeşmesi bergisi köp bolan kärhanalaryň tölege ukyplylygy ýaramazlaşan ýagdaýynda ýüze çykyp biler. Şeýle ýagdaýlarda Günbatar ýurtlarynda döwlet olara býujetden wagtlaýynça kömek berýär. Şunda kärhananyň özi bazardaky abraýyny gaçyrýan maliýe kynçylyklaryny çalt ýok etmäge çalyşýar. Meselem, 1980-nji ýyllarda ABŞ-nyň federal býujetinden Chrysler (Kraýsler) awtomobil korporasiýasyna kömek berildi. Şunuň ýaly tejribe Günbatar Ýewropada we Ýaponiýada giňden ulanylýar. Şunda gymmatly kagyzlaryň emissiýasy bolup geçýär.

Maliýeleşdirmegiň içerki çeşmelerinden alnan serişdeler bilen gymmatly kagyzlar bazarynda alnan serişdeleriň arasyndaky gatnaşygyň beýleki bir möhüm aýratynlygy pudaklaýyn çemeleşme bolup durýar. Meselem, işläp bejerýän pudaklarda içerki çeşmeler (70–80 %), gazyp çykarýan senagatda çekilen serişdeler (70–80%) agdyklyk edýär, şunda olaryň 50–60%-i gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň (esasan, obligasiýalaryň) paýyna düşýär, bu hem ykdysadyýetiň hakyky sektoryny maliýeleşdirmekde gymmatly kagyzlaryň ornunyň ýokarydygyny tassyklaýar.

Türkmenistanyň Prezidenti
Gurbanguly Berdimuhamedow:

– Bazar ykdysadyýeti şertlerinde ýokary ykdysady ösüşleri gazanmagyň zerur şertleriniň biri-de amatly institusional ýagdaýlaryň döredilmegi bolup durýar. Munuň üçin milli ykdysadyýetiň ösüşiniň özboluşly aýratynlyklaryny nazarlaýan bazar institutlarynyň (şol sanda çig mal, haryt we maliýe bazarlarynyň) bolmagy zerurdyr.

II bap GYMMATLY KAGYZLARYŇ GÖRNÜŞLERI

2.1. Gymmatly kagyzlaryň klassifikasiýasy

Gymmatly kagyzlar bazary maliýe bazarynyň bir bölegi bolmak bilen, häzirki zaman ykdysadyýetinde uly orun tutýar. Eýeçiligiň dürli görnüşleriniň, paýdarlar jemgyýetleriniň bolmagy, gymmatly kagyzlary çykarmak ýoly bilen zerur serişdeleri çekmek mümkinçiligi makro we mikro derejelerde pul serişdelerini jemlemäge ýardam edýän gymmatly kagyzlar bazarynyň üsti bilen pul toplanmalaryny gaýtadan paýlamagyň mehanizminiň döredilmegini şertlendirdi. Mundan başga-da, döwlet we munisipal býujetleriň gündelik we toplanan ýetmezçilikleriniň üstüni ýapmak üçin pul serişdelerini birleşdirmek gymmatly kagyzlary emissiýa etmek arkaly amala aşyrylýar.

Gymmat bahaly kagyzlar bazary maliýe bazarynyň düzüm bölegi bolmak bilen ol kapitalyň bazary bilen pul bazarynyň arasyndaky orny eýeleýär. Gymmat bahaly kagyzlar bazarynyň aşakdaky wezipeleri bar:

– wagtlaýyn erkin maliýe serişdeleriniň jemlemek we olary anyk maýa goýum işlerine gönükdirmek;
– bazar infrastrukturasyny döretmek we ösdürmek;

- täze gymmat bahaly kagyzlary çykarmak we olaryň dolanyşygyny üpjün etmek;
- nyrh emele getiriş ulgamlaryny kämilleşdirmek;
- isleg bilen teklibiň deňeçerligini saklamak;
- maliýe bazaryny işeňňirleşdirmek;
- hümmetsizlenmäniň derejelerini peseltmek;
- hukuk-kada esaslaryny kämilleşdirmek;
- döwlet, biržа kadalaşdyrylyşynyň esasynda gözegçiligi üpjün etmek;
- öz-özüni kadalaşdyrýan bazara gatnaşyjylarynyň işlerini düzgünleşdirýän guramalary kämilleşdirmek;
- bukja strategiýasyny işläp düzmek;
- maýa goýum töwekgelçiliklerini peseltmek;
- marketing işlerini alyp barmak;

Gymmat bahaly kagyzlar bazary maliýe bazaryna mahsus we özboluşly wezipeleri ýerine ýetirýär.

Umumy bazar wezipelerine aşakdakylar degişlidir:

1. Wagtlaýyn erkin maliýe serişdelerini toplamak we olary bazara gatnaşyjylaryň bähbitlerini we milli ykdysadyýetiň bähbitlerini göz öňünde tutup ***maliýe serişdelerini bir ýere jemlemek***;
2. Maliýe aktiwlerini (işeňňirlerini)ahyrky sarp edijilere ýetirmegi amala aşyrýan ***guramaçylyk wezipesi.*** Bu işler gymmat bahaly kagyzlary ýerleşdirmek maksady bilen dürli institutlary (banklar, biržalar, broker kontoralary inwestision fondlar we ş.m.) döretmek arkaly ýerine ýetirilýär;
3. Bazara gatnaşyjylar üçin düzgünleri kesgitlemek dolandyryjy we gözegçilik guramalary kesgitlemek bazara gatnaşyjylary arasyndaky jedelleri çözmegiň tertibini kesgitlemek boýunça ***kadalaşdyryş wezipeleri***;
4. Bazara gatnaşyjylar bolan kanuny we şahsy taraplaryň bazaryň subýektleri bolmak üçin olaryň girdeji, dolandyrmak ýa-da emläk hukuklaryny kesgitlemek boýunça ***höweslendiriş wezipesi***;

5. Kanunçylyk namalarynyň ýerine ýetirilişine söwdalaryň düzgünleriniň berjaý edilişine, bazara gatnaşyjylaryň etiki normalarynyň ýerine ýetirilişine ***gözegçilik ediş wezipesi***;
6. Gymmat bahaly kagyzlaryň bazar nyrhlaryň emele gelmegine, hereketine, isleg bilen teklibiň deňeçerligini üpjün etmek maksady bilen we olar boýunça geçirilýän amallara gözegçilik edýän ***nyrhlar wezipesi***;
7. Gymmat bahaly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylara amallardan girdejini üpjün edýän ***täjirçilik wezipesi***;
8. Söwdanyň obýekti we olara gatnaşyjylar baradaky maglumatlary bazaryň ykdysady subýektlerine ýetirýän ***maglumatlar wezipesi***.

Gymmat bahaly kagyzlar bazarynyň özboluşly wezipeleri aşakdakylardan ybarat:

1. ***Gaýtadan paýlamak wezipesi.*** Bu wezipe öz içine aşakdakylary alýar:
   Pul serişdeleriniň pudaklaryň, sebitleriň, çäkleriň, döwletleriň, ilatyň toparlarynyň we gatlaklarynyň kärhanalaryň we döwletleriň arasynda çalt gaýtadan paýlanylmagy;
   Süýşürintgileriň önümçilik däl görnüşden önümçilik görnüşine geçirilmegi.
2. ***Hasap wezipesi***. Bu wezipe aşakdaky borçnamalarda ýüze çykýar:

– Bazarda aýlanýan dürli gymmat bahaly kagyzlaryň reestirlerdäki hasabyny alyp barmak.
– Ygtyýarlandyrmak arkaly gymmat bahaly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylary hasaba almak.
– Biržada geçirilýän amallaryň ýazgysyny geçirmek, alyp satmak, girew, trast, konwertasiýa we beýleki şertnamalary resmileşdirmek.

3. Fýuçers we opsion geleşiklerini düzmek arkaly ***nyrhlar we maliýe töwekgelçiliklerini ätiýaçlandyrmak wezipesi.***

4. Dolanyşykdaky pul massasynyň möçberini kadalaşdyrmak maksady bilen öz wagtynda döwletiň bergi borçnamalaryny çykarmak we öçürmek bilen ***pul dolanyşygyna täsir etmek.***
5. Dolanyşyga goşmaça pul serişdelerini goýbermezden ***döwlet býužetiniň ýetmezçiligini maliýeleşdirmek***.
6. Ykdysadyýeti restruktruzasiýalaşdyrmakda hususylaşdyrmakda gymmat bahaly kagyzlary ***ulanmak***.

Dünýä tejribesinde gymmat bahaly kagyzlar bazarynyň üç modeli bellidir:

1. Bank däl modeli – bu ýerde dellal hökminde gymmat bahaly kagyzlar boýunça bank däl kompaniýalar çykyş edýär. Şeýle model ABŞ-da hereket edýär;
2. Bank modeli – bu ýerde dellallar bolup banklar çykyş edýär. Şeýle model Germaniýa üçin häsiýetlidir;
3. Garyşyk modeli – bu ýerde dellallar bolup banklar şeýle hem bank däl kompaniýalar çykyş edýär. Bu model Ýaponiýada we Russiýa Federasiýasynda hereket edýär.

Dünýäde maliýe bazarlarynda gymmatly kagyzlaryň görnüşleri örän köp dürli bolup, olary ol ýa-da beýleki alamat boýunça toparlara bölmek kabul edilendir. Gymmatly kagyzlary ***emitentler, dolanyşyk wagty, girdejini tölemegiň usuly, ykdysady tebigaty, töwekgelçilik derejesi, çäkler*** we ş.m. boýunça klassifikasiýa bölýärler.

Gymmatly kagyzlaryň esasy emitentleri ***hususy sektor, döwlet we daşary ýurtly subýektler*** bolup durýar; şol sebäbe görä, ***emitentler boýunça*** gymmatly kagyzlar hususy, döwlet we halkara gymmatly kagyzlary diýip bölünýär, olar hem öz gezeginde kiçi toparlara bölünýärler.

Hususy gymmatly kagyzlary maliýe däl korporasiýalar we karzmaliýe institutlary (banklar, ätiýaçlandyryş we maýa goýum kompaniýalary we beýlekiler) çykarýarlar.

Döwletiň gymmatly kagyzlary merkezi hökümet tarapyndan hem, ýerli häkimiýet edaralary tarapyndan hem çykarylýar.

Halkara gymmatly kagyzlar ***emitentler, walýuta, dolanyşyk möhletleri*** we ş.m. boýunça tapawutlanýar.

Gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň öňünde olara berkidilen hukuklary amala aşyrmak boýunça borçnamalary öz adyndan alyp barýan kanuny tarap ýa-da ýerli ýerine ýetiriji häkimiýet edarasy ýa-da ýerli öz-özüňi dolandyryş edaralary gymmatly kagyzlaryň emitenti bolup biler.

Gymmatly kagyzlar olara bolan hukuklaryň geçişine we bu hukuklaryň amala aşyrylyşyna baglylykda ***atly*** we ***görkezene bermek*** şertli gymmatly kagyzlara bölünýär. ***Atly*** emission gymmatly kagyzlar belli bir eýä ýazylyp berilýär, bu eýe baradaky maglumat emitente gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawy görnüşinde elýeterli bolmalydyr. Atly gymmatly kagyzlara bolan hukuklaryň geçmegi we olarda bellenen hukuklaryň amala aşyrylmagy onuň eýesiniň hökmany suratda identifikasiýa edilmegini talap edýär.

Görkezene bermek şertli emission gymmatly kagyzlar hukuklary ýerine ýetirmek üçin eýäniň identifikasiýa edilmegini talap etmeýär we bu gymmatly kagyz bilen tassyklanan hukuklar beýleki şahsa ýöne gowşurmak ýoly bilen berilýär.

Resminamalaýyn we ***resminamalaýyn däl*** gymmatly kagyzlar tapawutlandyrylýar. Häzirki wagtda gymmatly kagyzlar, esasan, magnit ýa-da beýleki maglumat göterijilerde alnyp barylýan hasaplardaky ýazgylar görnüşinde bolýar. Şunuň ýaly gymmatly kagyzlar bilen geleşikler amala aşyrylanda (olar satyn alnanda) onuň eýesine satyn alnan gymmatly kagyza eýelik hukugyny tassyklaýan sertifikat berilýär.

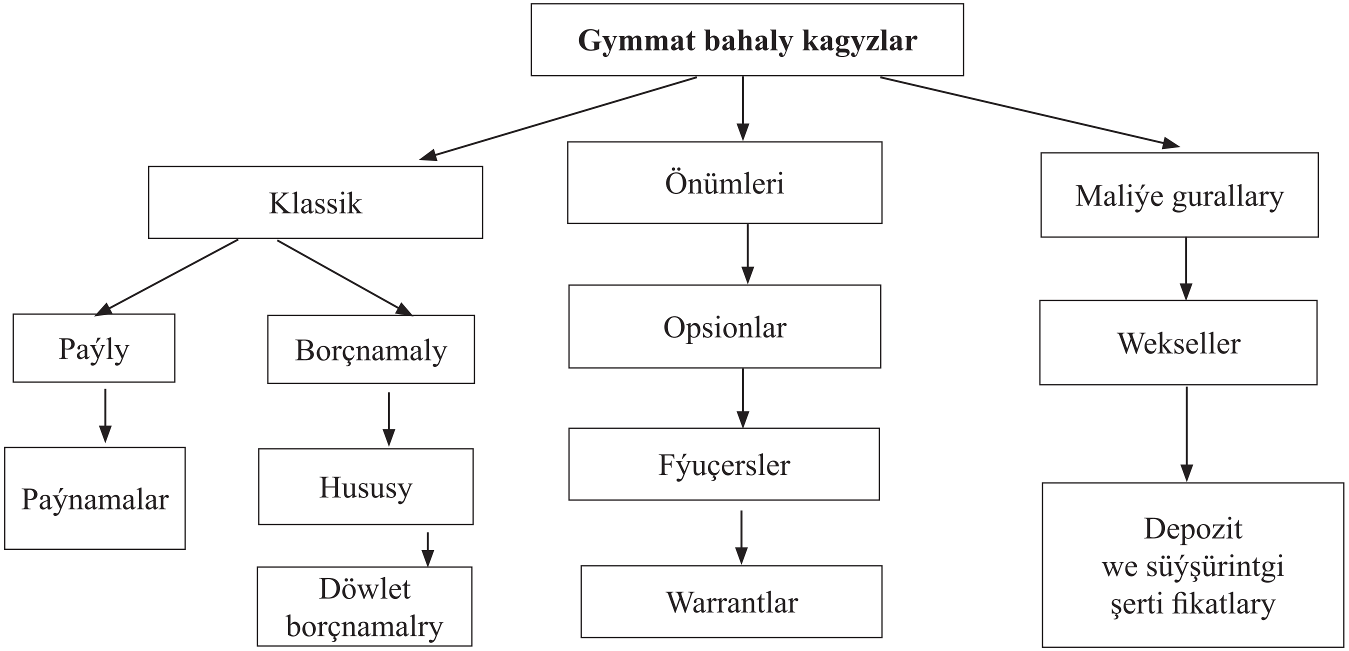
Amallar geçirilende eýesiniň gymmatly kagyzlara bolan hukuklarynyň we bu hukuklary tassyklamagyň tertibiniň dürli-dürli bolýandygy bilen baglylykda, gymmatly kagyzlaryň ***paýly kagyzlar***, ***bergi kagyzlary*** we ***döredilen*** görnüşleri bolýar.

Döredilen gymmatly kagyzlaryň nusgawy (klassik) görnüşlerini we maliýe gurallaryny aşakdaky tablisade görkezip bolar (*2, 3-nji tablisalar*).

2-nji tablisa

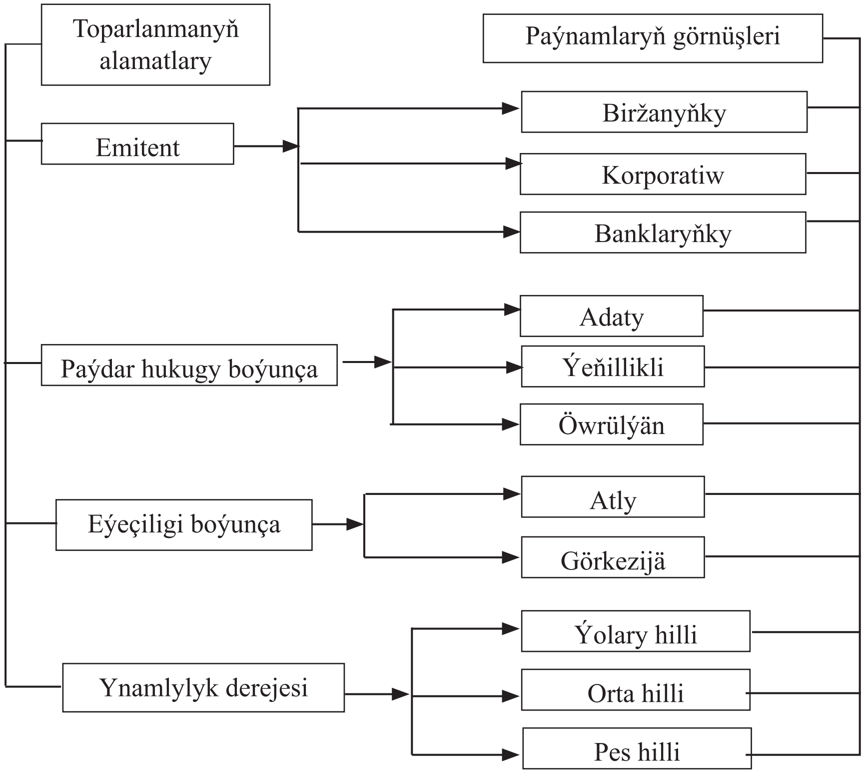
Gymmatly kagyzlaryň klassifikasiýasy

Klassik gymmat bahaly kagyzlaryň önümleri we maliýe gurallary



3-nji tablisa

Paýnamalaryň görnüşleri

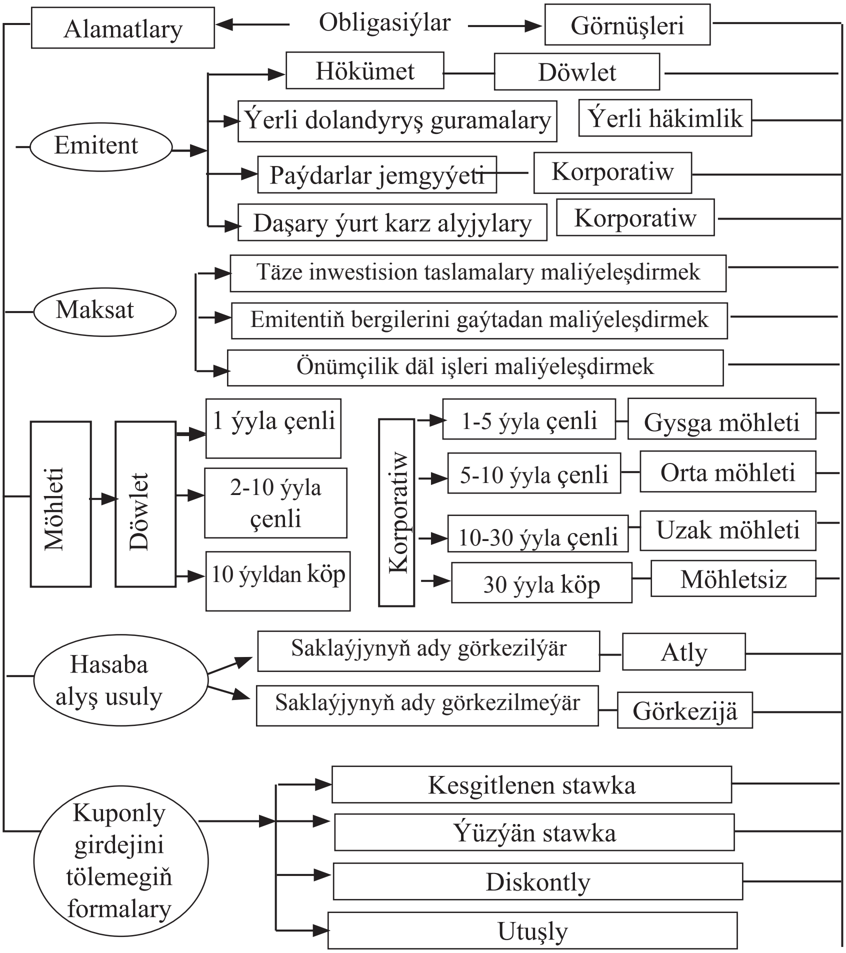


Obligsiýa – bergi borçnamasy – bu ony saklaýjynyň, obligasiýanyň emitentinden, obligasiýada göz öňünde tutulan möhletde, onuň nominal bahasyny we bu bahanyň onda görkezilen göterimini ýa-da beýleki bir emläk ekwiwalentini almaga hukugyny belleýän emission gymmatly kagyzdyr.

Obligasiýalar emitentler, çykarmagyň maksatlary, karzyň möhletleri, hasaba almagyň usullary we girdejini tölemegiň görnüşleri boýunça tapawutlanýarlar (*4-nji tablisa*).

4-nji tablisa

Obligasiýalaryň tapawutlandyrylyşy



Gymmat bahaly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylar aşakdaky talaplary berjaý etmelidirler:

- Işleriň aýry-aýry görnüşleri boýunça meşgullanmaga rugsat berýän ygtyýarnamanyň bolmagy;
- Hususy serişdeleriň bolmagy;
- Gymmatbahaly kagyzlar bilen işleýän ýokary derejeli hünärmenleriň bolmagy;

- Gymmat bahaly kagyzlar boýunça amallary alyp barýan hasabyň we hasabat ulgamynyň bolmagy;
- Gymmat bahaly kagyzlar bazarynda hereket edýän ähli kanunçylyk we hukuk namalarynyň doly ýerine ýetirilmegi.

2.2. Korporatiw gymmatly kagyzlar

Korpopatiw gymmatly kagyzlar (paýnamalar we obligasiýalar) korporasiýalar, kompaniýalar we kärhanalar (kanuny taraplar) tarapyndan – düzgün bolşy ýaly, paýdarlar jemgyýetleri tarapyndan çykarylýar.

Paýnamalar. Ilkinji paýdarlar jemgyýetleri XVII asyrda peýda bolup başlaýar, emma olaryň işjeň ösüşi XIX asyryň ikinji ýarymyna gabat gelýär. Paýdarlar jemgyýetleriniň döredilmegi paýnamalaryň çykarylmagyna getirdi, olar paýdarlar maýasy emele getirilende peýdalanylýar, bu maýa paýnamalaryň nominal bahasyny artdyrmak ýa-da goşmaça paýnamalary ýerleşdirmek ýoly bilen giňeldilip bilner.

Paýnamalaryň goýberilişi ***emissiýa***, olary çykaran paýdarlar jemgyýeti bolsa ***emitentler*** diýlip atlandyrylýar. Girdeji almak maksady bilen paýnama goýum goýan satyn alyjylara ***maýa goýumçylar*** ýa-da ***maýadarlar*** diýilýär.

Paýnama – bu paýdarlar jemgyýetiniň maýasyna paý goşulandygy baradaky şahadatnama bolup, ol girdeji almaga we resmi ýagdaýda kärhanany dolandyrmaga gatnaşmaga hukuk berýän resminamadyr.

Paýnama möhletsiz bolýar, çünki ol, düzgün bolşy ýaly, paýdarlar jemgyýeti tarapyndan satyn alynmaýar (belli bir ýagdaýda satyn alynýandygyna garamazdan). Paýnamalaryň paýdarlar jemgyýetiniň maýasyna gatnaşylýandygyna şaýatlyk edýändigi sebäpli, paýdarlar bu jemgyýetiň borçnamalary boýunça diňe paýnama goýlan pul serişdesiniň möçberinde jogap berýärler. Şunuň bilen birlikde paýdarlar jemgyýeti batanda paýdarlara olaryň paýnama goýan serişdeleriniň yzyna gaýtaryljakdygyny hiç zat kepillendirmeýär.

Maýa goýum maksatlaryna we paýdarlyk işiniň dürli ýurtlarda emele gelen tejribesine baglylykda paýnamalaryň köp görnüşleri işlenip taýýarlanandyr, ýöne olaryň ählisiniň satyn alyjylyk, nominal,

emissiýa we hümmet (bazar) bahalary, dolanyşyk we likwidlilik häsiýeti bardyr.

Paýnamanyň satyn alyjylyk bahasy onuň diwidendler görnüşinde we hümmet bahasynyň ýokarlanmagynyň netijesinde girdeji getirmek ukybyndan ybaratdyr.

Nominal (ýa-da bellenen) baha paýnamalar çykarylanda emitent tarapyndan emele getirilýär.

Emission baha – paýnamalaryň birinji bazarda ýerleşdirilýän bahasy; olar, köplenç, nominal baha bilen gabat gelmeýär, çünki paýnamalary ýerleşdirmek işi emitentler tarapyndan, düzgün bolşy ýaly, araçylaryň (maýa goýum we täjirçilik banklary, dellalçylyk kompaniýalary) üstünden amala aşyrylýar, olar emitentden paýnamany satyn alýarlar, soňra bolsa olary maýa goýumçylaryň arasynda ýerleýärler.

Bazar bahasy – paýnamanyň gymmatly kagyzlaryň ikinji bazaryndaky bahasy.

Girdejili işleýän iri kompaniýalaryň paýnamalary islegden peýdalanýar, maýa goýumçylar hem olary satyn alyjynyň soraýan bahasyndan satyn alýarlar. Maliýe ýagdaýy durnukly bolmadyk kompaniýalar öz paýnamalarynyň bahasyny peseldip bilerler.

Paýnamalaryň gymmatyna baha bermegiň dürli ölçegleri bardyr. Emma maýa goýumçylary öňi bilen, geljekde peýda almak, mümkin bolan diwidendler we kompaniýanyň maliýe ýagdaýy gyzyklandyrýar. ABŞ-da paýnamalaryň girdejililigine baha bermek üçin ***«baha/peýda»*** koeffisiýentinden we ***diwidend girdejisiniň normasyndan*** peýdalanýarlar.

«Baha/peýda» koeffisiýenti («B/P» koeffisiýenti) bir paýnama hasaplanyňda paýnamanyň bahasy bilen kompaniýanyň peýdasynyň arasyndaky gatnaşygy kesgitleýär. Bu gatnaşygy paýnamanyň bahasyny onuň peýdasynyň ululygyna bölmek bilen hasaplap çykarýarlar.

Paýnamanyň düşewünt girdejisiniň ölçegi (normasy) ýa-da onuň ***girdejiligi*** diwidendiň maýa goýumça getirýän ýyllyk peýdasyny aňladýar. Bu görkeziji bir paýnama düşýän pul diwidendiniň ýyllyk möçberini onuň bahasyna bölmek bilen hasaplanýar. Tejribäniň görkezişi ýaly ýokary «B/P» koeffisiýenti we diwident girdejisiniň ölçegi (normasy) maýa goýumçy üçin töwekgelçiligiň ýokarydygyna

şaýatlyk edýär. Maýa goýumçy peýdanyň haýsy böleginiň paýdarlara tölenýändigini haýsy böleginiň bolsa ony giňeltmek maksady bilen kärhana gaýtadan maýa goýum hökmünde goýulýandygyny we diwidend girdejisiniň ölçeginiň (normasynyň) ýokarlanmagyna ýa-da peselmegine garaşmalydygyny bilmelidir.

Paýnamanyň buhgalterlik bahasy çykarylan paýnamalaryň mukdaryna we maýanyň hakyky toplanan möçberine baglydyr: ýylyň jemi boýunça paýnamalaryň nominal bahasy, ätiýaçlyk maýa we paýlanmadyk peýda jemlenýär; öz maýasynyň şonuň netijesinde alnan ululygy paýnamalaryň sanyna bölünýär.

Paýnamalaryň öwrülip bilmegi – bu paýnamanyň eýesi üçin islendik wagtda ony ýerläp bilmek, ýagny pula öwürmek mümkinçiligidir. Şeýle mümkinçilik köp babatda gymmatly kagyzlar bazarynyň geçginliligi bilen kesgitlenýär, şol bazarda paýnamalar satyn alynýan-satylýan obýekt bolup çykyş edýär. Bazar nähili gowy guralan bolsa, paýnamalar hem şonça ygtybarlydyr, likwidlilik, ýagny paýnamalaryň pula ýitgisiz öwrülme tizligi ýokarydyr. Senagat taýdan ösen ýurtlaryň paýdarlar jemgyýetleri paýnamalaryň emissiýasyny we olary birinji bazarda ýerlemegi, köplenç, maýa goýum we täjirçilik banklarynyň, bankçylar öýleriniň we dellallar firmalarynyň üsti bilen geçirýärler. Gazna biržalarynda (gymmatly kagyzlaryň ikinji bazarynda) we köçe bazarynda paýnamalary ýerleşdirmek, esasan, dellallar kompaniýalarynyň ýa-da hususy dellallaryň araçy bolmagynda alnyp barylýar.

Senagat taýdan ösen ýurtlarda paýnamalaryň eýeçilik, girdejililik, ses bermek hukugy görnüşinde klassifikasiýa bölýärler.

Eýeçilik görnüşi boýunça paýnamalar atly we görkezene bermek şertli paýnamalara bölünýär. Atly paýnamalar anyk bir eýä ýazylyp berilýär, bu bolsa olaryň gymmatly kagyzlar bazarynda dolanyşyk mümkinçiligini gaýtadan hasaba aldyrmak talaby bilen çäklendirýär. Mundan başga-da, atly paýnamany başga bir şahsa diňe paýdarlar jemgyýetiniň müdirýetiniň razylygy bilen berip bolýar. Bu hem atly paýnamalaryň geçginliligini çäklendirýär.

Görkezene bermek şertli paýnamalar onuň eýesiniň adynyň ýazylyp bellenmeýändigini aňladýar; olar gymmatly kagyzlar baza-

rynda erkin dolanyşykda bolup, täze eýesini hasaba almazdan satyn alnyp, satylyp bilner.

Girdejililigi boýunça paýnamalar ***adaty*** we ***aýratyn hukukly*** paýnamalara bölünýär.

Adaty (ýönekeý) paýnamalar paýdarlaryň ýygnagynda ses bermek hukugyny berýär, ýöne ol boýunça alynýan girdejiniň (diwidendiň) möçberi paýdarlar jemgyýetiniň hojalyk işiniň netijelerine we peýdanyň üýtgäp durmalaryna baglydyr. Şu paýnamalary saklaýjylaryň paýdarlar jemgyýetleri *ýarytylan* halatynda galan aktiwleri almaga hukuklary bardyr.

Aýratyn hukukly paýnamalar boýunça paýdarlar jemgyýetiniň hojalyk işiniň netijelerine garamazdan kesgitli diwident (girdeji) tölenýär. Ýöne aýratyn hukukly paýnama onuň eýesine ses bermek hukugyny bermeýär. Jemgyýet ýatyrylanda aýratyn hukukly paýnamalaryň eýeleriniň galan aktiwleri almaga aýratyn hukuklary bardyr.

Birnäçe ýurtlarda aýratyn hukukly paýnamalar şu aşakdakylara bölünýär:

– ***kumulýatiw paýnamalar*** – maýa goýumçylyar üçin has özüne çekijidir, çünki olar paýdarlar jemgyýetiniň direktorlar geňeşiniň çözgüdi boýunça tölenmedik diwidendleri geljekde almaga hukuk berýär (ýagny alynmadyk diwidendler toplanýar we adaty paýnamalar boýunça tölegler yglan edilmezden öň tölenmelidir);
– ***kumulýatiw däl paýnamalar*** – olar boýunça diwidendler alynman hem bilner (aýratyn hukukly paýnamalar boýunça diwidendiň kesgitlenen ýyllyk diwidend görnüşinde bellenýändigine garamazdan, emitent ony üýtgetmek barada çözgüt kabul edip biler);
– ***paýly gatnaşylýan paýnamalar*** – olaryň eýelerine adaty paýnamalar boýunça diwidendler aýratyn hukukly paýnamalar boýunça yglan edilen möçberden ýokary bolan halatynda goşmaça diwidendden paý almaga hukuk berýär (iş ýüzünde aýratyn hukukly paýnamalaryň köpüsinde bu häsiýet ýokdur);

– ***çalşylýan paýnamalar*** – ähli iri we kiçi kompaniýalar tarapyndan çykarylýar, olaryň eýelerine öz garaýyşlaryna görä we belli bir ýagdaýlarda peýdany ýerlemek we girdejililigi artdyrmak maksady bilen başga bir gymmatly kagyza çalyşmaga hukuk berýär. Aýratyn hukukly paýnamalar adaty paýnamalaryň kesgitli möçberine çalşylyp bilner;
– ***diwidentiň düzediş girizilýän üýtgäp durýan möçberi bolan paýnamalar*** – möçberi öňünden bellenen formula boýunça, gysga möhletli bergi borçnamalary boýunça girdejileriň üýtgäp durmagyny hasaba almak bilen, döwürleýin gaýtadan seredilýän diwidend bilen häsiýetlendirilýär;
– ***yzyna alynýan (çagyrylýan) paýnamalar*** – emitent tarapyndan yzyna alnyp bilner. Aýratyn hukukly paýnamalaryň obligasiýalardan tapawutlylykda üzülmeli senesi ýokdur; emitentleriň, köplenç, paýnamalary nominal bahadan ýa-da az-kem baýrak tölemek bilen satyn almak üçin satyn alyş gaznalary bolýar.

Paýnamalary bölüşdirmek. Kompaniýalar tarapyndan paýnamalary bölüşdirmek (split) olaryň bahasynyň peselendigi sebäpli ýa-da biržada hasaba almak üçin eýeçiligi giňeltmek maksady bilen amala aşyrylýar. Paýnamalary bölüşdirmek kompaniýanyň arassa gymmatyna (bahasyna) we paýnamany saklaýjynyň maýa goýumlarynyň gymmatyna täsir etmeýär, bu kompaniýanyň içerki amalydyr. Adatça paýnamalary bölüşdirmek paýnamanyň hümmetiniň ýokarlanmagy bilen bilelikde bolup geçýär. Paýnamalaryň sanyny azaldýan split hem bolup biler, ýöne bu paýnamany bölüşdirmekden seýrek bolup geçýär. Şeýle splitleriň adaty sebäbi paýnamanyň bahasynyň ýokarlanmagy bolup durýar. Meselem, Nýu-Ýorkuň gazna biržasy pes bahaly paýnamalaryň yzygiderli hasaba alynmagyny makullamaýar, çünki bu birža spekulýantlary we ownuk maýa goýumçylary çekýär.

Diwidendleri tölemek. Maýa goýum çözgütleri kabul edilende adaty paýnamalaryň eýelerine tölenýän diwidender uly rol oýnaýar. Korporasiýa tarapyndan amala aşyrylýan diwidendleri tölemek syýasaty, öňi bilen, girdejileriň düşewüntliligine, nagt pul bilen baglanyşykly ýagdaýa, geljekki ösüşe, abraýa we ş.m. baglydyr. Gün-

batar ýurtlaryň iş tejribesi güýçli, durnukly kompaniýalaryň adatça, tölegleriň esli möçberini nagt pulda amala aşyrýandyklaryna, orta we kiçi kompaniýalaryň serişdeleri önümçiligi giňeltmek üçin gönükdirmäge we uly bolmadyk diwidendleri nagt pul bilen tölemäge ýykgyn edýändiklerine şaýatlyk edýär. Uly möçberli diwidendleri wagtly-wagtynda tölemeýän kompaniýalara garanyňda, durnukly artýan uly bolmadyk diwidendleri töleýän kompaniýalara ynam artýar.

Diwidendler nagt pullar bilen hem, goşmaça paýnamalar görnüşinde hem tölenip bilner. Şunuň ýaly iş tejribesi ýygy-ýygydan gaýtalanyp bilmez, çünki ol kompaniýanyň maliýe ýagdaýyna zyýan ýetirmäge ýkyplydyr. Bu ýagdaý girdejileriň gysga wagtlyk azalan, ýöne kompaniýa we korporasiýa zyýan ýetirmeýän şertlerinde bolup biler.

Paýnamalar bilen tölenen girdejiler diwidendler, paýnamalaryň bölünmegi ýaly, pes bahadan çykarylan paýnamalaryň sanynyň artmagyna getirýär.

Paýnamalary çykarmagyň görnüşi. Häzirki wagtda paýnamalary çykarmagyň görnüşi düýpli üýtgedi.

Ösen bazar ykdysadyýeti bolan ýurtlaryň köpüsinde paýnamalar görüp bolýan görnüşde, ýagny paýdarlar jemgyýetiniň zerur bolan maglumatlary görkezilen ýörite kagyzda örän seýrek çykarylýar. Indi olar kompýuteriň ýadynda durýan zerur bolan maglumatlaryň ýazgylary bilen çalşyrylýar, paýdarlaryň eline bolsa satyn alnan gymmatly kagyzlaryň sanyny, olaryň seriýalaryny we belgilerini görkezýän sertifikat berilýär.

Obligasiýalar. Korporasiýalaryň gymmatly kagyzlarynyň bu görnüşi senagat taýdan ösen ýurtlarda örän giň ýaýrandyr.

Obligasiýa – bu karz berlendigi hakynda şahadatnama bolup, ol onuň eýesine her ýylda kesgitli (durnukly göterim) almaga mümkinçilik berýär.

Korporatiw obligasiýalar doly ***atly***, diňe esasy pul möçberi babatynda atly, ***görkezene bermek şertli***, hasaplarda elektron ýazgylar görnüşlerde çykyrylýar. Obligasiýalar bazary paýnamalaryň bazaryndan uludyr.

Obligasiýalar – maýa goýum üçin iň bir ygtybarly obýektdir. Emissiýanyň aýratynlygyna we obligasiýanyň her görnüşiniň häsiýetine baglylykda olaryň ählisi maýa goýumçy (obligasiýanyň eýesi) tarapyndan karz alyja (emitente) berlen bergi borçnamasy, karz barada şahadatnama bolup durýar. Obligasiýalaryň emitenti karz alnan pullardan peýdalanandygy üçin olary saklaýjylara obligasiýalaryň olarda bolýan möhletiniň bütin dowamynda göterim görnüşinde hak tölemelidir. Yzyna gaýtarylmaga degişli umumy pul möçberine karzyň umumy möçberi ýa-da ***nominal bahasy*** diýlip atlandyrylýar. Karzyň möçberiniň yzyna gaýtarylmaly senesi diýip obligasiýalaryň ***üzülýän senesi*** görkezilýär; göterim möçberi – ***kupon,*** obligasiýanyň aýlanyşykdaky wagty – ***dolanyşyk möhleti*** diýip atlandyrylýar.

Obligasiýalaryň gymmaty giň çäklerde üýtgäp durýar. ABŞ-da obligasiýanyň 1000 dollara deň bolan nominal bahasy giň ýaýrandyr, nominal bahasy 500 ýa-da 100 dollar bolan paýnamalar hem bolýar.

Birinji bazarda obligasiýalar satylanda oňa nominal bahanyň 10/1 derejesinde nyrh kesilýär. Gymmaty 1000 dollara deň bolan obligasiýalar nominal bahasyndan satylanda, onuň bahasy nyrh kesiş býulletenlerinde 100 diýlip, nominal bahadan ýokary (baýrakly) bahadan, mysal üçin, 1100 dollardan satylanda 110 diýip görkezilýär. Obligasiýalar nominal bahadan pes, ýagny diskont (ýeňillik) bilen, mysal üçin, 800 dollardan hem satylyp bilner, şeýle ýagdaýda baha 80 diýlip görkezilýär.

Obligasiýalaryň nominal, satyn alyş we hümmet bahasy bardyr.

Obligasiýanyň ***nominal bahasy*** soňra gaýtadan hasaplamalar geçirilende we göterimler hasaplanyp ýazylanda binýat bolup hyzmat edýär. Ol emissiýada emele getirilýär.

Satyn alyş bahasy nominal baha bilen gabat gelmän biler we zaýomyň şertlerine baglydyr. Bu zaýomyň möhleti geçenden soň emitentiň obligasiýany satyn alýan bahasydyr.

Obligasiýanyň ***bazar (hümmet) bahasy,*** edil paýnamalaryňky ýaly, emissiýanyň şertleriniň, onuň özüne çekijiliginiň täsiri bilen, şeýle hem gymmatly kagyzlar bazaryndaky islege we teklibe baglylykda emele gelýär.

Senagat taýdan ösen ýurtlaryň köpüsinde korporatiw obligasiýalar dürli möhletlere çykarylýar, olar ýurtlar boýunça tapawutlanýarlar:

– gysga möhletli – 1 ýyldan 5 ýyla çenli;

– orta möhletli – 5 ýyldan 10-12 ýyla çenli;

– uzak möhletli – 10-12 ýyldan ýokary.

Obligasiýalaryň dolanyşygynyň has uzak möhletleri ABŞ-da, Kanadada, Angliýada, GFR-de we Ýaponiýada peýdalanylýar.

Obligasiýalaryň emissiýasy ***üpjün edilen*** we ***üpjün edilmedik*** bolup biler. Emissiýanyň üpjünçiligi bolup, adatça, ýer, jaý, enjamlar, kähalatlarda bolsa beýleki kompaniýalaryň emitentde bar bolan gymmatly kagyzlary hyzmat edýär. Şeýle hem ýörite üpjünçiligi bolmadyk, diňe emitente bolan ynama esaslanýan obligasiýalar çykarylýar. Köplenç ýagdaýda obligasiýalaryň emissiýasy satyn alyş gaznasy döredilen şertlerinde amala aşyrylýar; satyn alyş gaznasyny köp halatda, üpjün edilmedik obligasiýalary çykarýan korporasiýalar döredýärler, olar emissiýany üzmek üçin her ýylda belli bir möçberdäki serişdeleri aýryp goýýarlar. Şunuň ýaly obligasiýalary satyn almak dolanyşyk möhleti tamamlanmazdan öň başlanyp bilner, şeýle ýagdaýda satyn alyş gaznasynyň serişdeleri peýdalanylýar. Satyn alyş gaznasynyň bolmagy obligasiýalaryň ygtybarlylygyny we olaryň geçginliligini ýokarlandyrýar.

Senagat taýdan ösen ýurtlarda korporatiw obligasiýalaryň köp dürli görnüşleri bar. Meselem, ABŞ-da olaryň 200-den gowragy bar, bu ýagdaý öňi bilen, emitentleriň hem, maýa goýumçylaryň hem bähbitleri bilen, şeýle hem gymmatly kagyzlar bazarynyň aýratynlyklary bilen kesgitlenýär.

Obligasiýalaryň görnüşleri, olaryň möhletleri we girdejililigi köp derejede pudaklaýyn çemeleşme bilen şertlendirilendir. Işläp bejerýän senagatyň kompaniýalary we korporasiýalary gazyp çykarýan pudaklara garanyňda obligasiýalary az möhlete emitirleýärler. Gazyp çykarýan pudaklar obligasiýalary 20 ýyl we ondan köp möhlete çykarýarlar, çünki olaryň işi goýumlaryň uly möçberleri we uzak möhletleri bilen baglydyr. Çykarylýan obligasiýalaryň her ýylky möçberleri ortaça, mysal üçin, ABŞ-da soňky döwürde 300-400 mlrd. dollara

deňdir we islegiň hem-de teklibiň aram-aram üýtgäp durmagyna bag-lydyr.

Birnäçe ýurtlarda korporatiw obligasiýalaryň takyk pudaklaýyn ugry bardyr. Meselem, ABŞ-da senagat obligasiýalary bolýar, olar işläp bejerýän we gazyp çykarýan senagatyň korporasiýalary tarapyndan çykarylýar; kommunal obligasiýalar elektrik, gaz we suw üpjünçiligi kompaniýalary tarapyndan çykarylýar.

1980-nji ýyllarda ABŞ-da ekologiýa obligasiýalary ýaýrady, olar korporasiýalar tarapyndan daşky gurşawy goramak üçin, esasan hem gymmatbahaly arassalaýyş desgalary gurmak üçin çykarylýar.

Günbatar ýurtlarda gozgalmaýan emläk (ýer, jaýlar, desgalar we ş.m.) bilen üpjün edilen, ipoteka obligasiýalary (morigage bonds) diýilýän obligasiýalar has giňden ýaýrandyr. Şeýle obligasiýalary çykarmak baradaky şertnamada emitentiň ähli gozgalmaýan emlägi babatynda emlägi tutup almaga ilkinji nobatdaky hukuk görkezilýär; mundan başga-da, onda soňundan alnan emläge hukuk görkezilýär. Gozgalmaýan emlägiň hasabyna goýlan girew bilen üpjün edilen obligasiýalary üzmek üçin gaznalar bolup biler.

Käbir korporasiýalar tarapyndan çykarmagyň şertleri boýunça islendik wagtda ýa-da görkezilen döwürde olary emitentiň kompaniýasynyň paýnamalaryna öwürmäge olaryň eýelerine hukuk berýän obligasiýalar çykarylýar. Paýnamalara öwrüp bolýan obligasiýalaryň emitenti şu ýol bilen has pes göterim möçberi boýunça serişdeleri çekmäge çalyşýar, maýa goýumçy bolsa paýnamalaryň bazar bahasy konwersiýanyň bahasyndan ýokary bolan ýagdaýynda öz obligasiýalaryny paýnamalara öwürmekden utuş gazanmagy göz öňünde tutýar.

Çykarmagyň şertleri boýunça obligasiýa haýsydyr bir beýleki kompaniýanyň paýnamasyna çalşylyp biler. Obligasiýalar, köplenç, onuň eýesiniň islegi boýunça adaty paýnamalara çalşylýar. Emitentiň çalşylýan obligasiýalaryň möhletinden öň üzülýändigini yglan eden ýa-da olary dolanyşykdan çykaran halatynda çalyşmak işi mejbury hem bolup biler.

Obligasiýalar ***hili*** we ***ygtybarlylygy*** boýunça hem tapawutlanýarlar, olaryň gymmatly kagyzlar bazarynda satylmagy şolara

baglydyr. Obligasiýalaryň reýtingi karzyň esasy möçberiniň yzyna gaýtarylmak ähtimallygyny we karz alyjy tarapyndan göterimleriň tölenmegini kesgitleýär. Şunuň ýaly maglumatlar garaşsyz guramalar tarapyndan çap edilýär, olaryň arasynda ***Standart end Poors we Moodys*** agentlikleri has giňden tanalýar. Gymmatly kagyzlaryň ygtybarlylygyna baha berlende bu agentlikler harp alamatlary ulgamyndan peýdalanýarlar. ***Standart end Poors*** agentligi senagat karz alyjylaryň obligasiýalarynyň reýtingini kesgitlemegiň barşynda şulary hasaba alýar:

– emitentiň girdejisi (geçen döwürlerdäki, şu wagtky we geljekdäki peýdasy);

– öndürilýän önüminiň abraýyny (reputasiýa);

– pudagyň häsiýetini;

– kompaniýany dolandyrmagyň hilini.

Mundan başga-da, obligasiýalaryň esasy maýa, arassa likwidli aktiwler bilen üpjünçiligi, öz maýasynyň ýeterlikdigi seljerilýär.

Standart end Poors agentligi obligasiýalaryň ygtybarlylygyna baha bermegi harp alamatlary ulgamyny peýdalanmak bilen, latyn elipbiýiniň ilkinji dört harpynyň esasynda hiliň peselme şkalasy boýunça, üç harpyň utgaşmasynda geçirýär: ***AAA, AA, A; BBB, BB, B*** we ş.m. ***D*** çenli. Gymmatly kagyzlaryň hiline baha berlende alamatlaryň şunuň ýaly ulgamyndan beýleki agentlikler hem peýdalanýarlar. Üç sany ***A (Triple-A)*** belligi bolan obligasiýalaryň reýtingi ***iň ýokary reýting*** bolýar. Şu toparyň obligasiýalaryna biragyzdan berilýän baha boýunça – bu obligasiýalar ***iň ýokary ygtybarlylygy***, ýokary maýa goýum derejesi bolan obligasiýalardyr. Wagtyň synagyndan geçen kompaniýalaryň ***«jäheklenen altyn»*** obligasiýalary hem şulara degişlidir, ýöne olaryň girdejiligi ýokary däldir.

B toparynyň obligasiýalary has ýokary girdeji almak umydy bilen belli bir töwekgelçilige gitmäge taýýar maýa goýumçylary çekýär. Şunuň ýaly obligasiýalar üçin ***esasy berginiň yzyna gaýtarylmagy***, degişli ***göterimleriň tölenmegi***, hümmetiň durnuklylygy bilen baglanyşykly belli bir näbellilik häsiýetlidir.

C we ***D*** toparlaryny berginiň esasy möçberi (onuň gaýtarylmagy) we ***göterim tölegleri babatynda näbelliligi*** ýokary bolan obligasiýalar birleşdirýär. Reýtingi pes bolup, ***«zyňyndy»*** ýa-da ***«taşlandy»***

diýip atlandyrylýan obligasiýalara ***D*** indeksi berilýär. ABŞ-da olary adatça, ***«ýokary girdejili gymmatly kagyzlar»*** diýip atlandyrýarlar. Olar hakykatdan hem ýokary girdeji getirýärler, ol hem maýa goýumçylaryň ýokary töwekgelçiliginiň öwezini dolýar.

Korporatiw obligasiýalaryň emissiýasy 1960–1990-njy ýyllarda gymmatly kagyzlar bazarynyň üsti bilen dürli pudaklaryň korporasiýalarynyň we kompaniýalarynyň 70-den 90%-e çenli maliýeleşdirilmegini üpjün etdi. Obligasiýalaryň esasy emitentleri senagat, ulaglar we söwda korporasiýalary bolup durýar, esasy maýa goýumçylar bolsa ätiýaçlandyryş kompaniýalary (köplenç ömri ätiýaçlandyrýan kompaniýalar), açyk ýa-da ýapyk görnüşli maýa goýum kompaniýalary, hususy pensiýa gaznalary, şeýle hem täjirçilik banklaryndan ybaratdyr, mysal üçin, GFR-de kanunçylyk täjirçilik banklaryna obligasiýalary goşmak bilen, korporatiw kagyzlara goýum goýmagy gadagan etmeýär. ABŞ-da 1929–1933-nji ýyllaryň çökgünliginden soň kanunçylyk täjirçilik banklarynyň hususy gymmatly kagyzlara, şol sanda korporatiw kagyzlara hem, goýum goýmaklaryny örän çäklendirdi, çünki Beýik durgunlygyň sebäpleriniň biri banklar tarapyndan täjirçilik we maýa goýum işiniň utgaşdyrylmagy boldy diýip hasap edilýärdi. 1933-nji ýylda Glass-Stigalyň kanuny kabul edildi, oňa laýyklykda täjirçilik banklaryna korporatiw gymmatly kagyzlara serişdeleri goýmaga, olar bilen dellalçylyk-dilerlik amallaryny we beýleki amallary geçirmäge hukuk berilmedi. Köp onýyllyklaryň dowamynda bu kanuny ýatyrmak barada edilen köp sanly synanyşyklar diňe 1999-njy ýylda üstünlik getirdi. 2000-nji ýyldan başlap ABŞ-nyň banklary golçur ätiýaçlyk kompaniýalaryny we gymmatly kagyzlar boýunça kompaniýalaryny, şeýle hem maliýe holdingi kompaniýalaryny döretmäge hukuk aldylar.

Ýaponiýada hem şonuň ýaly ýagdaý boldy, bu ýerde gymmatly kagyzlar we biržalar hakynda kanunalaýyklykda, banklara korparatiw gymmatly kagyzlar bilen dellalçylyk-dilerlik we anderraýting işleri geçirmek gadagan edildi, şunda paýnamalara serişde goýmaga rugsat berilýär. Emma bu ýurtda hem 1998-nji ýylda maliýe ulgamynda geçirilen reformanyň netijesinde gadagan etmeleriň köpüsi aradan aýryldy.

2.3. Döwletiň gymmatly kagyzlary

Senagat taýdan ösen ýurtlarda döwletiň gymmatly kagyzlaryna döwletiň çykdajylaryny maliýeleşdirmekde, býujet ýetmezçiliginiň üstüni ýapmakda we tutuş ykdysadyýeti ösdürmekde uly orun degişlidir. Gymmatly kagyzlar bazarynda döwletiň iri karz alyjy bolup çykyş etmegi adaty ýagdaýa öwrüldi. Mysal üçin, ABŞ-da we Beýik Britaniýada hökümetiň bergileriniň 90%-den gowragy döwletiň gymmatly kagyzlarynyň paýyna düşýär.

Döwletiň bergi gurallaryny çykarmak arkaly şular amala aşyrylýar:

– býujetiň şu wagtky ýetmezçiligini maliýeleşdirmek. Şunuň ýaly zerurlyk salgyt gelip gowuşmalarynyň ýetmezçiligi sebäpli, döwletiň girdejileri bilen çykdajylarynyň arasynda mümkin bolan deň gelmezlikler bilen baglanyşykly ýüze çykýar;

– bergini gaýtadan maliýeleşdirmek. Döwlet gymmatly kagyzlary öňki bergileri möhletinde tölemek üçin, şeýle hem ozal çykarylan zaýomlary üzmek we olar boýunça göterimleri tölemek üçin çykarýar;

– täjirçilik banklaryny we beýleki karz-maliýe institutlaryny geçginli we ýokary derejede geçginli ätiýaçlyk serişdeleri bilen üpjün etmek. Birnäçe ýurtlarda şu maksat bilen, döwletiň gysga möhletli gymmatly kagyzlary peýdalanylýar. Hökümet tarapyndan çykarylýan bergi borçnamalaryna öz serişdeleriniň bir bölegini goýmak bilen, karz-maliýe edaralary göterim görnüşinde girdeji alýarlar;

– döwlet taslamalaryny we ýerli häkimiýet edaralarynyň maksatnamalaryny maliýeleşdirmek, şeýle hem serişdeleri býujetden daşary gaznalara çekmek.

Döwletiň gymmatly kagyzlary maýa goýumça şulary üpjün edýär:

– karzyň esasy möçberini mümkin boldugyça saklamak, çünki döwletiň adyndan onuň kepillendirijisi bolup hökümet çykyş edýär;

– durnukly girdejini, tejribäniň onuň girdejililiginiň ygtybarlylygy pesräk obligasiýalaryň girdejililiginden pesdigini görkezýändigine garamazdan;

– ikinji bazarda aktiw dolanyşyk, ýagny geçginliligiň ýokary derejesi.

Merkezi hökümet we ýerli häkimiýet edaralary tarapyndan pul serişdelerini jemlemek maksady bilen çykarylýan döwletiň gymmatly kagyzlary bazar gymmatly kagyzlaryna we bazar däl bergi borçnamalaryna bölünýär.

Bazar gymmatly kagyzlary erkin dolanyşykda bolýar we birinji gezek ýerleşdirilenden soň beýleki subýektlere gaýtadan satylyp bilner. Olara gaznaçylyk wekselleri, orta möhletli dürli obligasiýalar (notlar) we uzak möhletli döwlet obligasiýalary (bonlar) degişlidir. Mysal üçin, ABŞ-da döwlet bergisiniň üçden ikisine golaýy geçginli gymmatly kagyzlardan ybarat bolup, olar eýeleri tarapyndan islendik wagtda satylyp bilinýär. Bazar gymmatly kagyzlary has ygtybarly we likwidli hasap edilýär; olar birinji we ikinji bazarlarda işjeň satyn alynýar we satylýar.

Gazna wekselleri – gysga möhletli gymmatly kagyzlardyr. Ösen ýurtlarda bu gysga möhletli borçnamalaryň esasy görnüşidir. Olar adatça, 3, 6 we 12 aý möhlet bilen çykarylýar. ABŞ-da gaznaçylyk wekseliniň paýyna döwlet tarapyndan maliýeleşdirmegiň esasy möçberi düşýär. Gaznaçylyk olary auksionlaryň kömegi bilen bäsleşik esasynda diskont bilen ýerleşdirýär. Üç we alty aýlyk wekseller boýunça auksionlar her hepdede, dolanyşyk möhleti 9 we 12 aýa deň bolan wekseller boýunça her aýda geçirilýär. Maýa goýumçynyň girdejisi nominaldan pes bolan satyn alyş bahasy bilen üzülende alynýan nominal bahanyň arasyndaky tapawudyň hasabyna emele gelýär. Wekseller üzülmeli möhletinden öň ikinji bazarda satylyp bilner. Federal ätiýaçlyk ulgamy tarapyndan gaznaçylyk wekselleri milli pul we karz syýasaty geçirilende peýdalanylýar.

Maýa goýumçylaryň köpüsi gazna weksellerini gymmatly kagyzlaryň birinji bazarynda satyn alýarlar. Bu bergi borçnamalaryny ägirt uly möçberlerde çykarýarlar we olaryň ygtybarlylygy örän ýokary bolýar, şonuň üçin hem olar pul bazarynda ugur görkeziji bolup çykyş edýärlar.

Beýik Britaniýada gazna wekselleri hökümetiň adyndan Merkezi bank tarapyndan çykarylýar. Bu görkezene tölemek şertli diskontly gysga möhletli, iň pes nominaly 5000 funt sterling bergi borçnamalardyr. Olaryň dolanyşyk möhleti 91 günden 182 güne çenlidir.

Fransiýada dolanyşyk möhleti 4-7 hepde, şeýle hem 13, 26 we 52 hepde bolan diskontly gysga möhletli obligasiýalar çykarylýar. Olary ýerleşdirmek auksionlaryň kömegi bilen amala aşyrylýar.

Ýaponiýada döwlet gysga möhletli gaznaçylyk wekselleriniň kömegi bilen gysga möhletli karz almalary amala aşyrýar, bu wekseller 3 we 6 aý möhlet bilen çykarylýar. Maliýe ministrligi iki möhleti bolan maliýe wekselleriniň emissiýasyny hem amala aşyrýar.

Gazna wekselleri ösen ýurtlarda ýeterlik derejede giň ýaýrandyr, çünki olaryň töwekgelçilik bilen baglanyşygy ýok diýen ýalydyr, şol sebäbe görä hem olar institusional maýa goýumçylaryň, şol sanda daşary ýurt maýa goýumçylarynyň arasynda örän meşhurdyr.

ABŞ-da Kongresiň karary bilen döredilen assosiasiýalar ýa-da agentlikler tarapyndan çykarylýan döwletiňkä meňzeş dürli görnüşli emissiýalar bolup, olaryň köpüsi döwlet tarapyndan kepillendirilýär. Ygtybarlylyk nukdaýnazaryndan olar döwletiň göni borçnamalaryndan pes däldirler, ýöne girdejililigi has ýokarydyr. Gymmatly kagyzlary çykarmaga ygtyýar berlen agentlikleriň giň toparynyň arasynda Fermerçilik karz ulgamyny, Ýaşaýyş jaýlarynyň gurluygyny karzlaşdyrmak boýunça federal banklar ulgamynyň müdiriýetini, Ýaşaýyş jaý ipoteka karzy boýunça federal korporasiýany, Ipoteka karzy boýunça döwlet milli assosiasiýasyny we beýlekileri görkezip bolar.

Döwlet agentlikleriniň gymmatly kagyzlaryny üzmegiň möhletleri 3 aýdan 20 aýa we bir ýyldan gowrak wagta üýtgeýär. Döwlet agentlikleri – bu nol kupony bolan gymmatly kagyzlaryň iri emitentleridir. Maliýe ministrliginiň özi 1985-nji ýylyň başyndan bäri «nol» gymmatly kagyzlary çykaryp başlady. «Nol» gymmatly kagyzlar esli möçberde diskont bilen, ýagny nominaldan arzan baha bilen çykarylýar. Şunuň ýaly kagyzlaryň saklaýjylary göterimler boýunça töleg almaýarlar, ýöne olar üzülýän möhletine çenli saklansa, onda kesgitlenen umumy girdejililik (nominal baha bilen satyn alyş bahasynyň arasyndaky tapawut hökmünde) ýerlenýär.

Orta möhletli obligasiýalar (notlar) – döwletiň gymmatly kagyzlarynyň ýeterlik derejede giň ýaýran görnüşidir. ABŞ-da gaznaçylyk notlary – munuň özi dolanyşyk möhleti 2 ýyldan 10 ýyla çen-

li bolan göterimli obligasiýalar bolup durýar. ABŞ-nyň hökümetiniň bazarda dolanyşykda bolýan gymmatly kagyzlardan ybarat bolan gündelik bergileriniň 58% golaýy orta möhletli gaznaçylyk obligasiýalarynyň paýyna düşýär, olar Maliýe ministrligi tarapyndan möhletinden öň üzülmäge degişli däldir. Olar satyn alnan gününden bellenen girdejini almaga ynamy bolan maýa goýumçylar üçin özüne çekijidir. 1986-njy ýyldan orta möhletli gaznaçylyk obligasiýalarynyň hakyky sertifikatlaryny çykarmak bes edildi, täze emissiýalar bolsa diňe elektron görnüşde geçirilýär. Bu obligasiýalar nominal baha boýunça çykarylýar we nominal esasyň göterimi görnüşinde nyrh kesilýär; olar boýunça göterimler ýarym ýylda bir gezek tölenýär, olaryň nominal bahasy 1000-den 5000 dollara çenlidir.

Fransiýada orta möhletli gaznaçylyk obligasiýalary resminama däl görnüşde, kesgitli göterim möçberi bilen we 5 ýyl dolanyşyk möhlete çykarylýar.

Ýaponiýada orta möhletli gaznaçylyk obligasiýalarynyň dolanyşyk möhleti 2 ýyldan 5 ýyla çenlidir. Emissiýanyň şertine baglylykda girdeji kupon ýa-da diskont (nominaldan pes baha bilen ýerleşdirilýär) görnüşde tölenýär. Ýaponiýada gymmatly kagyzlaryň bu görnüşi üçin ikinji bazaryň gowşak ösendigi häsiýetlidir, sebäbi olary saklaýjylar şahsy taraplar we maýa goýum gaznalary bolup durýar.

Uzak möhletli obligasiýalar. ABŞ-da obligasiýalaryň şu görnüşine Maliýe ministrliginiň dolanyşyk möhleti 10 ýyldan 30 ýyla çenli bolan bergi borçnamalaryny degişli edýärler. Olar resminama däl görnüşde (hasaplardaky ýazgylar görnüşinde), 1000 dollar, 5000, 10 000, 1000 000 we 1 mln. dollar nominal bilen çykarylýar. Uzak möhletli obligasiýalaryň birnäçesi olary satyn almak baradaky şertleşige laýyklykda, yglan edilen üzülmeli möhleti dolýança üzülýär. Hususan-da, üzülmeli möhleti 1995-nji ýylda we ondan soňky ýyllarda dolýan obligasiýalaryň ýarysyna golaýynda olary möhletinden satyn almak baradaky şertler görkezilýär. Mysal üçin, obligasiýa ***«ABŞ-nyň Maliýe ministrliginiň 13 göterimli obligasiýasy, 2009-njy ýylyň maýy – 2014 ý.»*** diýen ýazgy ony üzmegiň möhletiniň 2014-nji ýylda dolýandygyny, ýöne onuň ABŞ-nyň Maliýe ministrligi tara-

pyndan 2009-njy ýylyň maýyndan başlap islendik wagtda satyn alnyp biljekdigini aňladýar.

Angliýada uzak möhletli döwlet obligasiýalaryna dolanyşyk möhleti 15 ýyldan ýokary bolan (adatça, 20–25 ýyl) obligasiýalar degişli edilýär. Olaryň esasy böleginiň (4-den 3 bölegine çenli) bir üzülmeli senesi, galanlarynyň bolsa iki üzülmeli senesi bolýar. Angliýa üçin möhletsiz döwlet obligasiýalarynyň bolmagy häsiýetlidir.

Germaniýada uzak möhletli döwlet obligasiýalary 10 ýylyň dowamynda dolanyşykda bolýar we bir gezekde üzülýär; olar kesgitli göterim möçberi bilen, resminamalaýyn däl görnüşde çykarylýar.

Fransiýada uzak möhletli döwlet obligasiýalary 7-den 30 ýyla çenli möhlete, bir gezeklik töleg tölemek bilen geçirilýär (üzülmeli bir möhlet bilen).

Ýaponiýada döwlet bergisiniň esasy bölegini (4-den 3 bölegine golaýyny) dolanyşyk möhleti 10 ýyl we 2 aý bolan uzak möhletli obligasiýalar tutýar. Şeýle hem 20 ýyla çenli möhleti bolan uzak möhletli obligasiýalar çykarylýar, olar boýunça kesgitli göterim görnüşinde ýylda 2 gezek girdeji tölenýär.

Döwletiň bazar däl gymmatly kagyzlary – bu bir gezek satyn alynýan we elden-ele geçmeýän gymmatly kagyzlardyr. Olara süýşürintgi sertifikaty (göterimli we diskont), daşary ýurtly maýa goýumçylar üçin niýetlenen gaznaçylyk notlary we ş.m. degişlidir. Bu gymmatly kagyzlaryň köpüsi hökümet edaralarynyň, beýleki ýurtlaryň hökümetleriniň, ýerli dolandyryş edaralarynyň (salgytlary, bergileri tölemek üçin) we şahsy adamlaryň (süýşürintgi obligasiýalary görnüşinde) elinde bolýar.

Süýşürintgi obligasialary döwletiň bazar däl gymmatly kagyzlarynyň toparyna degişlidir, çünki olar satyn almaga-satmaga degişli däldir; hökümet ýa-da ýerli häkimiýet edaralary olaryň emitentleri bolup çykyş edýärler. Obligasiýalar saklaýjynyň (satyn alyjynyň) adyna ýazylýar. Düýp manysy boýunça bu raýatlaryň süýşürintgilerini saklamagyň bir görnüşidir. Süýşürintgi obligasiýalary boýunça öwez tölegi satyn alyja berilýär. Olaryň likwidliligi ýokary bolýar we eýesiniň talap etmegi boýunça nominal boýunça üzülýär.

Obligasiýalaryň ýörite goýberişleri. Býujet ýetmezçiligini peseltmek we ilatyň süýşürintgilerini çekmek, döwlet bergisini maliýeleşdirmek we gaýtadan maliýeleşdirmek üçin Günbataryň köp ýurtlary ätiýaçlandyryş we pensiýa gaznalarynda, şeýle hem hökümet edaralarynda ýerleşdirmäge niýetlenen ***«ýörite zaýomlary»*** çykarýarlar. Şunuň ýaly goýberişleriň obligasiýalary satylmaýar, olary başga birine berip bolmaýar, ýöne olar çykarylan gününden belli bir wagt (adatça, bir ýyl) geçenden soň töleg üçin berlip bilner.

Ýerli häkimiýet edaralarynyň gymmatly kagyzlary. Senagat taýdan ösen ýurtlarda munisipal obligasiýalaryň bazarynyň ähmiýeti uludyr. Mysal üçin, ABŞ-da munisipal obligasiýalaryň paýyna 1 trln. dollardan gowrak serişde düşýär. Gymmatly kagyzlaryň bu görnüşi merkezi hökümetiň gymmatly kagyzlaryndan soň has ygtybarly hasap edilýär.

Munisipal obligasiýalar – bu ýerli häkimiýet we dolandyryş edaralary (ştatlaryň, prowinsiýalaryň hökümetleri, şäher munisipalitetleri) we beýleki ýerli dolandyryş edaralary tarapyndan çykarylýan gymmatly kagyzlardyr.

Munisipal gymmatly kagyzlaryň iň uly bazary ABŞ-da ýerleşýär, ol okgunly ösüş döwrüni başdan geçirýär (1990-njy ýyllarda bazaryň möçberi 1,2-1,4 trln. dollara deň boldy; 1997-nji ýylda munisipal obligasiýalaryň paýyna obligasiýa zaýomlarynyň bazarynyň 11,5%-i düşdi. Munisipal obligasiýalar ygtybarlylygyň garyşyk görnüşine eýedir. Olar umumy kepillendirmek bilen üpjün edilen obligasiýalara we taslamadan alynýan girdejiler bilen üpjün edilen obligasiýalara bölünýär.

Göterimleri we esasy bergini tölemegiň häzirki zaman nukdaýnazaryndan umumy kepillendirme bilen üpjün edilen obligasiýalaryň has kämil görnüşi bardyr: ABŞ-da bu obligasiýalar boýunça tölegleriň bes edilmegi örän seýrek ýagdaýdyr. Şeýle obligasiýalaryň kepillendirijisi bolup salgyt edaralary çykyş edýärler, kepillendirme şahsy we (ýa-da) korporatiw girdeji, satuwlar, emläk we ştatyň içinde ýollardan peýdalanmak, şäheriň derejesinde gozgalmaýan emläge salynýan salgytlar bilen üpjün edilýär. Ygtybarlylyk derejesi boýunça bu obligasiýalar diňe ştatyň hökümetiniň gymmatly kagyzlaryndan yza galýarlar.

Taslamadan alynýan girdeji bilen üpjün edilýän obligasiýalar ABŞ-da kanunçylyga laýyklykda ştatlarda we şäherlerde döredilen agentlikler ýa-da häkimiýet edaralary tarapyndan infrastrukturany we ulanyş çykdajylaryny maliýeleşdirmek maksady bilen çykarylýar.

Taslamadan alynýan girdeji bilen üpjün edilýän munisipal obligasiýalaryň ygtybarlylygy pes bolýar. Emma ABŞ-da olaryň kömegi bilen ýüzlerçe hassahanalar, stadionlar, talyplar üçin umumyýaşaýyş jaýlary we beýleki infrastruktura desgalary guruldy. Bu obligasiýalar üçin kesgitli üzülmeli möhletiň bolmagy häsiýetlidir. Adatça olar yzyna alynýan obligasiýalar bolýar, ýagny emitent belli bir möhlet geçenden soň obligasiýany töläp biler (dolanyşygyň kesgitlenen möhletinden öň). Taslamadan alynýan girdeji bilen üpjün edilýän obligasiýalaryň üzülmeli möhleti 20 ýyldan 30 ýyla çenli bolup biler.

Ştatlar we şäherler nagt pullara zerurlyk çekýärler, sebäbi salgytlar çärýekde, kähalatlarda bolsa ýylda bir gezek gelip gowuşýar, zähmet hakyny tölemek we beýleki çykdajylary geçirmek üçin serişdeler welin hemişe zerur bolup durýar. Ýerli häkimiýet edaralary bu meseläni gysga möhletli gymmatly kagyzlaryň kömegi bilen çözýärler, olara adatça ***wekseller*** diýilýär, kähalatda bolsa ýerli häkimiýet edaralarynyň ***gysga möhletli karz borçnamalary*** diýlip atlandyrylýar (salgytlar gelip gowuşýan pursadyna çenli). Olary nominal baha boýunça kesgitli kupon möçberi bilen çykarýarlar.

1990-njy ýyllarda ABŞ-da öz obligasiýalaryny çykarmaga hukugy bolan täze munisipal guramalaryň sany artdy. Şonuň bilen bir wagtda munisipal gymmatly kagyzlaryň bazaryny kanunçylyk esasda düzgünleşdirmek güýçlendi.

Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň satyn alnyşy-satylyşy ýaly, munisipal obligasiýalar bilen geleşikler hem biržadan daşary birinji bazarda amala aşyrylýar. Munisipal obligasiýalarynyň esasy eýeleri banklar we beýleki karz-maliýe guramalary we hususy maýa goýumçylar bolup durýar. Şunuň bilen birlikde bu obligaýsiýalara eýeçilik etmekde banklaryň paýy 1980-nji ýyllarda salgyt kanunçylygynyň üýtgemegi bilen baglanyşykly birden peseldi. Meselem, banklar tarapyndan munisipal obligasiýalara maýa goýmak boýunça ýeňillikler

ýatyryldy we maliýe bazarynyň beýleki gurallary üçin ýeňillikler girizildi.

Emlägi ätiýaçlandyrýan kompaniýalar munisipal obligasiýalara serişdeleri goýmak bilen salgyt salmakda berilýän ýeňilliklerden peýdalanmak arkaly girdeji almaga çalyşýarlar.

Ýaponiýada munisipal obligasiýalary emissiýa etmegiň esasy maksatlary oba hojalygyny, bilimi, gurluşygy, tebigy betgatçylyklara garşy göreşi maliýeleşdirmekden ybaratdyr. Munisipal obligasiýalar görkezen adama niýetlenip çykarylýar; esasy emitentleri iri şäherleriň we prefekturalaryň häkimiýetleridir. Hökümetiň we miunisipalitetiň obligasiýalary döwlet obligasiýalarynyň toparyna goşulýar. Obligasiýa zaýomlarynyň umumy möçberinde hökümetiň obligasiýalarynyň paýy 47%-e, munisipalitetiň obligasiýalarynyň paýy bolsa 6%-e deňdir.

Munisipal obligasiýalaryň iň pes nominaly 10 müň iýene, çykarylýan möçberi bolsa 1 mlrd iýenden 100 mlrd. iýene çenli bolýar. Olar ýylda 2 gezek tölenýän kuponly kesgitlenen girdejisi bolan obligasiýalardyr. Birinji gezek ýerleşdirilişi banklaryň we dellalçylyk kompaniýalarynyň üstünden açyk teklip etmek ýa-da açyk ýerleşdirmek ýoly bilen amala aşyrylýar, açyk ýerleşdirilende ýerli banklar araçy bolup çykyş edýärler.

Munisipal obligasiýalar 1992-nji ýyldan bäri islendik wagtda bölekleýin ýa-da doly üzmek şerti bilen çykarylýar, şunda möhletinden öň üzmek obligasiýalaryň şol wagtky bazar bahasyndan biraz ýokary bahadan geçirilýär. Emma möhletinden oň üzülmegi maýa goýumçy üçin bähbitli däldir, çünki munuň üçin Maliýe ministrliginiň rugsady talap edilýär.

Munisipal obligasiýalaryň esasy maýa goýumçylary, öňi bilen täjirçilik banklary bolup durýar; soňra hökümetiň özara gaznalary, korporatiw we hususy maýa goýumçylar gelýär, ýöne olaryň paýy häzirlikçe köp däldir.

Fransiýa munisipal birlikleriň sany boýunça bilelikde alanyňda Ýewropa Birleşiginiň ähli ýurtlaryndan öňe geçýär. Karz almagyň maksady maýa goýumlary maliýeleşdirmekden, şeýle hem ýerli býujetde bellenen bergini üzmek bolup durýan bolsa, ýurduň munisipal

edaralarynyň merkezi hökümetiň rugsadyny almazdan karz almalary amala aşyrmaga hukuklary bardyr. 1990-njy ýyllaryň ortalarynda obligasiýa bergisi 6,6 mlrd. dollara deň boldy, bu munisipal berginiň bary-ýogy 6,6%-dir. Bu görkezijiniň pes bolmagy, öňi bilen, salgyt höweslendirmeleriň bolmazlygy (ABŞ-dan tapawutlylykda), pes göterim möçberleri bolan banklar tarapyndan bäsleşigiň ýokary bolmagy we başga-da birnäçe sebäpler bilen düşündirilýär.

Beýik Britaniýada minisipal häkimiýetleriň zerur bolan pul serişdelerini merkezi hökümetden göni, uzak möhlete we pes göterim bilen almak mümkinçiligi munisipal obligasiýalar bazarynyň möçberiniň peselmegine getirdi we soňky onýyllykda täze munisipal obligasiýalaryň çykarylyşy bes edildi diýen ýalydyr.

Germaniýada munisipal obligasiýalaryň bazary depginli ösýär. Onuň möçberi ýurduň obligasiýalar bazarynyň 20%-ne barabardyr. Munisipal obligasiýalaryň esasy bölegi gysga möhletli we orta möhletli obliasiýalar bolup durýar, olaryň kuponynyň adaty ululygy ýyllyk 5–10%-e deňdir. Munisipal obligasiýalar nemes we daşary ýurt banklarynyň, maýa goýum gaznalarynyň, ätiýaçlandyryş kompaniýalarynyň we şahsy maýa goýumçylaryň uly ynamyndan peýdalanýarlar.

2.4. Döredilen gymmatly kagyzlar we maliýe gurallary

Döredilen gymmatly kagyzlar senagat taýdan ösen ýurtlarda gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüşiniň barşynda ýüze çykdy. Esasy nusgawy (klassyk) gymmatly kagyzlara – paýnamalara we obligasiýalara garanyňda ikinji bolup durýandyklary sebäpli olar döredilen gymmatly kagyzlar diýip atlandyrylýarlar.

Häzirki wagtda bu gymmatly kagyzlara ***deriwatiw*** kagyzlar diýilýär. Olara adatça, gymmatly kagyzlaryň ***opsionlary, maliýe fýuçersleri, warrantlar we depozitar dil hatlary*** degişlidir.

Döredilen gymmatly kagyzlaryň bazary depginli ösýär we gazna bazarynda degerli orun eýeleýär.

Opsionlar. Opsionlaryň söwdasy ilkinji gezek 1973-nji ýylyň 26-njy aprelinde Çikagonyň opsion biržasynda açyldy, ondan öň olar

uzak wagtyň dowamynda (azyndan 100 ýyl) biržadan daşary bazarda dolanyşykda boldular. Maýa goýumçylar üçin opsion goşmaça maýa goýum guraly we töwekgelçiligi dolandyryş serişdesi (hedžirlemek) bolup durýar.

Opsion – bu onuň eýesine gymmatly kagyzlaryň belli bir möçberini şertleşilen möhletiň dowamynda ***kesgitli baha*** boýunça satyn almaga ýa-da satmaga hukuk berýän geleşikdir.

Kesgitli baha ***ýerine ýetiriş bahasy*** diýip atlandyrylýar, opsionyň hereket edýän möhletiniň tamamlanan senesi bolsa opsionyň möhletiniň tamamlanan senesi diýip atlandyrylýar. Satyn alyjy opsiony satyn almak bilen, onuň eýesine baýrak ýa-da başgaça aýdanyňda opstionyň bahasyny töleýär. Opsion satyn alnanda tölenýän baýrak geleşikde ýeke-täk üýtgäp durýan ululykdyr; beýleki ähli şertler we pul möçberleri üýtgedilmäge degişli däldir. Opsionyň bahasy islegiň we teklibiň täsiri bilen emele gelýär. Call-opsiony we put-opsiony bölünip görkezilýär.

Call-opsion (satyn almak üçin opsion) onuň eýesine geljekde gymmat kagyzy kesgitli baha boýunça – opsiony ýerine ýetirmegiň bahasy boýunça satyn almaga hukuk berýär. Opsionyň satyn alnandygy üçin tölenýän baýrak adatça, opsionyň esasynda ýatýan binýatlyk gymmatly kagyzyň bahasynyň uly bolmadyk bölegi bolup durýar. Netijede opsiony satyn alyjy kagyza hakykatdan eýe bolman onuň bahasynyň üýtgemeginden peýda görýär ýa-da utulýar; opsionyň esasynda ýatan bu gymmatly kagyzlary satyn almak satyn alyja has gymmat düşerdi. Şunuň bilen birlikde opsionyň eýesi mümkin bolan ýitginiň opsion üçin tölenen baýragyň möçberinden ýokary bolmajakdygyny bilýär, şonuň üçin hem onuň ýerine ýetirilmeli möhletiniň tamamlanýan wagtynda onuň esasynda ýatan binýatlyk kagyzyň bazar bahasy opsionda görkezilen bahadan (ýerine ýetiriş bahasyndan) pes bolanda ony ýerine ýetirmekden boýun gaçyryp biler.

M y s a l . X kompaniýasyna düýpli tehniki seljerme geçirmek bilen, maýa goýumçy onuň paýnamalarynyň bahasy geljekki üç aýda ýokarlanar diýip hasap edýär; paýnamanyň şu wagtky bahasy 50 dollar. Paýnamalaryň özüni satyn alanyňda 100 paýnama üçin birden 5000 dollar tölemeli boljak (hyzmat hakyny hasap etmäniňde), ýöne

paýnama üçin 5 dollar möçberde baýrak töläp, ýagny 100 paýnama üçin 500 dollar töläp opsion satyn alyp hem bolýar. Opsion ýanwarda satyn alnypdyr, onuň möhleti bolsa fewralda tamamlanýar. Eger bu möhletde paýnamalaryň bahasy peselse opsionyň eýesiniň aňryçäk ýitgisi tölenen baýragyň möçberine, ýagny 500 dollara barabar bolar. Opsiony ikinji bazarda islendik bahadan satmak bilen bu ýitginiň möçberini azaldyp hem bolar.

Maýa goýumçynyň umyt edişi ýaly, paýnamalaryň bahasy ýokarlansa ol paýnamany kesgitli bahadan (opsionyň ýerine ýetiriş bahasyndan) satyn alyp we ony has ýokary bahadan satyn peýda alyp hem biler.

Ýerine ýetirilmeli möhletlerine baglylykda şular ýaly opsionlar bolýar:

– ýewropa opsionlary – olaryň üzülýän pursadynda ýerine ýetirilip bilner;

– amerikan opsionlary – hereket edýän möhleti (üzülmeli senesi) tamamlanýança islendik wagtda ýerine ýetirilip biler.

Put-opsion ony saklaýja geljekde gymmatly kagyzy kesgitli baha – ýerine ýetiriş bahasy boýunça satmaga hukuk berýär. Call-opsiony bilen bolşy ýaly, gürrüň gymmatly kagyzy satmak baradaky borçnama barada däl-de, hukuk barada gidýär, eger-de opsionyň ýerine ýetirilmeli pursadyna çenli bu kagyzyň bazar bahasy kesgitli bahadan (ýerine ýetiriş bahasy) ýokary bolsa, onda put-opsionyň eýesiniň ony ýerine ýetirmezlige haky bardyr.

Opsiony hödürlemek bilen, ony satyjy, öňi bilen, satyn alyjy tarapyndan tölenen baýrak görnüşinde girdeji alýar, ol satyjynyň bukjasynyň umumy girdejililiginiň bir bölegini düzýär.

Opsion baýragynyň möçberi her bir aýratyn ýagdaýda şulara baglydyr:

– opsionyň esasynda ýatýan gymmatly kagyzyň şu wagtky bahasy bilen onuň ýerine ýetiriliş bahasynyň arasynda bar bolan (ýa-da çak edilýän) gatnaşyga;

– opsionyň esasynda ýatan paýnamalaryň ýa-da başga bir gymmatly kagyzlaryň bahalarynyň üýtgäp durmagyna;

– opsionyň ýerine ýetirilmeli möhletine çenli galan wagta;

– şu pursatda göterim möçberleriniň emele gelen derejesine we olaryň üýtgemegi baradaky çaklama;

– opsionyň esasynda ýatýan gymmatly kagyzlaryň girdejililigine.

Maliýe fýuçersleri. Olar hem döredilen gurallara degişlidir.

Gymmatly kagyzlaryň ***maliýe fýuçersi*** – *bu gymmatly kagyzlaryň belli bir görnüşiniň standart mukdaryny satyn almak we geljekde geleşik baglaşylanda öňünden bellenen baha boýunça belli bir senede satmak baradaky şertnamadyr* (opsiondan tapawutlylykda saýlap almak hukugy däl-de borçnamadyr).

Şu standart şertnamalarda ähli parametrler düzgünleşdirilýär: möhleti, standart lotuň möçberleri, kepillendiriş ätiýaçlyk depoziti.

Fýuçers söwdasyna gatnaşyjylaryň maksady, düzgün bolşy ýaly, gymmatly kagyzlary satyn almak däl-de, eýsem, bahalaryň tapawudynda oýnamakdan ybaratdyr. Şertnamany satyn almak bilen, onuň eýesi ony has ýokary bahadan satmagy, satyn alyjy bolsa geljekde şonuň ýaly şertnamany satyn almagy, ýöne has pes bahadan almagy göz öňünde tutýar.

Mundan başga-da, fýuçers geleşikleri hedžirlemek, ýagny obligasiýalaryň ýa-da beýleki kagyzlaryň bahalarynyň ýokarlanmagyndan (bu satyn alyjy üçin gowy däldir) ýa-da onuň peselmeginden (bu satyjy üçin bähbitli däldir) ýitgi çekmek töwekgelçiligini ätiýaçlandyrmak maksady bilen peýdalanylýar. Opsionlaryň we fýuçersleriň satylýan-satyn alynýan iri söwda merkezleri diýip amerikan biržalary, hususan-da, Çikagonyň opsionlar biržasy, Londanyň halkara maliýe fýuçersleri biržasy, Parižiň opsionlar we fýuçersler biržasy, Amsterdamdaky Ýewropa opsionlar biržasy, Singapuryň halkara walýuta biržasy, Sidneýiň fýuçers biržasy hasap edilýär. Bu döredilen gymmatly kagyzlar bilen söwdalaryň möçberleri barada 2.4 tablisaiň maglumatlary boýunça baha berip bolar.

Opsionlaryň we fýuçersleriň söwdasyna, esasan, institusional maýa goýumçylar gatnaşýarlar, çünki ýokarda görkezilen amallaryň maýany köp talap edýändigi sebäpli, hususy maýa goýumçylaryň köpüsiniň muňa mümkinçiligi ýokdur.

Häzirki wagtda opsion geleşiklerinde gymmatly kagyzlardan başga-da, ***gazna indeksleri*** peýdalanylýar. Gazna indeksleri

boýunça opsion geleşik baglaşylanda maýa goýumçy put we call opsionlaryny tutuş toparlar boýunça hem, aýry-aýry paýnamalar boýunça hem satyn almak we satmak hukugyny alýar. Maýa goýumçylaryň bazar konýunkturasyna baglylykda opsionlary satyn almak we satmak mümkinçilikleri bardyr. Olarda Dou-Jons we Amerikanyň gazna biržasynyň indeksleri has meşhur indeksler bolup durýar.

Geleşigiň düýp manysy şundan ybaratdyr: däp boýunça Dou-Jons indeksi bilen ölçelýän paýnamalaryň hümmetiniň golaýdaky aýlarda üýtgetmegine garaşmak bilen, maýa goýumçy özüniň maýa goýum bukjasyny dolandyrmak üçin Amerikanyň gazna biržasynyň indekslerinň put we call opsionlaryny peýdalanyp biler. Şunuň bilen birlikde, opsion geleşigini üstünlikli geçirmek meselesi örän kyn wezipedir, şonuň üçin opsionyň esasynda ýatan paýnamanyň ýa-da indeksiň içerki potensialyna takyk baha berilmelidir.

Warrantlar. Warrantlar – bu öz eýesine geljekde öňünden bellenen baha boýunça gymmatly kagyzlaryň belli bir mukdaryny satyn almaga hukuk berýän gymmatly kagyzlardyr. Hakykatdan warrantlar call opsionlara kybapdaşdyr, emma opsionlar birnäçe aýyň dowamynda hereket edýärler we warrantlardan goýberiliş (çykarylyş) mehanizmi boýunça tapawutlanýarlar. Call-opsiony onuň eýesi tarapyndan satylyp bilner, ol onuň esasynda ýatan degişli gymmatly kagyzlara eýeçilik etmeýär (opsionlaryň hümmetiniň tapawudynda girdeji almak üçin opsion biržalaryndaky söwdalar). Warrantlary olaryň esasynda ýatan gymmatly kagyzlaryň emitentleri bolan kompaniýalar çykarýarlar. Olar özleriniň bile çykarylan gymmatly kagyzlaryndan bölünip aýrylyp we aýratynlykda satylyp bilerler.

Beýleki gymmatly kagyzlar bilen bir bukjada teklip edilýän warrantlar emitente öz çykarýan gymmatly kagyzlaryny has özüne çekiji etmäge mümkinçilik berýär, çünki olar maýa goýumça geljekde olaryň hümmetiniň ýokarlanan halatynda, bu gymmatly kagyzlaryň belli bir möçberini pes bahadan satyn almaga mümkinçilik berýär. Mundan başga-da, warrantlaryň hereket edýän möhleti köplenç 10 ýyldan 20 ýyla çenli bolýar; olaryň käbiriniň hereket edýän möhleti çäklendirilmän hem biler (*5-nji tablisa*).

5-nji tablisa

Paýnama bazarynyň maliýeleşdirilmegi

Mlrd. dollar

Döwletler	1990	1995	2000	2003	2005	2007	2008	2009
1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**
ABŞ	3059	6858	15104	14266	17001	19923	11738	15077
Beýik Britaniýa	849	1408	2577	2460	3058	3852	1868	2796
Braziliýa	16	148	204	226	475	1370	592	1387
Fransiýa	314	522	1447	1356	1713	2740	1490	1864
Gazagystan	–	–	1	2	9	41	30	57
Germaniýa	355	577	1270	1079	1221	2105	1111	1292
Günorta Afrika	137	281	204	261	549	828	483	790
Hindistan	39	127	143	279	553	1819	647	1307
Hytaý	–	42	591	513	402	4479	1779	3573
Ispaniýa	111	198	504	726	960	1800	948	1297
Italiýa	149	210	768	615	798	1073	522	656
Kanada	242	366	842	889	1482	2187	1033	1608
Koreýa	111	127	148	325	718	1123	471	835
Polşa	–	5	31	37	94	212	91	151
Russiýa	–	16	41	197	531	1334	346	762
Saud Arabystan	–	41	68	157	646	519	247	319
Türkiýe	19	21	70	68	162	287	118	234
Ukraina	–	–	2	5	29	106	44	54
Ýaponiýa	2918	3667	3157	2953	4573	4331	3263	3444
Bütin dünýä	9398	17782	32105	32206	42932	63865	33300	47700

Amerikanyň depozitariý ýazgylary (ADR) – bu ABŞ-nyň bankynda deponirlenen daşary ýurt paýnamalarynyň erkin dolanyşykdaky ýazgylarydyr. ADR – ABŞ-nyň daşynda bellige alnan korporasiýanyň paýnamalarynyň ýazgysydyr. ADR bilen amallar bankda ýa-da howandarda saklanýan gymmatly kagyzlar bilen amallaryň ýerine geçirilýär. Bu maýa goýum guraly ABŞ-da daşary ýurt paýnamalarynyň emissiýalary bilen söwda etmegiň adaty usulydyr. ADR baryp 1920-nji ýyllarda peýda bolupdyr. Olar ***Morgan Guaranty Trust*** tarapyndan oýlanyp tapylypdyr; olaryň düýp manysy şundan ybaratdyr: bank özüniň daşary ýurtdaky şahamçalarynyň birinde (adatça, emitentiň ýurdunda) birnäçe paýnamalary saklaýar, olaryň üpjünçiligi bolup hyzmat edýän ýazgylar bolsa emitirlenýär we amerikan bazarynda dolanyşykda bolýar. Depozitar ýazgylar bilen amallary başga-da birnäçe bank amala aşyrýar, olaryň arasynda ***Citibank***, ***Bank of New Ýork***, ***Bank of Amerika*** banklary bar.

ADR saklaýjylar, adatça, gymmatly kagyzlaryň emissiýa edilen ýurdunda olaryň paýdarlarynyň hukuklaryny saklaýar.

Daşary ýurtlaryň paýdarlar eýeçiligine gyzyklanmanyň artyşyna görä, depozitar ýazgylar biržadan daşarky bazardan birža bazaryna geçdiler. Meselem, Nýu-Ýorkuň gazna biržasy özüniň nyrh kesme sanawyna birnäçe ygtybarly we belli kompaniýalary, ýagny Soni, Honda Motor, Hitaçi, Britiş Airways, Britiş Telekom ýaly kompaniýalary goşýar.

Dünýäde depozitar ýazgylara gyzyklanma artýar, çünki olar birnäçe artykmaçlyklary bilen emitentleri hem, maýa goýumçylary hem özüne çekýärler. Maýa goýumça olar şu aşakdakylar bilen baglanyşykly belli bir kepillendirmeleri berýärler:

– olaryň özleri haýsy gymmatly kagyzlaryň esasynda çykarylan bolsa, şol kagyzlaryňky ýaly geçginliligi bolýar;

– adatça, ABŞ-nyň dollarynda nyrh kesilýär;

– daşary ýurtly emitentleriň gymmatly kagyzlary satyn alnanda we olar bilen beýleki amallar geçirilende institusional maýa goýumçylara kanunçylyk çäklendirmelerini ýeňip geçmäge kömek edýär;

– olary paýnamalaryň ýerine satyn almaga we amerikanyň bazarynda we beýleki bazarlarda kesilen nyrhlaryň tapawudynyň ha-

sabyna peýda almak üçin ulanmaga, şeýle hem daşary ýurt kompaniýalarynyň maýasyna gatnaşmaga mümkinçilik berýär;

– diňe bir daşary ýurtly emitentiň gymmatly kagyzynyň satylmagyny ýeňilleşdirmäge mümkinçilik bermän, eýsem, amerikan maýa goýumçylaryna diwidendleri almaga hem mümkinçilik berýär.

Depozitar ýazgylar emitentlere birnäçe artykmaçlyklary berýär:

– olar emitent kompaniýalara daşary ýurt bazaryna çykmaga, paýnamalaryň geçginliligini ýokarlandyrmaga, paýnamalara gönüden-göni eýelik etmek babatynda hukuk çäklendirmelerini ýeňip geçmäge kömek edýär;

– ADR mümkin bolan maýa goýumçylaryň, öňi bilen hem institusional goýumçylaryň düzümini giňeltmäge mümkinçilik berýär;

– depozitar ýazgylaryň üstünlikl ýerleşdirilmegi emitent kompaniýanyň abraýyny we degişlilikde, maýa goýumçylar tarapyndan ynamy ýokarlandyrýar, şeýle hem bu kagyzlaryň bahasyna täsir edýär;

– kompaniýalar öz paýnamalarynyň bazar bahasyny kesgitläp, şeýle hem daşary ýurt maýa goýumçylarynyň maýasyny çekip bilýärler.

Depozitar ýazgylar ***hemaýat edilýän*** we ***hemaýat edilmeýän*** ýazgylar görnüşde bolýarlar. Eger-de ýazgylar emitentiň talaby boýunça çykarylýan bolsa, onda olar hemaýat edilýän hasap edilýärler: emitent hemaýat edýän maksatnamasy boýunça çykdajylary töleýär. Hemaýat edilýän ADR Gymmatly kagyzlar we biržalar baradaky toparda bellige alynýar.

Banklar maýa goýumçylaryň talaby boýunça hemaýat edilmeýän ýazgylary döredip bilerler; şunuň ýaly ýazgylary saklaýjylar ähli çykdajylary çekýärler, şol sanda gymmatly kagyzlaryň deponirlenendigi we depozitariden çykarylandygy, diwidenleriň dollara çalşylandygy üçin tölegleri we beýleki hyzmatlaryň tölegini töleýärler.

Hemaýat edilmeýän ýazgylar häzirki wagtda könelen hasap edilýär we seýrek çykarylýar.

Maliýe gurallary. Däp bolan nusgawy (klassyk) we döredilen gymmatly kagyzlardan başga-da, senagat taýdan ösen ýurtlarda ***maliýe gurallary*** diýilýänler hem giňden ýaýrandyr, olar dolanyşygyň

karz abzaly bolmak bilen, hakyky maýa goýumlara öwrülmäge ukyply pul serişdeleriniň belli bir möçberini jemlemegiň usullarynyň biridir. Olaryň has ähmiýetlileri ***depozit we süýşürintgiler sertifikatlary we weksellerdir***.

Depozit sertifikatlar *– täjirçilik banklary ýa-da karz-süýşürintgiler assosiasiýalary tarapyndan 100 000 dollar nominaly bolan möhletli depozitleriň hasabyna çykarylýan dolanyşykda bolýan gurallardyr* (onuň *jumbo* diýen ady hem bar).

Olaryň belli bir üzülmeli möhleti bar we esasan, öňki derejesine öwrülýän sertifikatlar bolup durýarlar, ýagny söwdanyň özbaşdak obýekti bolup hyzmat edip bilerler.

Depozit setifikatlar emitentler, zaýomyň möhleti, hasaplaşyklaryň görnüşleri we ş.m. boýunça tapawutlanýarlar. ABŞ-da emitentler boýunça şu sertifikatlar tapawutlandyrylýar:

– banklar tarapyndan ýurduň içinde çykarylýan sertifikatlar;

– banklar tarapyndan daşary ýurtlarda çykarylýan sertifikatlar – ýewrodollar depozit sertifikaty;

– daşary ýurt banklary tarapyndan ABŞ-da çykarylýan sertifikatlar.

ABŞ-da şahamçalary bolan daşary ýurt banklary depozit sertifikatlaryny ABŞ-nyň dollarynda çykaryp bilýärler. Zaýomyň möhletleri boýunça talap edilýänçä (olar sertifikat görkezmek bilen belli bir möçberdäki puly almaga hukuk berýär), möhletli (olarda goýmuň alnan möhleti we degişli göterimiň möçberi görkezilýär) sertifikatlar bolýar.

Adaty süýşürintgi hasaplaryndan tapawutlylykda müşderä depderçe berilmeýär-de, şahadatnama (sertifikat), ýagny bankyň özboluşly bergi haty berilýär. Şeýle goýumdan serişdeler görkezilen möhlet tamamlanmazdan öň hem alnyp bilner.

Bellige alyş usulyna baglylykda depozit sertifikatlary ***atly*** *we* ***görkezene*** bermek şertli görnüşlere bölünýär.

Günbataryň iri maýa goýumçylarynda görkezene bermek şertli geçirilýän depozit sertifikatlary aýratyn meşhurlykdan peýdalanýar, olar ikinji bazarda erkin dolanyşykda bolýarlar. Şunuň ýaly sertifikatlar 30 günden 6 aýa çenli möhlet bilen çykarylýar we diskont (nominaldan pes baha) bilen ýerleşdirilýär.

Zerur bolan halatynda sertifikatlaryň eýeleri olary ikinji bazarda satyp bilerler ýa-da söwda geleşikleri we bank zaýomlary boýunça hasaplaşyklarda peýdalanyp bilerler. Depozit sertifikatlarynyň dolanyşyk mümkinçiligi olary özüne çekiji we likwidli gurala öwürýär.

Ýene bir giň ýaýran maliýe guraly hem wekseldir. Däp bolşuna görä, weksel täjirçilik karzynyň guraly hasap edilýär, şunda, esasan, geçirilýän weksel şu görnüşde peýdalanylýar.

Weksel *– weksel berijiniň (ýönekeý ýa-da solo-weksel) ýa-da wekselde görkezilen beýleki bir töleýjiniň (geçirilýän weksel ýa-da tratta) wekselde görkezilen möhlet dolanda onuň eýesine belli bir pul möçberini tölemek barada hiç zat bilen şertlendirilmedik borçnamasyny tassyklaýan gymmatly kagyz.*

Emma häzirki zaman şertlerinde senagat taýdan ösen ýurtlarda weksel bazarlarynyň möçberleri we olaryň maliýeleşdiriş guraly hökmündäki roly ýokary däldir. Beýik Britaniýada, ABŞ-da we Kanadada geçirilýän wekseliň bank aksepti ýaly görnüşi giňden peýdalanylýar, aýratyn daşary söwda amallarynda köp ulanylýar. Özüniň düýp manysy boýunça bank aksepti banka ýazylyp berlen we şol bank tarapyndan aksept edilen geçirilýän wekseldir (tratta). Şunuň ýaly bank kepili bolan weksel bazarda satylyp bilner. Emma geçirilýän wekseliň bu görnüşi hem öz ornuny kem-kemden gowşadýar. Mysal üçin, ABŞ-da bank akseptleriniň umumy möçberi 1984–1991-nji ýyllarda 50 mlrd. dollardan 80 mlrd. dollara deň bolan bolsa, eýýäm 1998-nji ýylda 12 mlrd. dollara senli azaldy.

Geçirilýän wekseliň bazarynyň möçberleriniň we ornunyň peselmegi bilen bir wagtda ***täjirçilik kagyzlarynyň bazary*** (***commersial paper***) – özboluşly ýönekeý maliýe wekselleriniň bazary ösüşe eýe boldy. Şunuň ýaly täjirçilik kagyzlarynyň iň uly bazarlary ABŞ-da, Ýaponiýada we beýleki Ýewropa ýurtlarynda hereket edýärler.

Täjirçilik kagyzy ýörite üpjünçiligi bolmadyk gysga möhletli borçnama bolup, ol iri kompaniýalar we bank holding kompaniýalary, satuwlary amala aşyrýan kompaniýalar ýaly maliýe guramalary, şeýle hem ätiýaçlandyryş we lizing kompaniýalary we ş.m. tarapyndan çy-

karylýar. Adatça iri institusional maýa goýumçylar, hususan-da, diňe pul bazarynyň gysga möhletli borçnamalaryna serişde goýýan açyk görnüşli maýa goýum gaznalary bu gymmatly kagyzlary satyn alyjylar bolup durýarlar.

Täjirçilik kagyzlarynyň belli bir üzülmeli möhleti (270 güne çenli) bolýar. Görkezilen möhlet dolýança maýa goýumçylar, düzgün bolşy ýaly, olary özlerinde saklaýarlar, şunuň bilen baglanyşykly olaryň ikinji bazary uly däldir.

Täjirçilik kagyzlarynyň çykarylmagy kärhanalara pul serişdelerine bolan gysga möhletli islegi kanagatlandyrmaga mümkinçilik berýär. Ähli ýurtlarda täjirçilik kagyzlary bazarynyň ösmegi ykdysadyýeti maliýeleşdirmekde gymmatly kagyzlar bazarynyň rolunyň ýokarlanýandygyna we bank karzynyň rolunyň peselýändigine şaýatlyk edýär. Bu aýratyn hem ABŞ, Ispaniýa, Kanada üçin häsiýetlidir.

2.5. Halkara gymmatly kagyzlar

Dünýäde bolup geçýän, bazar ykdysadyýetli ýurtlaryň goşulyşmak prosesi netijeli maýa goýum syýasatyny amala aşyrmak üçin umumy maliýe bazarynyň döredilmegini talap edýär. Häzirki wagtda halkara maýa goýum taslamalaryny durmuşa geçirmekde uly tejribe toplandy. Bir ýurduň beýleki ýurtlarda ýaýratmak üçin banklar we korporasiýalar tarapyndan emitirlenen gymmatly kagyzlary uly möçberlerde halkara gymmatly kagyzlar bazarynda dolanyşykda bolýar. 1970-nji ýyllarda maýany ösen ýurtlara geçirirmekdäki çäklendirmeleriň doly ýatyrylmagy halkara gymmatly kagyzlar bazaryny emele getirmek üçin esas döretdi. Diňe 10 ýylda (1980–1990 ýý.) gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän halkara amallarynyň ABŞ-nyň JIÖ-däki paýy 9-dan 93 %-e çenli, Germaniýada 8-den 58%-e we Ýaponiýada 7-den 119 %-e çenli ýokarlandy. Maýanyň halkara bazarynda karz alnan serişdeleriň umumy möçberiniň köp bölegi obligasiýalaryň paýyna düşýär (1994-nji ýylda 60 %-den gowrak). Gymmatly kagyzlaryň

halkara bazarynyň 40%-den gowragy ABŞ-nyň, 20 %-den gowragy Ýaponiýanyň paýyna düşýär.

Nýu-Ýorkuň halkara biržasynda 1997-nji ýylda 350 sany daşary ýurt kompaniýalary listing geçdiler (2000-nji ýylda 600-e golaý); Amerikanyň NASDAQ söwda ulgamynda 500 sany, Londonyň gazna biržasynda bolsa 526 sany daşary ýurt kompaniýasynyň paýnamalary satylýar.

Paýnamalarynyň hümmeti Fransiýanyň milli gazna indeksine goşulan senagat kärhanalary öz amallarynyň köp bölegini (70 %-e golaýyny) Fransiýanyň daşynda amala aşyrýarlar. Beýleki ýurtlarda hem şonuň ýaly ýagdaý bar. Günbatar Ýewropanyň gazna bazarlarynda listing geçen kompaniýalaryň köpüsi peýdalarynyň ýarysyny daşary ýurtlardaky işlerinden alýarlar. Amerikanyň korporasiýalarynyň daşary ýurtlarda geçirilýän işlerden alýan peýdalary hem az däldir: Nýu-Norkuň biržasynda nyrh kesilen paýnamalary bolan korporasiýalarda ol ortaça 25–30%-e barabardyr.

Dünýä maliýe bazary barha iki derejeli görnüşe eýe bolýar, onuň ýokarky derejesi, ýagny milli derejeden ýokarky derejesi esasy transmilli korporasiýalaryň gymmatly kagyzlarynyň dolanyşygyny, aşaky, milli dereje bolsa milli kompaniýalaryň gymmatly kagyzlarynyň dolanyşygyny görkezýär. Bu derejeleriň her birine maliýe bazarynyň degişli institutlary, ýagny halkara ýa-da milli institutlar mahsusdyr.

Halkara gymmatly kagyzlar bazary, edil milli bazarlar ýaly, birinji we ikinji bazarlardan durýar. ***Birinji bazarda*** bir ýurduň emitenti öz gymmatly kagyzlaryny beýleki ýurtda ýa-da ýurtlarda ýerleşdirýär, ***ikinji bazarda*** ýörite maliýe edaralarynyň üstünden gymmatly kagyzlaryň gaýtadan satylmagy bolup geçýär. Gymmatly kagyzlaryň ikinji bazarynda esasy satyn alyjylar we satyjylar merkezi we täjirçilik banklary, ätiýaçlandyryş kompaniýalary we beýleki bank däl institutlar bolup durýar.

Soňky onýllykda Ýewropa kagyzlarynyň bazarynyň özüne çekijiligi ýokarlandy. Ýewrogurallar – bu emitentiň ýurdy babatynda daşarky bolan halkara maliýe bazarlarynda ýerleşdirilýän paýnamalardan, notlardan, obligasiýalardan, deriwatiwlerden ybaratdyr.

Ýewroobligasiýalar ýurtlaryň hökümetleri, munisipalitetler, banklar, halkara karz guramalary, transmilli korporasiýalar tarapyndan emitirlenýär. Ýewroobligasiýalar görnüşindäki daşarky karzlary olar maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesi hökmünde işjeň peýdalanýarlar, aýratyn hem karz reýtingi ***«BB»*** bolan ösüp barýan ýurtlarda (Meksika, Braziliýa, Argentina, Wenesuela, Gündogar Ýewropanyň birnäçe ýurtlary, Russiýa Federasiýasy) pul serişdeleriniň çäkli şertlerinde bu giňden peýdalanylýar. Hatda obligasiýalaryň aýratyn görnüşi – ***PAR-Bands*** – hem peýda boldy, olar nominal boýunça ýurtlaryň degişli bergilerine çalşylýar. Bu obligasiýalara göterim möçberleri bazar derejesinden pes bolan, kesgitli kupon tölegli toplum laýyk gelýär. Görkezilen obligasiýalara bredi-obligasiýalar hem diýilýär, bu 1980-nji ýyllaryň ahyrynda 1990-njy ýyllaryň başynda halkara maliýe institutlarynyň iri karz serişdeleriniň ösen ýurtlar tarapyndan yzyna gaýtarylmazlyk meselesi bilen ýüzbe-ýüz bolan döwründe bergileri soňa süýşürmegiň şunuň ýaly usulyny teklip eden ABŞ-nyň maliýe ministriniň ady bilen baglydyr. ***PAR-obligasiýalar*** 25 ýyldan 30 ýyla çenli möhlet bilen çykarylýar, bu bolsa emitentlere bergiler boýunça borçnamalary üzmegiň ýeňillikli tertibini üpjün edýär.

Ýewroobligasiýalar – bu, köplenç, görkezene bermek şertli, ýagny eýeleri bellige alynmaýan gymmatly kagyzlardyr. Bu obligasiýalary olaryň gymmaty görkezilen pulda, esasan, içerki bazaryň daşynda çykarýarlar we satýarlar. Şunuň bilen birlikde ýewroobligasiýalar halkara söwdasynda öňdäki orny eýeleýän walýutalarda denomirlenýär.

Obligasiýalary emissiýa etmek ýoly bilen esli möçberde goşmaça serişde almak islegi bilen, iri karz alyjynyň halkara bazaryna çykmaga mümkinçiligi bardyr. Daşarky bazarda obligasiýalaryň emissiýasy daşary ýurtlar üçin goýberilişe we ýewroobligasiýalara bölünip bilner. Daşary ýurt obligasiýalary dahylsyz tarapyndan haýsydyr bir ýurtda, şol ýurduň pulunda emitirlenýär, başgaça aýdylanda, daşary ýurt üçin goýberiliş Londonda funt sterlingde, Tokioda iýende we ş.m. ýerleşdirilýär. Ýewroobligasiýalar birnäçe milli bazarlarda, ýöne

olaryň ýerleşdirilýän ýurdy babatynda daşary ýurt puly bolup durýan walýutada ýerleşdirilýär.

Ýewrobazarda gymmatly kagyzlaryň aşakdaky esasy görnüşleri dolanyşykda bolýar:

– girdejiligiň kesgitli möçberi (kupon tölegleri) bolan obligasiýalar;

– girdejililigiň üýtgäp durýan möçberi bolan obligasiýalar. Kupon tölegleriniň möçberi iki bölekden – has köp ulanylýan möçberiň ululygyndan, mysal üçin, LIBOR), üýtgewsiz galýan kesgitli oňyn maržadan durýar. Şunuň ýaly obligasiýalaryň dolanyşyk möhleti 5 ýyldan 10 ýyla çenlidir;

– emitentiň paýnamalary bilen baglanyşykly obligasiýalaryň iki görnüşi – öňünden bellenilen şertlerde emitentiň adaty paýnamalaryna çalşylýan obligasiýalar we warrantly obligasiýalar. Warrant call-opsionlar ýalydyr, ýöne ony has uzak möhletiň dowamynda ýerine ýetirip bolýar, bu bolsa obligasiýalaryň özüne çekijiligini ýokarlandyrýar.

Ilkinji obligasiýalar 1960-njy ýyllaryň başynda hojalyk durmuşynyň internasionallaşmagy we ABŞ-nyň, Germaniýanyň we Ýaponiýanyň maliýe bazarlarynyň liberallaşmagy bilen baglanyşykly peýda boldy.

1987–1991-nji ýyllarda ýewrobazarda karz almalaryň has ýokary derejesi ýapon emitentlerinde (banklar we senagat korporasiýalary) bellenildi. 1995–1996-njy ýyllarda ýewroobligasiýalar bazaryna Gündogar Ýewropa ýurtlarynyň hökümetleri we şol ýutlaryň iri şäherleriniň administrasiýalary çykdylar. Russiýa 1996-njy ýylyň noýabrynda ilkinji gezek özüniň ýewroobligasiýalaryny ýerleşdirdi. Soňra 1997-1998-nji ýyllarda Russiýa Federasiýasynyň hökümeti ýene birnäçe zaýomlary ýerleşdirdi. Şol ýyllarda Russiýa Federasiýasynyň birnäçe subýektleri, ýagny Moskwa, Sankt-Peterburg şäherleri, Nižegorod, Swerdlow oblastlary, Tatarystan, şeýle hem Gazprom, LUKoýl, Rostelekom, Tatnebit ýaly hususy emitentler we birnäçe banklar ýewroobligasiýalar bazaryna çykdylar.

Ýewrobazarda bergi gymmatly kagyzlarynyň arasynda ýewrobergi borçnamalary (ýewronotlar) ýaýrandyr. Bu orta möhletli gymmatly kagyzlar täze emissiýalaryň 50–60%-ni düzýär. Amerikan walýutasynda nominirlenen borçnamalar bazaryň ýarysyna golaýyny, nemes markalaryndaky borçnamalar 15%-i we ýapon iýenlerindäkiler 10%-i tutýar. Mundan başga-da, argentina pesosy, polýak zlotylary, horwat kunlary we rus rubllary ýaly walýutalar peýda boldy, 1999-njy ýyldan başlap bolsa ýewro nominally obligasiýalar çykarylýar.

Ýewrobazarda dolanyşyk möhleti 1 aýdan 6 aýa çenli bolan gysga möhletli bergi borçnamalary hem bar. Olaryň her goýberilişi anderraýtingden geçýär (anderraýting – emission gymmatly kagyzlary araçynyň üstünden köpçülige satmak üçin ýerleşdirmek), sindisirlenýär we ýerleşdirilýär. Karz alyja bergi borçnamalarynyň nobatdaky goýberilişini ýerleşdirmek başartmasa, sindikatyň agzalary ýerleşdirilmän galan gymmatly kagyzlary yglan edilenden pes bolmadyk bahadan (LIBOR möçberi, marža) satyn almaga borçlanýarlar.

Ýewrobazarda belli bir derejede täze gural – *täjirçilik borçnamalarydyr,* olaryň aýratynlygy olaryň anderraýting geçmeýänligi bolup durýar. Sindikatyň agzalary bolup duran banklar karz alyjynyň kagyzlaryny ylalaşylan şertlerde ýerleşdirmegi öz üstüne alýarlar, ýöne şunda ýerleşdirilmedik borçnamalary satyn almaga borçlanmaýarlar (*6-njy tablisa)*.

6-njy tablisa

Halkara maliýe karzlarynyň düzümi mlrd. ABŞ dollary

Mlrd. dollar

Gurallar	Ýyl							
	1998	1999	2000	2001	1998	1999	2000	2001
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Halkara karzlary (netto)	5	–119	738	606	8211	7888	8322	8830
Pul bazarynyň gurallary	7	66	152	–79	195	260	370	398
Obligassiýalar	671	1149	1085	1428	4100	4966	5908	7113
Halkara bergi karzlarynyň emissiýasynyň nettosy	678	1085	1237	1349	4295	5226	6369	7511
Ösen döwletler	570	1137	1066	1261	3506	4371	5461	6541
Ýewropa (ýewro sebiti)	280	491	535	551	2029	1697	2182	2687
Ýaponiýa	–20	3	–26	–10	318	331	292	261
ABŞ	283	482	465	598	845	1255	1759	2336
Kanada	22	8	–8	19	207	213	208	224
Ofşor merkezleri	12	13	16	26	61	76	71	96
Beýleki döwletler	41	41	42	45	378	405	456	491
Şol sanda Russiýa	11,8	–0,7	–1,3	–0,3	20,4	19,3	18	17
Halkara guramalary	55	25	23	16	371	374	381	383
ABŞ dollarynda	411	545	609	653	1972	2433	3131	3777
Ýewroda	220	571	471	597	1174	1512	1931	2414
Iýende	–29	–7	37	17	488	528	508	459

6-njy tablisanyň dowamy

Gurallar	**Ýyl**							
	1998	**1999**	**2000**	**2001**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**
Beýleki walýutalarda	76	106	120	82	683	753	799	861
1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**
Maliýe guramalary	368	645	796	800	2023	2511	3836	4503
Döwlet sektory	182	194	246	324	1273	1428	1224	1516
Hususy maliýe däl emitentler	127	352	173	210	1020	1287	928	1110
Daşarky bazarlarda paýnamalaryň emissiýasy	126	216	317	149				

Täjirçilik borçnamalarynyň ýewrobazardaky dolanyşykda bolýan möhleti birnäçe aýdan birnäçe ýyla çenlidir. ABŞ-daky şonuň ýaly kagyzlardan tapawutlylykda ýewrotäjirçilik borçnamalary has uzak möhlete çykarylýar (ABŞ-nyň içerki bazarynda olaryň dolanyşyk möçberi 60-dan 180 güne çenlidir). Mundan başga-da, bu kagyzlaryň emitentleri reýting barlagyndan geçmelidir, bu kagyzlaryň ýewrobazardaky paýynyň 1990-njy ýyllarda belli bir derejede azalmagy we maýa goýumçylar tarapyndan orta möhletli borçnamalara ýokarlandyrylan gyzyklanma şunuň bilen düşündirilýär (*7-nji tablisa*).

7-nji tablisa

Gurallaryň görnüşi boýunça bergileriň düzümi

Mlrd. dollar

Gurallar	2008	2009	2010	2012	2012
Hususy daşary ýurt depozitleri	–14,6	11,6	8,7	67.7	0,4
Süýşürinki depozitler	107,7	169,9	–107,7	–56,3	32,8
Döwlet gaznasy	–63,5	–62,4	–0,6	11,1	54,2
Karz bazarynyň gurallary	399,5	–171,3	–71,0	107,9	14,5
Munisipal gymmatly kagyzlar	–12,9	–69.4	–53,4	–29,4	–20,6
Korporatiw we daşary ýurt obligasiýalary	–148,8,6	–58,1	–15,7	–49,1	–3,0

Çeşme: www.federalreserve.gov

Ýewrokagyzlar bazarynda, esasan, iri institusional maýa goýumçylar üçin niýetlenen ***ýewrodepozit sertifikatlary*** (DS) görnükli orun eýeleýär. Depozit sertifikatlarynyň esasy emitentleri belli amerikan, iňlis, kanad, ýapon we Ýewropa banklarynyň bölümleridir. DS üç aýdan alty aýa çenli möhlet bilen çykarylýar, olaryň kesgitli göterim möçberi bardyr. Has uzak dolanyşyk möhleti we üýtgäp durýan göterim möçberi bolan DS hem bar.

1998-nji ýylyň 1-nji ýanwaryndan Ýewropa ykdysady we walýuta birleşiginiň (ÝYWB) emele gelmeginiň üçünji tapgyry we Ýewropanyň 11 ýurdunyň çäklerinde ýeke-täk pul birligi bolan ýewronyň

girizilmegi başlandy, täze walýuta-maliýe birleşigi – ýewrozolak döredi, bu ýerde şol ýurtlaryň on bir sany maýa bazary Ýewropa birleşiginiň içerki maýalar bazaryna birleşdi.

Netijede ýewrozolagyň çäklerinde bazaryň gurluşynda we ösüş meýillerinde maýa goýumçylaryň we karz alyjylaryň özüni alyp barşynda möhüm üýtgemeler bolup geçdi. Däp bolşy ýaly döwletiň gymmatly kagyzlaryny ileri tutýan ätiýaçlandyryş we maýa goýum kompaniýalary, hususy pensiýa gaznalary we banklar öz ünslerini has girdejili hususy korporatiw gymmatly kagyzlara we bergi borçnamalarynyň ikinji bazarynyň täze gurallaryna gönükdirdiler. Öz gezeginde karz berijiler, likwidlilik binýadyny giňeltmek maksady bilen, obligasiýalary we dürli döredilen kagyzlary emissiýa etmäge çalyşýarlar. Öňi bilen bu ygtybarly üpjünçiligi bolan kompaniýalara we ipoteka banklaryna degişlidir (*8-nji tablisa*).

8-nji tablisa

Milli paýnama emitentlerini sany

Döwletler	1985 ý.	1990 ý.	1995 ý.	2000 ý.	2005 ý.	2006 ý.	2008 ý.
1	2	3	4	5	6	7	8
Awstraliýa	1004	1089	1178	1330	1643	1751	1924
Beýik Britaniýa	2116	1701	2078	1923	2757	2913	2415
Germaniýa	472	413	678	744	648	656	742
Italiýa	147	220	250	291	275	284	294
Kanada	912	1144	1196	4000	3719	3790	3755
ABŞ	8022	6599	7671	7281	5145	5134	5603
Fransiýa	489	578	450	808	664	645	598
Şweýsariýa	131	182	233	252	284	256	253
Ýaponiýa	1829	2071	2263	2561	2767	2857	2843
Braziliýa	541	581	543	464	342	347	383
Hindistan	43344	6200	5398	5853	4763	4796	4921
Hytaý	–	–	323	1035	1377	1421	1604
Koreýa	342	669	721	702	1619	1689	1789
Meksika	157	199	185	173	150	132	125

1	2	3	4	5	6	7	8
Russiýa	–	–	170	249	277	308	327
Türkiýe	–	110	205	315	304	316	317
Günorta Afrika	462	732	640	583	348	354	367
Bütin dünýä	26669	29189	36572	44137	44999	45896	≈46300

Şu görnüşi ýaly, ÝB-niň ýurtlarynyň we beýleki ýurtlaryň içerki bergisiniň gurluşynda hökümetiň obligasiýalary boýunça bergi agdyklyk edýär, bu olaryň ygtybarlylylygy we belli bir derejede ýokary girdejililigi bilen şertlendirilendir. Emma ÝB-niň ýurtlarynda hümmetsizlenmäniň peselmegi, pul-karz ulgamynda alnyp barylýan syýasat, şeýle hem täzeden döreýän bazary bolan ýurtlarda çökgünligiň netijesinde we serişdeleriň bu bazarlardan Ýewropa geçirilýändigi bilen baglanyşykly hökümetiň obligasiýalary boýunça girdejileriň peselmegi bolup geçýär.

Ýeke-täk pul birligi bolan ýewronyň girizilmegi we durnukly ýagdaýyň döredilmegi korporatiw obligasiýalar bazaryny çalt ösdürmek üçin esaslaryň bolmagyny şertlendirdi. Diňe ýokary reýtingi bolan korporatiw obligasiýalaryň däl, eýsem, reýtingi pes bolan ýokary girdejili gymmatly kagyzlaryň hem emissiýasy artdy. Bazar şunuň ýaly obligasiýalara ýokary isleg bildirýär. Diňe 1998-nji ýylda ÝYWB-ne girýän ýurtlaryň maliýe däl sektorynyň ýokary girdejili obligasiýalarynyň emissiýasynyň umumy möçberi 10 mlrd. dollara deň boldy.

ÝYWB-da korporatiw obligasiýalar bazarynyň segmentiniň häzirlikçe pes derejede ösmegi, öňi bilen, ýurtlaryň köpüsiniň kärhanalarynda ýetmeýän serişdeleri bank karzlarynyň hasabyna doldurmak boýunça emele gelen däp bilen düşündirilýär. Ýewroobligasiýalar bazarynyň ösüş derejesiniň ýokary bolmazlygy hem şunuň bilen düşündirilýär, 1998-nji ýylyň sentýabrynyň aýagynda bu bazar 1070,9 mlrd. dollara deň boldy, bu bolsa ÝYWB-niň ýurtlarynyň bergi borçnamalarynyň içerki hususy bazarynyň ýarysyna golaýyny

tutýar. Bazaryň bu segmenti üçin emitirlenen gymmatly kagyzlaryň hiliniň belli bir derejede peselmegi hem häsiýetlidir. ÝYWB-niň hereket edýän şertlerinde ÝB-niň ekspertleriniň maýa goýumçylaryň serişdeleri ygtybarlylygy pesräk, ýöne ýokary girdejili aktiwlere (BB reýtingi we ondan hem pes) goýmaga ýykgyn etmekleriniň ýokarlanýandygyny hasaba alýan çaklamalary boýunça bank däl korporatiw ýewroobligasiýalaryň möçberi 1999-njy ýylda 35 mlrd. dollar möçberinde bolar diýip garaşyldy.

ÝYWB-niň döredilmegi Günbatar Ýewropanyň gazna bazarynyň işini kämilleşdirmäge ýardam edýär. Birža söwda ulgamlary elektron çeşmelere geçmegi we olary birleşdirmäge esaslar döretmegi tamamlaýarlar. Günbatarayň öňdebaryjy biržalary Günbatar Ýewropanyň we GDA ýurtlarynyň, şeýle hem ösüp barýan ýurtlaryň kärhanalaryny çekmegiň hasabyna nyrh kesilen gymmatly kagyzlaryň toparyny giňeltmäge çalyşýarlar.

Ýewroobligasiýalar bazarynyň ösmegine ÝB-niň ýurtlarynyň bir walýuta – ýewro geçmekleri düýpli täsir etdi, bu pul birligi 1999-njy ýylyň 1-nji ýanwaryndan 11 ýurtda resmi pul birligi derejesini aldy, olaryň öz walýutalary bolsa onuň drob aňlatmalary boldy.

Ýewro birleşen ýurtlaryň walýutasyndaky daşarky döwlet bergisi 2001-nji ýyla çenli töleg walýutasy saýlanyp alnanda ***«mejbur etmede däl, gadagan etme hem däl»*** ýörelgesi boýunça tölendi. Hususy borçnamalar bazary barada aýydylanda, Ýewropa Gazna biržalary federasiýasy ýewrozolaga girýän ýurtlaryň walýutasynda denomirlenen gymmatly kagyzlar bilen ähli tertipleşdirilen birža söwdalaryny eýýäm 1999-njy ýylyň 4-nji ýanwaryndan (gazna biržalarynyň ilkinji iş gününden) başlap täze walýuta geçirmegi maslahat berdi.

2.6. Gymmatly kagyzlaryň gymmatlyk häsiýetnamalary

Gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüşiniň görkezijisi (indikatory) onuň girdejiligi, obligasiýalaryň, sertifikatlaryň we beýleki gymmatly kagyzlaryň girdejililigini kesgitlemek üçin başlangyç binýat bolup olaryň bahasy hyzmat edýär.

Bellenilen (nominal) gymmat, satyn alyş we bazar bahalary obligasiýanyň bahasy bolup biler.

Nominal baha obligasiýa ýazylan bahadyr (emissiýa bahasy). Ol göterimleri hasaplap ýazmak we geljekde bahalary gaýtadan hasaplamak üçin binýat bolup hyzmat edýär.

Satyn alyş bahasy– bu emitentiň obligasiýany satyn alýan bahasydyr. Ol zaýomyň şertlerine baglylykda nominal baha bilen gabat gelip hem, gabat gelmän hem biler.

Bazar (hümmet) bahasy gymmatly kagyzlar bazarynda emele gelýär we bazardaky isleglere we tekliplere bagly bolýar.

Döwlet obligasiýalary üçin göterim görnüşinde girdejileri döwürleýin tölemek häsiýetlidir. Töleg kuponlar boýunça – kuponyň pul möçberleri görkezilen kesilip aýrylýan talonlar boýunça geçirilýär.

Göterim möçberi birnäçe görnüşde bolup biler.

1. ***Kesgitli möçber*** – ululygy boýunça takyk bellenen möçber; ol adatça hümmetsizlenme bolmadyk ýagdaýynda ulanylýar.

2. ***Üýtgäp durýan möçber***. Üýtgäp durýan möçberi bolan obligasiýalar hümmetsizlenme, pullaryň bahasynyň gaçan we karzdarlar tarapyndan durnukly göterim bellenen obligasiýalara gyzyklanma bildirilmeýän şertlerde çykarylýar. Hümmetsizlenmäniň depginlerini göz öňünde tutmak üçin döwlet üýtgäp durýan göterim möçberi (üýtgäp durýan kupony) bolan obligasiýalary çykaryp başlaýar. Şeýle ýagdaýda obligasiýalar boýunça göterimiň möçberi karz göteriminiň derejesine bagly bolýar.

3. ***Derejeli göterim möçberi***. Göterimiň möçberiniň üýtgemegi zaýomyň ýyllary boýunça tapawutlandyrylyp bellenýär. Göterim möçberini bellemegiň getirilen usuly obligasiýalaryň nominal (hümmet) bahasyny indeksirlemek (hümmetsizlenmäniň ösüşine görä ony ýokarlandyrmak) bilen utgaşdyrylyp biler.

4. ***Nol kupon ýa-da minikupon*** (göterimsiz ýa-da pes göterimli obligasiýalar). Nol kuponly obligasiýalar çykarylanda emissiýanyň hümmeti ýeňilligiň ululygyna barabar möçberde nominal hümmetden pes derejede bellenýär. Minikuponly obligasiýalar nol kupona geçiş görnüşi bolup durýar. Olarda kupon girdejisi adatdakydan

pesdir, ýöne emsission bahadan aýrylýan ýeňillik hem nol kuponly obligasiýadakydan azdyr.

Obligasiýalaryň girdejiligini hasaplamak. Obligasiýalaryň girdejililigi kesgitlenende, öňi bilen, onuň başlangyç binýadyny – nominal (gymmat) bahasyny *Pn* tapmaly:

$$N_b = \frac{Z}{M},$$

bu ýerde *Z* – zaýomyň möçberi, *M* – emitirlenýän obligasiýalaryň mukdary.

Obligasiýalaryň birinji gezek ýerleşdirilendäki bahasy ýa-da emission baha kähalatda nominal baha bilen gabat gelmeýär. Netijede iki görnüşi ýüze çykyp biler:

– emission baha nominaldan pes bolýar; şeýle baha ***diskont*** ýa-da ***ýeňillikli baha*** diýilýär;

– emissiýanyň bahasy nominaldan ýokary bolýar, ýagny gymmatly kagyz ***baýrak bilen ýerleşdirilýär.***

Bergi borçnamasy ikinji bazarda satylanda bazar bahasy emele gelýär, onuň hümmeti bazar bahasynyň (*Pb*) borçnamanyň nominal bahasyna (*Rn*) gatnagyşyny görkezýär:

$$B_h = \frac{Bb}{Nb},$$

bu ýerde *Kb* – baha hümmeti.

Maýa goýumçy obligasiýany ýa-da sertifikaty satyn almak bilen, olary emission ýa-da hümmet bahasyndan satyn alýar, olar, düzgün bolşy ýaly, nominal bahadan tölenýär. Zaýomyň şertlerine baglylykda bu bahalar gabat gelmän biler. Gymmatly kagyzyň üzülýän bahasy bilen satyn alynýan bahasynyň arasyndaky tapawut zaýomyň hereket edýän möhletiniň dowamynda maýanyň artyşyny ýa-da kemelişini häsiýetlendirýär.

Obligasiýalar diskont (Pd) bilen satyn alnyp, nominal boýunça üzülende, maýa goýumçynyň ***maýasy artýar****:*

$$D = Pn - Pd,$$
$$D > 0.$$

Şu ýagdaýda obligasiýanyň girdejililigi kuponda görkezilendäkiden ýokary bolýar.

Obligasiýa baýrak (*Pn*) bahasy bilen satyn alnan bolsa, onda bu kagyz üzülende onuň eýesi ***zyýan çekýär:***

$$D = Pn - Pb,$$
$$D < 0.$$

Şeýle ýagdaýda baýrak bilen satyn alnan obligasiýanyň girdejiligi kuponda görkezilen bahadan pes bolýar. Obligasiýa nominal bahadan hem satyn alnyp biler, şeýle bolanda obligasiýanyň girdejililigi kupon bahasyna deňdir.

Obligasiýanyň girdejililiginiň sanalyp geçilen görnüşleri ***maýanyň ýyllyk artma*** ýa-da ***ýitgi görkezijilerini*** hasaplap çykarmaga mümkinçilik berýär.

$$\Delta D_{э} = \frac{\Delta D}{t},$$

bu ýerde *Dý* – bir ýylda maýanyň artyşynyň ýa-da ýitgisiniň absolýut ululygy, *D* – zaýomyň hereket edýän möhletinde her ýyl maýanyň artyşynyň ýa-da ýitgisiniň absolýut ululygy, *t* – zaýomyň ýyllarynyň sany.

Ýyllyk goşmaça girdejililik (*Ig*) ýa-da goşmaça girdejiniň möçberi (stawka) şu formula boýunça kesgitlenýär:

$$\Delta D_{э} = \frac{\Delta D}{Dsa},$$

bu ýerde *Dsa* – obligasiýanyň satyn alnan bahasy.

Obligasiýanyň girdejililigi iki ululyk bilen, ýagny kupon tölegleri bilen (emitente berlen karz üçin zaýom üçin hak) we obligasiýanyň üzülýän bahasy bilen satyn alyş bahasynyň arasyndaky tapawut bilen kesgitlenýär.

Kupon tölegleri her ýylda (kähalatda çärýekde bir gezek) geçirilýär, olar göterimlerde ýa-da absolýut ululyklarda görkezilýär.

Ýyllyk girdejililigiň (*Gý*) absolýut ululygy şu formula bilen kesgitlenýär:

$$Gý = \frac{Im \times Pn}{100},$$

bu ýerde *Im* – ýyllyk kupon möçberi (stawka), %, *Pn* – obligasiýanyň nominal bahasy.

Kuponyň gündelik girdejiligi şu formula boýunça hasaplanýar:

$$Im = \frac{G_Э}{Pn} \times 100.$$

Kupon girdejisi köp babatda zaýomyň möhletine (bu ýerde garşylyklaýyn baglanyşyk bar: obligasiýanyň üzülmeli möhleti näçe daş bolsa, girdeji göterimi şonça ýokary bolýar), gymmatly kagyzyň hiline we öňi bilen hem onuň ygtybarlylygyna bagly bolýar.

Gymmatly kagyzyň girdejililigini kesgitlemek üçin adaty we takyk göterimler formulasy giňden peýdalanylýar. Olar hususanda, obligasiýalaryň maliýe ýylynyň başynda satylmaýan we kupon boýunça tölegleri öňki eýesi bilen täze eýesiniň arasynda bölmek zerur bolan halatlarynda ulanylýar.

Ýönekeý göterimler hasaplananda ýylyň her aýy 30 günden, ýyl bolsa 360 günden durýar diýip kabul edilýär. Şeýle ýagdaýda obligasiýany satyja kupon boýunça tölegler degişlidir:

$$Di = D_Э \frac{P}{360},$$

bu ýerde

$\frac{P}{360}$ – adaty göterimleriň koeffisiýenti (*Ka*), *P* – iň soňky «göterim» gününden obligasiýanyň üzülmeli gününe çenli senenama günleriň sany. Kupon boýunça töleg senesi «göterim» güni diýip hasap edilýär.

Kupon boýunça tölegleri ***takyk göterimlerden*** ugur almak bilen şu formula boýunça kesgitläp bolar:

$$Di = D_Э \frac{P}{365},$$

bu ýerde $\frac{P}{365}$ – takyk göterimleriň koeffisiýenti (*Ki*).

Getirilen formulany ulanmak bilen, obligasiýanyň girdejililigini emele getirýän iki düzüm bölegi, ýagny kupon töleglerini we obligasiýanyň üzülýän bahasy bilen satyn alnan bahasynyň arasyndaky tapawudy kesgitläp bolýar. Netijede ýyllyk jemi girdejiniň ululygy we zaýomyň hereket edýän möhletiniň bütin dowamyndaky jemi girdejini hasaplap bolar.

Ýyllyk jemi girdejiniň möçberi kupon tölegleriniň möçberine we maýanyň ýyllyk artyşyna (ýitgisine) (*Dý*) deňdir:

$$Ds.ý = Dk + Dý.$$

Şu ýerden ***ýyllyk jemi girdejililik*** ýa-da jemi girdejiniň möçberi şuňa deňdir:

$$Is = \frac{Ds \times э}{Psa},$$

bu ýerde *Psa* – obligasiýanyň satyn alnan bahasy.

Zaýomyň hereket edýän möhletiniň dowamyndaky jemi girdejini ähli ýyllardaky kupon töleglerini we zaýomyň hereket edýän möhletinde maýanyň artyşyny (ýitgisini) jemlemek bilen kesgitläp bolar:

$$Ds = Dk + Dma = Ik \cdot Pn + Dma,$$

bu ýerde *Dk* – zaýomyň hereket edýän möhletinde kupon girdejisi, *Dma* – zaýomyň hereket edýän möhletinde maýanyň artyşy (ýitgisi), *Ik* – ýyllyk kupon möçberi (stawka), *Pn* – obligasiýanyň nominal bahasy.

Zaýomyň hereket edýän möhletiniň bütin dowamyndaky jemi girdejini başgaça, ýagny ýyllyk jemi girdejiniň möçberinden ugur alyp hem kesgitläp bolar:

$$Ds \cdot P,$$

bu ýerde *P* – zaýmyň ýyllarynyň sany.

Gymmatly kagyzlar bilen işlenende artdyrylan gymmaty bilmek zerurdyr. Ony obligasiýanyň üzülýän bahasyna zaýomyň hereket edýän möhletinde kuponlar boýunça tölegleri goşmak bilen kesgitläp bolar:

$$G = Pn + Ik \cdot Pn \cdot P = Pn\,(T1 + Ik \cdot P),$$

bu ýerde *G* – artdyrylan gymmat, *Pn* – üzülýän bahasy (nominal baha), *Ik* – kupon möçberi (stawka), *P* – zaýomyň ýyllarynyň sany.

Artdyrylan gymmatyň belli bir ululyga ýetmeli möhletini ýa-da kupon möçberini derejesini hem hasaplap bolar:

$$P = \frac{G - Pn}{1k \times P},$$

$$Ik = \frac{G - Pn}{Pn \times P}.$$

Paýnamalaryň girdejililigini hasaplamak. Paýnamalaryň girdejililigi diwidendiň (korporasiýanyň paýlanýan peýdasynyň bir böleginiň) ululygyna, kagyzy ikinj bazarda onuň satyn alnan bahasyndan ýokary bahadan satmak mümkinçiligine baglydyr.

Diwidend – bu korporasiýanyň (paýdarlar jemgyýetiniň) paýlanýan peýdasynyň bir paýnama düşýän bölegidir. Ol pul birliklerinde ýa-da göterim möçberi görnüşde aňladylyp bilner. ***Göterim möçberi*** diwidend girdejiniň absolýut ululygyny paýnamanyň nominal bahasyna bölmek bilen kesgitlenýär:

$$id = \frac{Id \times 100}{Rn},$$

bu ýerde *id* – diwidendiň möçberi (stawka), *Id* – diwidend girdejisi, *Rn* – paýnamanyň nominal bahasy.

Paýnamanyň gündelik girdejililigi ***rendit*** ýa-da gündelik girdejiniň möçberi bilen kesgitlenýär:

$$R = \frac{Id}{Psa},$$

bu ýerde *R* – paýnamanyň renditi, *Psa* – paýnamanyň satyn alnan bahasy (emission ýa-da bazar baha).

Rendit maýa goýlan her bir birlik üçin maýa goýumçy tarapyndan näçe pul birligi girdeji alnandygyny kesgitlemäge mümkinçilik berýär.

Paýnama maliýe ýylynyň ortasynda satylan bolsa, diwidendiň möçberi öňki eýesi bilen täze eýesiniň arasynda bölünmelidir. Şunuň ýaly hasaplamada adaty göterimler formulasyny ýa-da takyk göterimler formulasyny peýdalanyp bolar.

Satyn alyjynyň girdejisi:

– adaty göterimler formulasy boýunça:

$$Dag = \frac{I_{\text{Э}} \times t}{365(366)};$$

– takyk göterimler formulasy boýunça:

$$Dt = \frac{I_{\text{Э}} \times t}{365(366)},$$

bu ýerde Dag – satyn alyjynyň adaty göterimler formulasy boýunça girdejisi, Dt – satyn alyjynyň takyk göterimler formulasy boýunça girdejisi, $Iý$ – diwidendiň ýyllyk möçberi, t – paýnamanyň satyn alnan senesinden diwidendiň nobatdaky töleg senesine çenli günleriň sany.

Diwidenden başga-da girdeji çeşmesi paýnamanyň hümmetiniň ýokarlanýan ýagdaýynda satyn alnan bahasy bilen satylan bahasynyň arasyndaky tapawut bolup biler. Paýnama satylanda goşmaça girdejini (ýitgini) absolýut pul birliklerinde we göterimlerde kesgitläp bolar.

Goşmaça girdejiniň (ýitginiň) absolýut ululygy paýnamanyň hümmet bahasy (satuw bahasy) bilen onuň satyn alnan bahasynyň arasyndaky tapawuda deňdir:

$$Da = Rk - Psa,$$

bu ýerde Dg – goşmaça girdeji, Ph – paýnamanyň hümmet bahasy (satuw bahasy), Psa – paýnamanyň satyn alnan bahasy.

Goşmaça girdejiniň absolýut ululygyny paýnamanyň satyn alnan bahasyna (emission ýa-da bazar baha) bölmek bilen goşmaça girdejini göterimlerde hasaplap bolar:

$$id = \frac{Dg}{Psa}.$$

Diwidendi we goşmaça girdejini kesgitlmek bilen jemi ýa-da ahyrky girdejini tapyp bolar:

$$Ds = Id + Dd.$$

Şundan ugur almak bilen, göterimlerde jemi ýa-da ahyrky girdejilik (jemi girdejiniň möçberi) şuňa deňdir:

$$Is = \frac{Ds}{Psa}.$$

Paýnamalaryň we obligasiýalaryň girdejiligini kesgitlemek üçin getirilen formulalar diňe bir maýa goýumçyda bar bolan girdejileri hasaplamaga mümkinçilik bermän, eýsem, olary gymmatly kagyzlar bukjasy emele getirilende, onuň iň gowy gurluşy saýlanyp alnanda (diwersifikasiýa) peýdalanmaga hem mümkinçilik berýär, çünki serişdeleri gymmatly kagyzlara goýmak diňe bir girdeji getirmän, eýsem, ol belli bir töwekgelçilikler bilen hem baglydyr. Maýa goýum

strategiýasy we taktikasy işlenip taýýarlananda maýa goýumlaryň geljekki gymmatyna baha bermegiň dürli usullaryny peýdalanmagyň baý dünýä tejribesi peýdalanylyp bilner. Serişdeleri gazna gurallaryna goýmagyň has netijeli we ygtybarly ugurlaryny saýlap almak üçin dünýä tejribesinde fundamental we tehniki seljeriş, ýagny tutuşlygyna ykdysadyýetiň we gazna bazarynyň ýagdaýyny öwrenmek, şeýle hem sanalyp geçilen hil görkezijileriniň birnäçesiniň kömegi bilen dürli gymmatly kagyzlaryň potensialyna baha bermek giňden peýdalanylýar.

Türkmenistanyň Prezidenti
Gurbanguly Berdimuhamedow:

– Giň gerimli döwlet özgertmeleriniň amala aşyrylmagy we bazar şertleriniň yzygiderli kämilleşdirilmegi Türkmenistanda gazanylýan esasy makroykdysady görkezijileri yzygiderli ýokarlandyrmaga oňyn şertleri döredýär.

III bap MÖHLETLI BAZARDA DÖREDILEN GYMMATLY KAGYZLAR BILEN AMALLAR

3.1. Umumy düzgünler

Häzirki zaman gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşynda möhletli bazar ýa-da döredilen gymmatly kagyzlaryň bazary aýratyn ähmiýete eýe bolýar.

Döredilen gymmatly kagyzlaryň bahasyny emele getirmek şu şertnamanyň şertlerine laýyklykda geljekde iberilmeli binýatlyk aktiwleriň bahasyna esaslanýar. Döredilen gymmatly kagyzlar bilen amallar maýa goýumçylaryň ähli görnüşlerine ***az goýum*** goýup we binýatlyk aktiwler bilen deňeşdirilende ***pes töwekgelçilik*** bilen ***peýda*** almaga mümikinçilik berýär. Döredilen gymmatly kagyzlar bilen amallaryň möhletli häsiýeti bardyr, kontraegentleriň borçnamalary geljekde belli bir möhletde ýerine ýetirilmelidir.

II.4. bölümde seredilenlerden başga-da, ikinji tertibiň döredilen gymmatly kagyzlary hem bolýar: olar ***fýuçersleriň opsionlaryndan***, ***swoplaryň opsionlaryndan*** we ***dürli garyşyk şertnamalardan*** ybaratdyr.

Maliýe bazarlary bilen baglanyşykly we maliýe aktiwlerine esaslanyp (maliýe fýuçersleri, opsionlaryna we ş.m.) döredilen gymmatly kagyzlar bilen haryt bazarlary bilen baglanyşykly we harytlara (haryt fýuçerslerine, opsionlaryna we ş.m.) esaslanyp döredilen gymmatly kagyzlar tapawutlandyrylmalydyr. Biz maliýe aktiwlerine esaslanyp döredilen kagyzlara seredýäris.

Döredilen gymmatly kagyzlaryň bahasy binýatlyk aktiwleriň bahasyna baglylykda kesgitlenýär. Ikinji bapda biz döredilen gymmatly kagyzlaryň şertnama bolup durýandygyny, onuň bilen baglanyşykly möhletli geleşik amala aşyrylýandygyny, şol geleşiklere laýyklykda bolsa aktiw bellenen möhletlerde iberilmelidir diýip belläpdik. Möhletli şertnamalarda aktiwiň bahalary – bu möhletli bazardaky bahalardyr. Oňa laýyklykda aktiwiň iberilmeli geleşiklerine ***kassa*** ýa-da ***spot*** geleşikleri, şular ýaly geleşikleriň bazary bolsa ***kassa*** ýa-da ***spot bazary*** diýlip atlandyrylýar. Aktiwiň spot (kassa) geleşiklerinde görkezilýän bahasyna ***spot*** (kassa) ***bahasy*** diýilýär.

Möhletli bazarda aktiwiň iberilmeginiň belli bir wagtdan soň (birnäçe günden ýarym ýyla çenli) amala aşyrylmalydygy bilen baglanyşykly, möhletli bazara gatnaşyjylaryň şu pursatda ýok bolan aktiwi ibermek baradaky şertnamany satmak mümkinçilikleri bolýar, ýagny şertnamany satyn almak ýa-da satmak mümkinçiligi aktiwiň bardygyna ýa-da ýokdugyna bagly däldir. Ýöne ýok aktiwi spot bazarynda satmak mümkin däldir, çünki ol hakykatdan bar bolmalydyr.

Möhletli bazara gatnaşyjylary – satyn alyjylary we satyjylary aňlatmak üçin aýratyn adalgadan peýdalanylýar. Möhletli bazara gatnaşyjy şertnamany satyn alýan bolsa, onda ol ***uzyn pozisiýany açýar*** ýa-da ***eýeleýär*** diýýärler. Diýmek, möhletli bazarda satyn almagam, satmagam pozisiýany açmak bolup durýar. Garşylyklaýyn geleşigiň kömegi bilen ***pozisiýany ýapyp*** bolýar. Gatnaşyjyda gysga pozisiýa açylan bolsa (şertnamany satmak), ol ony uzyn pozisiýany açmak bilen (şertnamany satyn alyp) ýapyp biler. Onuň kömegi bilen açyk pozisiýa ýapylýan geleşik ***ofset*** geleşigi diýip atlandyrylýar.

Döredilen gymmatly kagyzlaryň möhletli bazary birža ýa-da birža däl bazar bolup biler. ***Möhletli birža bazarlarynda*** fýuçers we opsion şertnamalar, depozitar ýazgylar, warrantlar, birža däl bazarda forward, opsion, swop şertnamalary, depozitar ýazgylar, warrantlar, opsion şahadatnamalar bilen söwda edilýär.

Maksatlardan we özüňi alyp barmagyň taktikasyndan ugur almak bilen möhletli bazarlara gatnaşyjylary üç topara bölýärler: spekulýantlar, hejerler we arbitražýorlar.

Spekulýantlar – bular maliýe gurallarynyň geljekde ýüze çykmagy mümkin bolan tapawudynyň hasabyna peýda almaga ymlylýan

möhletli bazara gatnaşyjylardyr. Spekulýantyň peýdasy onuň binýatlyk aktiwiň bahasynyň üýtgejegini näderejede netijeli çaklap bilşine baglydyr. Spekulýant uzak wagtlyk hem, gysga wagtlyk hem pozisiýa açyp biler. Birinji ýagdaýda ol bahanyň üýtgemeginiň uzak wagtlyk meýlinden, ikinji ýagdaýda gysga wagtlyk meýlinden ugur alýar.

Spekulýantlary möhletli bazara gatnaşyjylara degişli edýärler, çünki olar möhletli şertnamalaryň geçginliligini artdyrýarlar, şeýle hem bahalaryň üýtgeme töwekgelçiligini öz üstlerine alýarlar, bu töwekgelçiligi möhletli bazaryň başga bir aýrylmaz gatnaşyjylary bolan hejerler olaryň üstüne geçirýärler.

Hejerler bahalaryň derejesini öňünden bellemek maksady bilen möhletli söwda gatnaşýarlar, olar geljekde şol bahalar boýunça belli bir maliýe aktiwleri bilen geleşikleri geçirmek, şeýle hem spot bazarynda satyn alnan aktiwleri möhletli bazarda ätiýaçlandyrmak isleýärler.

Hejirlemegiň köp dürli strategiýasy bardyr. Ýöne olaryň umumy tarapy hejeriň bahalaryň özi üçin amatly bolmazlygy mümkin bolan depgininden goranmagyň hatyrasyna özüniň mümkin bolan peýdasyny azaltmaga taýýardygy bolup durýar.

Arbitražýor – möhletli bazara bu gatnajysynyň maksady bahalaryň depgini dürli-dürli bolan ýagdaýynda dürli bazarlarda şol bir aktiwi bir wagtda satyn almagyň we satmagyň hasabyna peýda görmek bolup durýar. Spot bazarynda aktiwi satyn almak (satmak) we oňa laýyk gelýän gymmatly kagyzy (fýuçers şertnamasyny) satyn almak (satmak) muňa mysal bolup biler. Umuman alanyňda arbitraž amaly – bu oýunça pes töwekgelçilik bilen peýda görmäge mümkinçilik berýän amallardyr, şunda ol maýa goýmagy talap etmeýär. Mundan başga-da, arbitraž amallaryny geçirmek belli bir derejede şol bir aktiwleriň dürli bazarlardaky bahalaryny deňleşdirýär.

Döredilen gymmatly kagyzlaryň ösüş taryhy birnäçe ýüz ýyllyklary içine alýar. Ilkibaşda bu bazar forward şertnamalaryndan ybarat bolupdyr, olar geljekki hasylyň hasabyna oba hojalyk önümlerini öndürijiler bilen baglaşylypdyr. Şertnamany satyn alyjylar olaryň harajatlaryň bir bölegini öňünden geçiripdirler.

1751-nji ýyldan başlap Nýu-Ýorkuň azyk biržasynda azyk harytlaryny (däne, mal we ş.m.) satyn almak baradaky möhletli şertnamalaryň söwdasy alnyp barylýar. 1848-nji ýylda möhletli şertnamalaryň dünýäde iň iri biržasy – Çikago söwda palatasy (***Chicago Board of Trade – CBOT***) esaslandyryldy. Bu biržada 1865-nji ýyldan başlap eýesi görkezilmedik şertnamalar ulanylyp ugrapdyr.

1972-nji ýylda Çikagonyň söwda biržasynda (***Chicago Mercantile Exchange – CME***) ilkinji gezek walýutanyň hümmeti boýunça şertnamalar resmileşdirildi, mukdaryň, hiliň we iberilýän möhletleriniň standartlaşdyrylmagy bu şertnamalaryň häsiýetli aýratynlygy boldy. 1975-nji ýylda Çikagonyň söwda palasynda göterim möçberleri boýunça şertnamalar baglaşylyp başlandy. 1982-nji ýylda Amerikanyň birnäçe biržalarynda gazna indeksleriniň fýuçersleri, 1982–1983-nji ýyllarda fýuçers şertnamalarynyň opsionlary girizildi.

1982-nji ýylda Londonyň halkara maliýe fýuçers geleşikleri biržasy (***The London Internasional Financial Futures Ehcange – LIFFE***), 1990-njy ýllaryň ahyrynda Frankfurtda möhletli şertnamalar biržasy (***die Deitsche Terminal Borse – DTB***) açyldy.

Deriwatiwleriň iri biržalary ABŞ-da we Ýewropada ýerleşendlir. Iri birža meýdançalarynyň her biriniň dolanyşygy bir ýylda 250 mln. şertnamadan ýokarydyr. Söwdasy edilýän maliýe gurallary, düzgün bolşy ýaly, milli binýatlyk aktiwlere esaslanýar we milli ykdysadyýetleriň çäklerinde töwekgelçilikleri netijeli dolandyrmaga mümkinçilik berýär. Paýnamalaryň birža deriawatiwleriniň üçden iki bölegi we gazna indeksleri hejerler tarapyndan baglaşylýar.

Bu gurallaryň söwdasy boýunça esasy dünýä biržasy Çikago boldy. Şäherde üç sany söwda meýdançasy – Çikago söwda palatasy, opsionlar biržasy we haryt biržasy hereket edýär. Olarda her ýylda 400–450-ä çenli dürli möhletli şertnamalar baglaşylýar, bu bolsa dünýä boýunça umumy möçberiň 40–45%-ne barabardyr.

Beýleki merkezleriň arasynda Tokio tapawutlanýar, bu ýerde iki birža – Halkara maliýe fýuçers biržasy we gazna biržasy bar.

Ýewropa ýurtlarynda, düzgün bolşy ýaly, döredilen gurallaryň bir ýa-da iki biržasy hereket edýär: Germaniýada – Nemes möhletli

biržasy, Fransiýada – Maliýe fýuçers şertnamalary biržasy, Beýik Britaniýada – Londonyň halkara maliýe fýuçersleri biržasy, Şwesiýada – Stokgolmyň opsionlar bazary bar.

Maliýe birža bazarlarynyň köpüsinde döredilen maliýe gurallary bilen söwda amallarynyň möçberi nagt haryt bilen amallar boýunça dolanyşykdan esli ýokarydyr.

1990-njy ýyllarda ABŞ-nyň dollarynyň fýuçers şertnamalarynyň söwdasyny Russiýada ilkinji gezek Moskwanyň haryt biržasy geçirdi. 1992-nji ýylda bu birža tarapyndan Fýuçers söwdasynyň wagtlaýyn kadalary kabul edildi. Soňra GKO-nyň fýuçersleri peýda boldy.

1998-nji ýylyň awgust çökgünligi möhletli şertnamalar bazarynyň hakykatdan ýapylmagyna getirdi, emma 1999-njy ýylyň aýagynda ol kem-kemden ýola düşüp ugrady. Ilkibaşda «Sankt-Peterburg» gazna biržasy lider boldy, soňra Moskwanyň bankara walýuta biržasy (MBWB) onuň yzyny alyp göterdi, Russiýanyň möhletli bazaryndaky ýagdaýa aşakda giňişleýin sered未iler.

Häzirki wagtda döredilen maliýe gurallarynyň bazary dünýäde maliýe bazarynyň has depginli ösýän segmentleriniň biri bolup durýar.

Haryt we maliýe deriwatiwlarynyň dünýä bazary günbataryň ykdysadyýetiniň has depginli ösýän elementleriniň biri bolup durýar. Halkara walýuta gaznasynyň maglumatlary boýunça häzirki wagtda biržadan daşary bazar agdyklyk edýär, dolanyşykdaky şertnamalaryň jemi nominal bahasynda onuň paýy 85%-den ýokarydyr. Şeýle-de bolsa, birža we biržadan daşary bazarlardaky ortaça dolanyşyk, takmynan, gabat gelýär, bu bolsa biržada şertnamalaryň köp gezek gaýtadan satylýandygy bilen düşündirilýär.

Biržadan daşary bazarda baglaşylýan şertnamalaryň esasy görnüşi gysga möhletli walýuta swoplary, birža bazarynda göterimli şertnamalar (döwletiň gymmatly kagyzlarynyň fýuçersleri we opsionlary we depozit möçberler) bolup durýar.

Haryt fýuçersleriniň söwdasynyň möçberi durnukly bolup, ýylda 300 mln. şertnama golaýdyr, biržada haryt deriwatiwleriniň söwdasynyň umumy möçberi 15%-den ýokary däldir. Olardan tapawutlylykda maliýe deriwatiwleriniň sektorynyň durnukly ösüş meýli bardyr.

1990-njy ýyllaryň ortalaryna çenli dünýä bazarynda dolanyşykda bolýan döredilen maliýe gurallarynyň jemi bahasy (nominal boýun-

ça) 14 trln. amerikan dollaryna ýetdi, şol sanda swoplaryň bazarynda 2,3 trln. dollara bardy. Häzirki wagtda deriwatiwleriň bazary Ýewropada we Amerikada gymmatly kagyzlar bazarynyň iň iri segmentine öwrüldi. Halkara walýuta gaznasynyň maglumatlaryna görä bu bazarda geleşikleriň bir günki möçberi 2 trln. dollardan geçýär.

3.2. Forwardlar we swoplar

Dünýäniň gymmatly kagyzlar bazarynda döredilen maliýe gurallarynyň dört sany esasy toparlary dolanyşykda bolýar: ***forwardlar, fýuçersler we opsionlar***, ***swoplar*** (2.4 paragrafa seret). Bu gymmatly kagyzlar biri-biriniň üstüni ýetirýärler we şol bir wagtyň özünde özara bäsleşýärler.

Forwadrlar. ***Forward (forward şertnamasy)*** – bu satyjy bilen satyn alyjynyň arasynda öňünden şertleşilen möhletde anyk harydy satyn almak-satmak baradaky ylalaşykdyr. Kontragentleriň biriniň ylalaşygy ýerine ýetirmekden boýun gaçyrmagy jerime çäreleriniň görülmegine gertirýär.

Ylalaşygyň predmeti bolup dürli aktiwler, mysal üçin, paýnamalar, obligasiýalar, walýuta we ş.m. çykyş edip bilerler. Şertnama boýunça degişli aktiwi ibermäge borçlanan kontragent ***gysga pozisiýany*** açýar, ýagny forward şertnamasyny satýar. Aktiwi satyn alýan konrtragent ***uzyn pozisiýany*** açýar, ýagny şertnamany satyn alýar.

Şertnamanyň mazmuny, ýagny iberilýän aktiwiň mukdary, onuň bahasy şertnamany satyn alýanlaryň arasyndaky ylalaşyga baglydyr. Forward şertnamasy hemişe aýratyn bolýar (biri-birine meňzeş bolmaýar), onuň ölçegleri standart däldir. Şol sebäbe görä hem onuň üçin ikinji bazar iş ýüzünde ýokdur. Forward pozisiýasyny açan şahs ondan boýun gaçyrmakçy bolsa, onda muny diňe kontragentiň razyçylygy bilen amala aşyryp biler. Şertnamany baglaşmagyň kontragentlerden köp çykdajyny talap etmeýändigi möhüm ýagdaýdyr (geleşigi resmileşdirmek bilen baglaşyykly goşmaça çykdajylardan we forward araçynyň kömegi bilen baglaşylýan bolsa hyzmat hakyndan başga çykdajy bolmaýar).

Forward şertnamalary, düzgün bolşy ýaly, degişli aktiwleri hakykatdan satmak ýa-da satyn almak üçin, şol sanda üpjün edijinii ýa-

da satyn alyjyny bahalaryň amatsyz üýtgemek mümkinçiliginden ätiýaçlandyrmak maksady bilen baglaşylýar. Emma şertnamanyň bu görnüşiniň ýetmezçilikleri hem bardyr, olar birinjiden, öz üstüňe alan borçnamalaryňy üçünji tarapa bermekdäki kynçylyklar, ikinjiden, harydyň bahasynyň birden üýtgän ýa-da şertnama baglaşylmazyndan öň kontragentiň maliýe ýagdaýynyň üýtgän halatynda kontragetleriň biri tarapyndan borçnamalaryň ýerine ýetirilmezlik ähtimallygy bilen baglanyşyklydyr.

Forward şertnamasy aktiwleriň hümmet bahasynyň tapawudynda oýnamagyň hatyrasyna baglaşylyp bilner. Uzyn pozisiýany açýan şahs binýatlyk aktiwiň bahasynyň ýokarlanmagyna, gysga pozisiýany açýan bolsa onuň peselmegine bil baglaýar. Meselem, maýa goýumçy paýnamalary bir bahadan alyp olary spot bazarynda has ýokary spot bahadan satýar, elbetde, onuň hasaplamalary dogry bolup çykýar, aktiwiň hümmeti ýokarlanypdyr.

Walýuta forward şertnamalary. Walýuta boýunça forward şertnamalary – bu daşary ýurt pulunyň belli bir mukdaryny geleşigiň baglaşylan pursadynda kesgitlenen, geljekde göz öňünde tutulan hümmet boýunça satyn almak (satmak) baradaky ylalaşykdyr. Fýuçers şertnamasynda bellenen çalşyk hümmeti forward hümmeti diýip atlandyrylýar: ol walýutanyň spot hümmetinden, ýagny ilkinji hümmetinden tapawutlanyp biler. Walýutanyň forward hümmeti spot hümmetinden ýokary bolsa, onda emele gelen tejribe boýunça walýuta baýrak bilen nyrh kesilýär, forward hümmeti spot hümmetinden pes bolanda walýuta ýeňillik bilen nyrh kesilýär.

Göterimli forward şertnamasy. Göterimli forward şertnamalary (***FRA, Forward Rate Agreement***) – bu geljekki göterim möçberi baradaky ylalaşykdyr: şertnama baglaşylan pursadynda bellenen göterim möçberi boýunça geljekde pullaryň belli bir mukdaryny şertli ibermek bilen karz ýa-da karz baradaky şertnamadyr. Walýuta forwardlaryndan tapawutlylykda göterimli forward boýunça pullary hakykatdan ibermek amala aşyrylmaýar-da, diňe göterim möçberi ýazylyp bellenýýr.

Mysal. Maýa goýum gaznasy t aýdan soň ýyllyk r% bilen N dollar möçberinde karz almagy göz öňünde tutýar, ýöne t aýdan soň

göterim möçberiniň ýokarlanmak ähtimallygy bar. Özüni göterim möçberiniň ýokarlanmagyndan hejirlemek (ätiýaçlandyrmak) üçin, gazna täjirçiilk banky bilen FRA ylalaşygyny baglaşýar (FRA-ny satyn alýar), şol ylalaşyk boýunça ol öz üstüne *r*% bilen *t* aý möhlete *N* möçberde dollar satyn almak barada borçnama alýar. *T* aýdan soň göterim möçberi r ýokarlansa we (*r* + *g*) deň bolsa, onda satyjy bank FRA-ny satyn alana (gazna) N dolar möçberindäki *t* aýlyk karzdan ýyllyk *r*% tölemäge borçly bolar, ýagny gazna şu pul möçberini alar:

$$\triangle S = \frac{N \cdot r \cdot t}{100 \cdot 35}.$$

Eger-de göterim möçberi *Dg* derejede peselse, onda FRA-ny satyn alyjy şol tapawudy kontragente töleýär. Göterim möçberi artanda gazna FRA boýunça girdeji alyp, bu girdeji bilen özüniň geljekde ýokarlanan göterim boýunça aljak karzyna hyzmat etmek boýunça harajatlaryň öwezini dolýar. Göterim möçberi peselen halatynda gazna *t* FRA-ny ýitirýär, ýöne gaznanyň almagy göz öňünde tutan derejesi bilen deňeşdirilende pes göterim bilen karz alar (*r* – *r*). Iki ýagdaýda hem gazna girdeji almaýar, ýöne, möhüm zat, zyýan hem çekmeýär. Eger forward geleşigi baglaşylmadyk bolsa, onda bir halatda gazna girdeji alardy, beýleki bir ýagdaýda bolsa zyýan çekerdi. Häzirki ýagdaýda FRA häsiýetli hejerçilik amaly üçin peýdalanyldy, onuň maksady mümkin bolan ýitgileriň töwekgelçiligini peseltmek bolup durýardy.

Gymmatly kagyzlaryň forward şertnamalary geljekde gymmatly kagyzlary şertnamanyň baglaşylan pursadynda bellenen baha boýunça satyn almak-satmak barada iki kontragentiň arasyndaky ylalaşykdan ybaratdyr. Şunuň ýaly şertnamanyň aktiwi, köplenç, paýnamalar ýada obligasiýalar bolup durýar.

Gymmatly kagyzyň belli biriniň forwardynyň şu görnüşiniň bahasy şertnama baglaşylan pursadynda şol wagtky spot bahasynyň (R) esasynda, gymmatly kagyzyň eýesiniň öz serişdelerini bank depozitine goýan ýagdaýynda alyp biljek girdejilerini hasaba almak bilen emele getirilýär.

Şertnamanyň möhleti bir ýyldan az bolanda gymmatly kagyzyň forward bahasy

$$P_f = P\ (1 + rt/365)\ \text{deň bolar,}$$

bu ýerde r – hereket edýän ýyllyk göterim möçberi, t – şertnamanyň möhleti.

Şertnamanyň möhleti bir ýyldan köp bolsa, onda gymmatly kagyzyň forward bahasy

$$P_f = P\ [(1 + r)^{t/365}].$$

Aktiw paýnama bolup durýan bolsa, onda forward bahasy kesgitlenende diwidend tölegleri hasaba alynýar.

Fýuçersler (fýuçers şertnamalary). II bapda aýdylana şulary goşup bileris, şertnamada satyn alynýan baha kesgitlenýän hem bolsa, iberilýän senesine çenli aktiw tölenmeýär. Geleşige gatnaşyjylar şertnamanyň şertleriniň hökmany suratda ýerine ýetirilmegi üçin jogapkärçilik çekýärler. Fýuçers şertnamasynyň baglaşylmagy, düzgün bolşy ýaly, harydyň hakyky iberilen bahasyny göz öňünde tutmaýar. Dünýä statistikasy şunuň ýaly şertnamalaryň 5%-ne golaýynyň hakyky iberme bilen tamamlanýandygyny görkezýär.

Fýuçers şertnamasynyň gürrüňsiz ýerine ýetirilmegi biržanyň hasaplaşyk palatasy tarapyndan kepillendirilýär, bu bolsa ony ýokary geçginligi bolan maliýe guralyna öwürýär. Häzirki wagtda dünýäde olar boýunça fýuçers şertnamalary baglaşylýan 60-dan gowrak dürli görnüşli birža harytlary bar. Olary şertleýin dört esasy topara bölüp bolar: oba hojalyk önümleri we metallar, gymmatly kagyzlar (esasan, obligasiýalar), daşary ýurt walýutasy we birža indeksleri boýunça toparlar. Fýuçers şertnamalarynyň umumy massasynyň ýarysyndan gowragyny göterimli fýuçersler, dörtden bir bölegini haryt fýuçersleri we takmynan, ýediden bir bölegini gazna indeksleriniň fýuçersleri tutýar.

Binýatlyk aktiwiň geljekki bahasy babatda maýa goýumçylaryň garaşmalarynyň görkezijisi fýuçers bahasy bolup durýar, bu baha fýuçers şertnamasy baglaşylanda bellenýär. Ol binýatlyk aktiwiň şol pursatdaky bahasyndan (spot bahadan) ýokary ýa-da pes bolup biler. Fýuçers bahasynyň spot bahadan ýokary bolýan ýagdaýyna ***kontango,*** pes bolanda ***bekwordeýşn*** diýilýär.

Fýuçerleriň we forwardlaryň umumy taraplarynyň bardygyna garamazdan, olaryň düýpli tarpawutlary hem bardyr (*9-njy tablisa*).

9-njy tablisa

Fýuçers we forward şertnamalarynyň deňeşdirme häsiýetnamasy

Häsiýetnama	Fýuçers	Forward
Şertler	Binýatlyk aktiwiň mukdary, iberilmeli ýeri we möhleti, hasaplaşyklaryň möhleti we görnüşi, ulanylýan jerime çäreleri weş.m. boýunça standartlaşdyrylýar	Standartlaşdyrylmaýar; ähli şertler kontragentler tarapyndan şertleşilýär.
Baglaşylýan we dolanyşykda bolýan ýeri	Şol biržada dolanyşykda bolýan birža ylalaşygy	Iki kontragentiň arasyndaky biržadan daşary ylalaşyk; dolanyşykda bolmaýar
Ýerine ýetirmegiň kepillendirmeleri	Hasaplaşyklaryň doly we öz wagtynda geçirilmegi birža tarapyndan kepillendirilýär	Diňe kontragent tarapyndan kepillendirilýär.
Binýatlyk aktiw	Aktiwleriň sanawy şol biržada fýuçers söwdalaryny alyp barmagyň kadalary bilen çäklendirilýär	Kotragentler tarapyndan kesgitlenýär
Maksady	Bahalardaky tapawutdan peýda almak	Geljekde binýatlyk aktiwi satyn almak ýa-da satmak
Borçnamalaryň bes edilmegi	Şertnamanyň möhleti tamamlanmazdan öň islendik wagtda, şu geleşige garşy gelýän başga geleşigi (ofset geleşigi) baglaşmak arkaly	Kontragetleriň özara ylalaşygy zerurdyr

Maliýe fýuçersiniň esasynda ýatan binýatlyk aktiwiň görnüşine baglylykda fýuçersleriň esasy üç görnüşi bolýar: *göterimli*, *walýuta* we gazna indeksleriniň fýuçersleri.

Göterimli fýuçersler – bergi gymmatly kagyzlaryna esaslanýan fýuçers şertnamasydyr. Amerikanyň bazarynda giň ýaýran göterimli fýuçersler weksel fýuçersleri, şeýle hem ABŞ-nyň Gaznaçylygynyň orta we uzak möhletli obligasiýalary, 30 günlük göterim möçberleri bolup durýar.

Binýady gysga möhletli göterim bolup durýan fýuçersiň bahasy şu görnüşde kesgitlenýär. Şertnamada bellenen göterim möçberi – 100. Şertnamanyň bahasynyň hereketiniň masştaby – binýatlyk nokat (tik), ol 0,01%-e deňdir. Şertnamalar bar bolan görnüşleri boýunça her bir binýatlyk bölümiň şol bir absolýut baha ululygy bolýar:

$$B_{bn} = (B_n \cdot N_ş \cdot S_ş) : 12,$$

bu ýerde B_{bn} – binýatlyk nokadyň gymmatlyk kesgitlemesi, B_n – binýatlyk nokat (tik, 0,0001 deňdir), $N_ş$ – şertnamanyň standart nominaly, $S_ş$ – şertnamanyň ýerine ýetirilmeli standart möhleti (aýlarda).

Binýady uzak möhletli göterim möçberi bolup durýan fýuçerslerde baha belli bir kada boýunça kesgitlenýär. Nagt geleşikleriň bazarda emele gelen göteriminiň möhleti – 100, bahalaryň masştaby – 0,01% däl-de, nominalyň her 100-nden 1/32 deňdir. Hasaplama formulasynyň şu görnüşi bolýar:

$$B_{bn} = 1/32 \cdot 0{,}01 \cdot Nk.$$

Walýuta fýuçersleri – bu binýady daşary ýurt puly bolan fýuçers şertnamasydyr. Walýuta fýuçersleriniň bahasyny emele getirmegiň esasynda walýuta hümmetiniň depgini ýatýar. Fýuçers şertnamasynyň bahasy dollarda aňladylýar.

Binýatlyk nokadynyň bahasy şunuň ýaly kesgitlenýär:

$$B_{bn} – Sä \cdot Nk,$$

bu ýerde B_{bn} – milli puluň birligi babatynda ABŞ-nyň dollarynda binýatlyk nokadynyň gymmaty, *Sä* – walýutanyň bir birligi babatynda dollarda görkezilen, birža tarapyndan bellenen binýatlyk nokadynyň standart ähmiýeti.

Walýuta fýuçersleriniň aýratynlygy olaryň forward şertnamalary ýaly, belli bir walýutanyň bahasynyň şertnamada bellenen möhletde geljekde iberilmezinden öň bellenýändiginde ýüze çykýar. Ýöne forward şertnamalaryndan tapawutlylykda fýuçer şertnamalary standartlaşdyrylan bolup, olaryň söwdasy birža bazarlarynda edilýär. Forward şertnamalaryna garanyňda fýuçers şertnamalarynyň artykmaçlygy olaryň geçginliliginden, ýagny birža bazarynda satylmak ýa-da satyn alynmak mümkinçiliginiň bardygyndan ybaratdyr.

Maliýe fuçersleriniň kömegi bilen hejirlenende maýa goýumçylaryň ep-esli peýda görüp bilýändikleri möhümdir.

Fýuçers şertnamalary walýuta bazaryna gatnaşyjylara ep-esli artykmaçlyk berýär:

– bahalary kesgitlemek, çünki hejirleme geçirýän bazara gatnaşyjylar we spekulýantlar haýsydyr bir walýutanyň geljekki bahasyny kesgitlemek üçin özara hereket edýärler;

– likwidlilik, çünki bazara gatnaşyjylar bazaryň söwda üçin açyk mahalynda islendik wagtda satyn almagy-satmagy amala aşyryp bilýärler;

– müşderini goramak, ol mejbury çalşyk kadalaryny girizmek bilen amala aşyrylýar.

Standartlaşdyrylan fýuçers şertnamalary birža tarapyndan bellenýän belli bir bir ölçegleri, ýagny harydyň birligini ýa-da şertnamanyň möçberini, ýerine ýetirilmeli möhletini, bahanyň pes derejede üýtgemegini, baha nyrh kesmegiň usulyny, aňryçäk bahalary, maržanyň üpjün edilmegini we talap ediilmegini, söwdanyň öňünden bellenen tamamlanmaly senesi, hasaplaşyk senesini içine alýar.

Gazna indeksleriniň fýuçersleri – bu gazna bazarynyň depginini häsiýetlendirýän görkezijilere esaslanýan şertnamalardyr. ABŞ-da Standart end Poogs 500 indeksiniň we Nýu-Ýork gazna biržasynyň we Value Line agregirlenen indeksleriniň fýuçersleri has-da giňden ýaýrandyr.

Gazna biržalarynda fýuçers geleşiklerini baglaşmak soňky ýyllarda giňden ýaýrady. Fýuçersiň bu görnüşi iri kompaniýalaryň paýnamalaryndan emele getirilen gymmatly kagyzlaryň bukjasyny satyn almak-satmak baradaky şertnama bolup durýar, jemlenende onuň bazar bahasy birža indeksleriniň ululygyny kesgitleýär.

Belli bir aktiwiň geljekki bahasynyň depgini boýunça özleriniň çaklamalary amala aşar diýip hasaplaýan maýa goýumçylaryň fýuçers şertnamalaryny baglaşmaga mümkinçilikleri bardyr. Ýöne bu olar üçin töwekgelçiliklidir, sebäbi çaklamanyň amala aşmadyk ýagdaýynda, fýuçersleriň şertleri boýunça maýa goýumçylar geleşikleri ýerine ýetirmekden boýun gaçyryp bilmeýärler. Maýa gosumçy öz töwekgelçiligini opsion geleşik baglaşmak bilen çäklendirip biler.

Opsion. Häzirki wagtda ösen gazna bazarlarynda dürli harytlar, walýuta, gymmatly kagyzlar (döredilenleri hem goşmak bilen), gazna

indeksleri barada opsion şertnamalar baglaşylýar. Opsion bazarlaryň güýçli ösüşi 1973-nji ýyldan soň başlandy. Opsionlaryň bazarynda paýnamalar (söwdanyň umumy möçberiniň 60 %-ne golaý) we gazna indeksleri ((25 %-e golaý) görnüşinde binýatlyk aktiwleri bolan gurallar agdyklyk edýär. Gymmatly kagyzlar boýunça opsionlara *warrantlar* (II baba seret) hem diýilýär. Bu şertnamalar olaryň eýelerine anyk bir jemgyýetiň gymmatly kagyzlarynyň belli bir mukdaryny bellenen baha boýunça satyn almaga mümkinçilik berýär. Häzirki wagtda ABŞ-da opsion şertnamalar 500-den gowrak paýnamalar boýunça baglaşylýar.

Biržа opionlary we biržadan daşarda dolanyşykda bolýan opsionlar bolýar. Opsion geleşikleriniň belli bir adalgasy emele geldi. Opsionyň ýerine ýetirilýän bahasy ***ýerine ýeririş bahasy*** ýa-da «straýk» baha diýlip atlandyrylýar. ***Opsiony satyn alyjy*** *(opsiony saklaýjy)* – bu şertnamanyň binýatlyk aktiwini satyn almak ýa-da satmak hukugyny alýan tarapydyr. ***Satyjy*** *(opsiona ýazgy edýän)* – bu şertnamanyň satyn alyjynyň talaby boýunça geleşigiň predmetini ibermäge ýa-da kabul etmäge borçly tarapdyr.

Opstionyň satyn alyjysy satyja opsion *baýragyny* – opsionyň satyn alynýan bahasyny töleýär. Baýrak iki düzüm bölekden, ýagny içerki we wagtlaýyn bahalardan ybaratdyr; içerki baha – bu aktiwiň şu wagtky hümmeti bilen opsiony ýerine ýetirmegiň bahasynyň arasyndaky tapawutdyr, daşarky baha – bu baýragyň pul möçberi bilen opsionyň içerki bahasynyň arasyndaky tapawutdyr.

Maýa goýumçy opsionyň bahasyny kesgitlemelidir, bu bolsa ýeterlik derejede çylşyrymly ykdysady wezipe bolup durýar. Opsionyň teoriýa babatda bahasyny hasaplap çykarmak üçin çylşyrymly matematiki hasaplamalar ulanylýar. Baýragy kesgitlemegiň iki modeli, ýagny Koksuň, Rossuň we Rubinşteýniň binomial (BORM) modeli we Blek-Şoulzyň modeli iş ýüzünde giňden ýaýran modellerdir.

Nagt bazarynda belli bir harydyň binýatlyk aktiwiniň bahasynyň hemişe üýtgäp durýandygy bilen baglanyşykly, spot baha hem-de opsionyň ýerine ýetiriş bahasy, düzgün bolşy ýaly gabat gelmeýär. Şundan ugur almak bilen, biržanyň iş tejribesinde opsionyň üç görnüşi görkezilýär:

– utulyşly («pulsuz»), bu onuň haýal edilmän ýerine ýetirilen ýagdaýynda maýa goýumçyny maliýe ýitgilerine getirer;

– utuşsyz («pully»), bu haýal etmän ýerine ýetirilende maýa goýumçynyň maliýe ýagdaýyna oňyn hem, ýaramaz hem täsir etmez;

– utuşly («pullarda»), bu onuň haýal edilmän ýerine ýetirilen halatynda maýa goýumça peýda getirer.

Opsionlar olaryň ýerine ýetirilýän pursadynda utuşly bolanda ýerine ýetirilýär.

Dürli hili opsion söwda strategiýalarynyň köp sanlysy bardyr. Sintetiki strategiýalar diýilýänler has giň ýaýrandyr: opsionlary satyn almagyň (satmagyň) binýatlyk aktiwleri, mysal üçin, obligasiýalary satyn almak (satmak) bilen utgaşdyrylmagy. Strategiýalaryň bu görniüşi maýa goýumçylara öz pozisiýalaryny ýokary töwekgelçilikden ätiýaçlandyrmaga mümkinçilik berýär.

Opsionlaryň kömegi bilen maýa goýumçy ony gyzyklandyrýan anyk bir aktiwiň bahasynyň ýokarlanmagyndan ýa-da gaçmagyndan ätiýaçlandyryp biler. Goýumçy aktiwiň bahasynyň artmagyndan öz pozisiýasyny hejirleýän bolsa, onda koll opsiony satyn almaly ýa-da put opsiony satmaly bolýar. Ikinji ýadaýda maýa goýumçy diňe put opsiony satmakdan alnan baýragyň ululygynda ätiýaçlandyrýar.

Opsionlary satyn alyjylar hem, satyjylar hem opsiony ýerine ýetirmek boýunça degişli kepillendirmeleri almalydyrlar. Şunuň bilen baglanyşykly, biržalar opsionlaryň söwdasy geçirilende girew talaplaryny – satyjynyň hereketlerinden gorag ulgamyny belleýärler, ol «marža» ady bilen bellidir. Munuň üstesine-de dellalçylyk kompaniýalaryna olaryň öz isleglerine görä, müşderilere has berk talaplary bildirmäge rugsat edilendir.

Swoplar. Şertnamada bellenen şertlere laýyklykda, geljekde binýatlyk aktiwleri ýa-da şu aktiwler boýunça tölegleri çalyşmagy geçirmek barada iki tarapyň arasyndaky ylalaşyk bolup durýar. Walýuta, göterimli, gazna (indeksli) we ş.m. swoplar bolup bilýär.

Swoplar XX asyryň 60–70-nji ýyllarynda walýuta çäklendirmeleri şertlerinde daşary ýurt maliýe maýa goýumçylarynyň serişdeleri hökmünde dowam eden ugurdaş (parallel) we öwezini doluş zaýomlarynyň esasynda emele gelipdirler. Ilkinji göterimli swop 1981-nji

ýylda IBM kompaniýasy bilen Bütindünýä ösüş we özgerdiş bankynyň arasynda baglaşylypdyr.

Maýa goýumçylar üçin swoplaryň birnäçe artykmaçlyklary bardyr; olaryň iň esasylarynyň biri walýuta we göterim töwekgelçiliklerini peseltmek, dürli walýutalardaky göterim möçberleriniň arasyndaky tapawudyň derejesinde peýda almak, gymmatly kagyzlar bukjasyny dolandyrmak boýunça çykdajylary azaltmak bolup durýar. Swoplar tranzaksiýa çykdajylaryny peseltmäge mümkinçilik berýär, forward şertnamalaryna garanyňda olaryň hereket edýän möhleri uzak bolýar. Swoplardan peýdalanmak tejribesiniň giňelmegi deňeşdirilýän artykmaçlyklar ýörelgesine esaslanýar, ol kontragentlere hyzmat edilýän berginiň möçberini esli azaltmaga we bazar mehanizmlerini netijeli peýdalanmagyň, zaýomlaryň şertleriniň we maglumat serişderiniň hasabyna girdeji almaga mümkinçilik berýär.

Swoplaryň ähli görnüşleri biržadan daşary şertnamalar bolup, olar biržada dolanyşykda bolmaýarlar we olaryň geçginliligini ýörite araçylar, ýagny banklar (olary, köplenç, swop banklary diýip atlandyrýarlar) we dilerler üpjün edýärler. Döredilen gymmatly kagyzlaryň bu görnüşleriniň aýratynlygy olaryň dolanyşygynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmeýändigi bolup durýar. Swoplaryň bazarynda esasy orny bu geleşiklere gatnaşýan banklar eýeleýär.

Walýuta swopy bir walýutadaky nominalyň we kesgitli göterimiň beýleki bir walýutadaky nominala we kesgitli göterime çalşylmagyndan ybaratdyr. Walýuta swopy pul akymlarynyň üç görnüşini içine alýar:

– başlangyç döwürde nagt puly çalyşmak;

– swop barada ylalaşygyň bütin dowamynda taraplaryň biri-birine wagtal-wagtal göterim töleglerini tölemegi;

– swopyň hereket edýän möhleti tamamlanandan soň esasy pul möçberini gaýtadan çalyşmak.

Göterimli swop şertleşilen göterim möçberleriniň we özara ylalaşylan şertnama möçberiniň esasynda kesgitlenýän, özara tertipleşdirilen tölegler barada taraplaryň arasyndaky ylalaşykdyr. Göterimli swopyň düýp manysy kesgitli göterim möçberi bolan bergi borçnamalaryny üýtgäp durýan göterim möçberli borçnamalara

çalyşmakdan ybaratdyr. Swoplarda üýtgäp durýan möçber hökmünde köplenç LIBOR möçberi peýdalanylýar. Taraplar şunda nominallary däl-de, diňe göterimli tölegleri çalyşýarlar. Düzgün bolşy ýaly, ylalaşyk möhleti adatça, iki ýyldan 15 ýyl aralygynda üýtgäp durýar.

Indeksli (gazna) swopy bazarda 1989-njy ýyldan başlap dolanyşyga çykdy, ylalaşykda aktiwleri hakyky alyşmagyň göz öňünde tutulmaýandygy, gepleşilen şertli pul möçberiniň bolsa binýatlyk aktiw bolup hyzmat edýändigi onuň aýratynlygy bolup durýar. Köplenç halatda esasynda kesgitli göterim möçberi bolan aktiw gatnaşýar, mysal üçin obligasiýalar bukjasy, geleşikde taraplar tarapyndan kesgitlenen gazna indeksiniň depginine baglanan girdejililigi bolan paýnamalar bukjasy gatnaşýar. Gazna indeksiniň ösüş depgini we paýnamalar boýunça girdejililigiň ösüşi obligasiýalar bukjasy boýunça kesgitlenen göterimlerden ýokary bolsa indeks swopyny satyn alyjy girdeji alýar. Şeýle şertnama birnäçe ýyllap hereket edip biler, hasaplaşyk bolsa her aýda ýa-da her çärýekde geçirilýär.

Göterimli we walýuta swoplary bilen bir hatarda swoplaryň beýleki görnüşleri hem bardyr:

– aktiwleriň swopy – has ýokary girdeji getirip biljek sintetiki aktiw döretmek maksady bilen aktiwleri çalyşmak;

– opsionlaryň swoplary – swopdan döredilen aýratyn maliýe guraly, onda swopyň käbir häsiýetleri bolýar. Opsion swopy satyn alyjy belli bir pursatda (ýa-da birnäçe wagtdan soň) we berk kesgitlenen şertlerde swopa goşulmaga hukuk alýar.

Gymmatly kagyzlar bilen swoplar hem ýaýrandyr. Olar maýa goýum institutlaryna diňe bir öz aktiwlerini amatly etmäge (diwersifikasiýa etmäge) mümkinçilik bermän, eýsem, belli bir senedäki, mysal üçin, ýyllyk ýygnagyň geçirilýän senesindäki ýagdaýa görä anyk bir emitentiň gymmatly kagyzlar bukjasyny jemlemegi amala aşyrmaga mümkinçilik berýär.

Ozal geleşikler gönüden-göni geleşiklere gatnaşýanlaryň aýratyn şertlerinde baglaşylýardy. Häzirki wagtda geleşikleriň möhletleri we şertleri boýunça belli bir derejede standartlaşdyrma emele gelip başlady, bu bazarda bäsleşik hem ýüze çykdy. Üçtaraplaýyn swoplar baglaşylyp başlandy, olara araçy bank gatnaşýar, şolaryň üsti bilen

hem tölegler geçirilýär. Şunuň ýaly araçy öz üstüne karz töwekgelçiligini alýar.

3.3. Depozitar ýazgylar

Döredilen gymmatly kagyzlaryň arasynda paýnamalara esaslanýan depozitar ýazgylar möhüm orun eýeleýär (II baba seret). Depozitar ýazgylaryň (amerikan depozitar ýazgylarynyň – ADR) ýüze çykmagy we dolanyşyga girmegi köp ýurtlaryň hereket edýän kanunçylygy boýunça daşary ýurtlaryň gymmatly kagyzlarynyň dolanyşykda bolmagyna çäklendirmeleriň bardygy bilen baglydyr, maýa goýumçylaryň (kanuny we şahsy taraplar) daşary ýurt kompaniýalarynyň paýnamalaryny satyn almakçy bolan halatlarynda, olar muny emitirlenýän depozitar ýazgylarynyň üsti bilen amala aşyryp bilýärler.

Hakykatdan depoitar ýazgylar daşary ýurt kompaniýalarynyň paýnamalaryna göni däl eýelik etmekligi aňladýar.

Gymmatly kagyzlaryň halkara gazna bazarlarynda depozitar ýazgylaryň iki görnüşi bardyr:

– GDÝa. (GDR – global depositery receipt) – global depozitar ýazgylar, olar bilen amallar birnäçe ýurtlarda amala aşyrylyp bilner;

– ADÝa. (ADR – amerikan depositary receipt) – amerikan depozitar ýazgylary, olaryň diňe amerikanyň gazna bazarynda dolanyşykda bolmagyna rugsat edilýär.

Dünýä maýasynyň goşulyşma prosesleri, gymmatly kagyzlaryň milli bazarlarynyň özara gatnaşygynyň we özara baglylygynyň güýçlenmegi, dünýä gazna bazarynyň emele gelmegi, maýa goýumçylaryň ösüp barýan ýurtlaryň gymmatly kagyzlar bazarynda girdeji almak islegleri bilen bagly depozitar ýazgylaryň bazary 1980–1990-njy ýyllarda has ýokary ösüşe eýe boldy.

Häzirki wagtda dünýäniň gazna bazarynda dürli emitentleriň paýnamalarynyň depozitar ýazgylarynyň 1100-den gowrak goýberilişleri dolanyşykda bolýar, olaryň esasy bölegi ösüp barýan ýurtlaryň, şol sanda Russiýanyň kompaniýalary tarapyndan çykarylandyr.

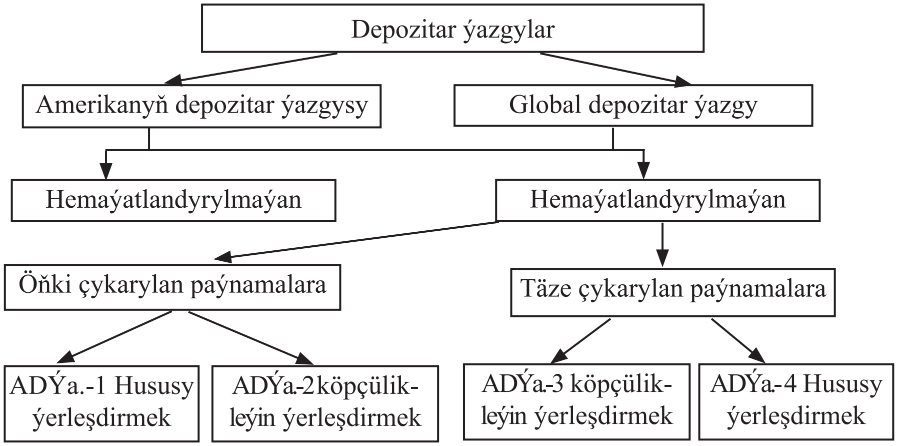
Goýberiliş ulgamyndan peýdalanmak (ADR/GDR) paýdarlar kompaniýalary üçin belli bir artykmaçlyklary berýär: daşary ýurtly

we ýurduň içindäki maýa goýumçylarda gowy abraýy emele getirmek, çünki depozitar ýazgylary çykarmak maksatnamasyna giňden tanalýan we ygtybarly banklar gatnaşýar; maýa goýum taslamalaryny durmuşa geçirmek üçin daşary ýurtlaryň bukjaly maýa goýumçylaryny çekmek; paýnamalara bolan islegiň artmagy we şonuň netijesinde içerki bazarda paýnamalaryň hümmet bahasynyň ýokarlanmagy.

Şol bir wagtyň özünde depozitar ýazgylaryň çykarylmagy (*10-njy tablisa*) ösüp barýan bazarlarda paýnamalaryň hümmet bahasynyň ösüşinde düýpli girdeji almak, dürli ýurtlarda gazna bazarlarynyň ösüş depgininiň dürli-dürlüdigi bilen baglanyşykly maýa goýum töwekgelçiligini deňeçerlemek mümkinçiliginiň bardygy sebäpli maýa goýumçylar üçin hem özüne çekijidir.

10-njy tablisa

Depozitar ýazgylaryň görnüşi



Hemaýatkärlik edilýän ADR-ler paýdarlar jemgyýetiniň başlangyjy bilen çykarylýar. GDR-leri çykarmak hem şonuň ýaly ýol bilen guralýar. Hemaýtkärlik edilýän ADR-leriň maksatnamalarynyň dört derejesi bardyr. Bu derejeleriň esasy tapawudy olaryň paýnamalary emissiýa etmek ýoly bilen goşmaça maýany çekmäge mümkinçilik berýändiginden ýa-da bermeýändiginden ybaratdyr. Birinji iki dereje ikinji dolanyşykda bolan paýnamalaryň ýerine ýazgylaryň çykaryl-

magyna ýol berýär. Üçünji we dördünji derejeler ýaňy birinji gezek ýerleşdirilýän paýnamalaryň ýazgylaryny çykarmaga mümkinçilik berýär.

Hemaýatkärlik edilýän ADR-leriň birinji derejesini çykarmak üçin hemaýatkärlik edilmeýänler üçin gerek bolan resminamalar ýaly resminamalar bukjasy talap edilýär. Ýöne şu ýagdaýda emitentiň paýnamalarynyň dolanyşykda bolmagynyň hukuk esaslarynyň emitentiň ýurdunyň kanunçylygyna laýyk gelmegi zerurdyr. Şonuň üçin hem ABŞ-nyň Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça topary bu babatda goşmaça maglumatlary alýar. ***Birinji derejäniň*** *ADR-i* diňe dolanyşykda bar bolan paýnamalar üçin çykarylyp bilner. Birinji derejäniň ADR-niň söwdasy biržadan daşarky bazarda amala aşyrylýar we bu kagyzlar dolanyşykdaky gymmatly kagyzlaryň «köpçülikleýin» diýen hukuk derejesinden mahrumdyrlar.

Ol bir wagtyň özünde ABŞ-da hereket edýän, depozitar ýazgylar babatyndaky kanunçylyga laýyklykda, bu ýazgylar beýleki ýurtlaryň gazna biržalarynda dolanyşykda bolup bilerler. Şunuň ýaly ýazgylara global depozitar ýazgylar diýilýär. Şundan ugur almak bilen, Russiýanyň iri kompaniýalanyň özleriniň depozitar ýazgylary üçin ADR-1 hukuk derejesini alanlaryndan soň, olary Ýewropanyň gazna biržalarynda ýerleşdirmäge mümkinçilikleri bolar.

Hemaýatkärlik edilýän ***ADR-leriň ikinji derejesi*** ABŞ-da kabul edilen standartlar boýunça emitentiň maliýe hasabatynyň bir böleginiň toparyň garamagyna berilmegini göz öňünde tutýar, bu standartlar bolsa degişli ýurduň kanunçylygyna garanyňda kompaniýanyň işi barada has jikme-jik maglumatlary talap edýär. Ikinji derejäniň ADR-i Nýu-Ýorkuň we Amerikanyň gazna biržalyrynyň we NASDAQ listingine goşulyp bilner. Soňky ýyllarda ikinji derejäniň ADR-i emitentiň hasabatyna bildirilýän talaplaryň üçünji derejäniň ADR-ni çykarmaga bildirilýän normatiwlere gabat gelýändigi sebäpli çykarylmaýar.

Üçünji derejäniň *ADR-i* – bu ýaňy birinji gezek ýerleşdirilýän paýnamalaryň ýazgysydyr. Bu göni maýa goýumlary çekmäge mümkinçilik berýär.

Üçünji derejäniň ADR-niň iki görnüşi bar: olar çäklendirilen ADR (RADR resticted ADR) diýilýänler bolup, diňe maýa

goýumçylaryň çäkli toparynyň arasynda ýerleşdirmäge we açyk (köpçülikleýin) ýazylyşyk (public offer) boýunça ýaýratmaga rugsat edilýär.

Üçünji derejeli açyk ADR-leri çykarmak üçin Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça toparyň garamagyna ABŞ-da kabul edilen buhgalter hasaba alşynyň standartlary boýunça belli bir görnüşde maliýe hasabatyny bermek talap edilýär. ADR-iň bu görnüşi ABŞ-nyň bazarynda amerikan paýnamalary bilen deň derejede dolanyşykda bolýar we olara birža bazarynda we NASDAQ boýunça nyrh kesilýär.

Dördünji derejäniň ADR-i ýa-da çäkli ADR 144-A kadasyna laýyklykda emitirlenýär. ADR-4 diňe «kwalifikasiýa derejesi bolan institusional maýa goýumçylar», ýagny 100 mln. dollardan gowrak serişdeleri gymmatly kagyzlara goýan kompaniýalar satyn alyp bilerler. Bu maýa goýumçylar NASDAQ umumymilli ulgamyna girýän PORTAL elektron ulgamy arkaly özara amallary geçirip bilýärler.

Çäkli ADR maksatnamalary goşmaça maýany çekmäge mümkinçilik berýär, şunda Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça toparyna ABŞ-da kabul edilen maliýe hasabatyny bermek talap edilmeýär.

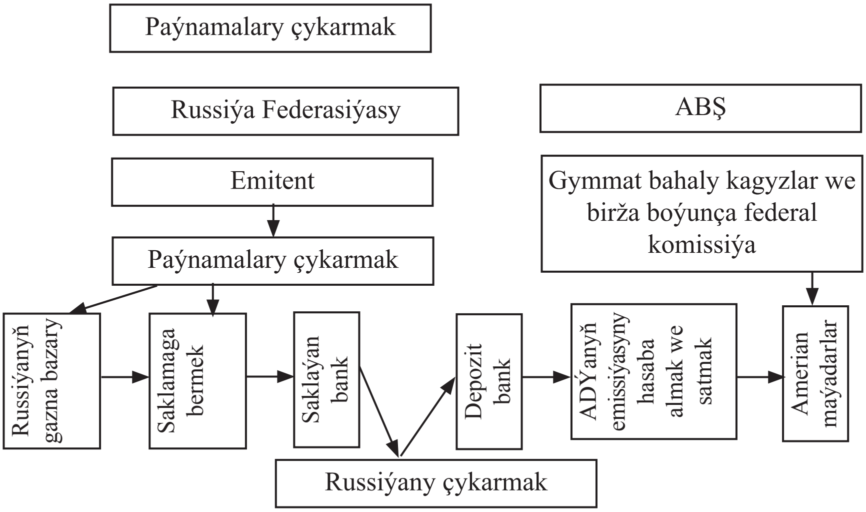
Depozitar ýazgylaryň goýberilişini guramak çylşyrymly iş bolup, paýnamalaryň daşary ýurt bazarlaryna çykmagy bilen baglanyşykly, ykdysady, kanuny we guramaçylyk çärelerini öz içine alýar.

Dünýä gazna bazarynyň tejribesine ýüzlensek ADÝalary çykarmak gurnamak işleri dürli-dürlüdir. Meselem, Russiýa Federasiýasynda ADÝa çykarmak üçin RF-nyň Maliýe ministrliginiň ygtyýarnamasy bolan maliýe geňeşçisi, RF-nyň Ýustisiýa ministrliginiň ygtyýarnamasy bolan hukuk geňeşçisi, depozitariý bank we kastodian bank bu işe çekilmelidir (*11-nji tablisa*).

Maliýe geňeşçisiniň wezipesine banky saýlap almak we onuň bilen ADÝ-a çykarmagyň şertleri barada gepleşikleri alyp barmak, depozitar ýazgylaryny satyn aljaklaryň arasynda ýaýradylýan ýörite hasabatlary taýýarlamak, maýa goýumçylar üçin tanyşdyryş resminamalaryny taýýaplamak girýär.

11-nji tablisa.

Amerikanyň depozitar ýazgylary çykarmagy guramak



Hukuk geňeşçisi ABŞ-nyň Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça toparynyň garamagyna berilýän resminamalary, depozitar hyzmat etmek barada şertnamalary taýýarlaýar we maliýe geňeşçisiniň teklibi boýunça hukuk goldawyny berýär. Görkezilen ähli resminamalary taýýarlamak, olary topara bermek we rugsat almak, azyndan ýarym ýyla çekýär, degişli auditor firmalarynyň tölegini goşmak bilen pul harajatlary birinji derejeli ADÝ-a çykarmak üçin azyndan 500 müň dollara deňdir, üçünji derejeli ADÝ-a üçin 1 mln. dollara golaýdyr.

Hemaýatkärlik edilýän ADÝ-a anyk kompaniýanyň başlangyjy boýunça çykarylýar, paýdarlar jemgyýeti bilen depozitar bankyň arasynda depozitar şertnama gol çekilýär, onda ADÝ-a çykarmagyň ähli şertleri we her bir tarapyň hereketleri kesgitlenýär.

Bar bolan kadalar boýunça birinji we ikinji derejeleriň ADÝ-lar ilkinji gezek ýerleşdirilen we Russiýanyň gazna bazarynda dolanyşykda bolýan paýnamalara çykarylýar. Şunuň bilen baglanyşykly paýdarlaryň topary bilen kompaniýanyň arasynda

ADÝ-a maksatnamasyny geçirmek barada şertnama baglaşmak kabul edilendir, şundan ugur almak bilen, paýnamalaryň bir bölegi kasttodian banka jogapkär saklamak üçin berilýär. Üçünji we dördünji derejäniň ADÝ-lary üçin paýnamalaryň ýörite emissiýasy geçirilýär, olar ýurduň gazna bazarynda dolanyşykda bolmaýar we kastodian banka saklamak üçin berilýär. Köplenç ýagdaýda kastodial hyzmatlary depozitar bank ýerine ýetirýär, ol geljekde depozitar ýazgylary çykarýar.

Jogapkär saklanýan paýnamalar paýdarlaryň sanawynda bu paýnamalaryň eýesi däl-de, olary nominal saklaýjy bolup durýan jogapkär saklaýjynyň adyna bellige alynýar. Soňra depozitar bank kastodian bankda saklanýan paýnamalaryň umumy sanyna degişli global ADÝ alýar, şonuň esasynda maýa goýumçylara satylýan depozitar ýazgylar çykarylýar.

Depozitar bank şu wezipeleri ýerine ýetirýär:

– depozitar ýazgylary emissiýa edýär we ýatyrýar;

– ABŞ-nyň gazna biržasynda ýazgylary satyn almak-satmak boýunça amallar geçirilende ADÝ-a eýeçilik hukugynyň geçişini hasaba alýar;

– ADÝ-iň eýeleriniň sanawyny ýöredýär;

– ADÝ-ni bellige aldyrmak üçin ABŞ-nyň Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça toparynyň garamagyna berilýän resminamalar, şeýle hem topara berilýän maliýe hasabaty taýýarlananda Russiýanyň kompaniýasyna hyzmatlaryň dürli görnüşlerini etmek.

3.4. Russiýa Federasiýasynyň döreden gymmatly kagyzlary

Häzirki wagtda dünýä tejibesinde ADÝ çykarmagyň maksatnamalaryny durmuşa geçirmek boýunça ýokary hilli hyzmatlary edýän banklaryň sany çäklidir. Işiň şu ugrunda has iri bank Bank of New Ýorkdyr bolup, onuň dünýäniň 24 ýurdunda, şol sanda Russiýada hem bölümleri bardyr. Bank ADÝ boýunça hyzmatlaryň ähli görnüşlerini edýär: gymmatly kagyzlary saklamak boýunça hyzmatlar, trans-agent hyzmatlary, depozitar we konsalting hyzmatlary. 2003-nji ýylyň maglumatlary boýunça Bank of New Ýork özünde bellige alnan 7 milliondan

gowrak paýdara we 35 ýurduň kompaniýalary tarapyndan ADÝ-lary çykarmak boýunça 700 gowrak maksatnamalara hyzmat edýär. Bu bankyň Russiýada bölümi bolup, ol Russiýanyň kompaniýalarynyň paýnamalarynyň depozitar ýazgylarynyň goýberilişleriniň köpüsine gatnaşýar. Hemaýatkärlik edilmeýän depozitar ýazgylary Doýçe bank çykarýar, bu bank, hususan-da, «Sberbank» OGPJ-niň, «Baltika» AGPJ-niň, «Başneft» AGPJ-niň, «Kostromskaýa GRES» AGPJ-niň paýnamalarynyň ýazgylaryny çykardy.

Custody bank babatynda hem birnäçe talaplar bar. Öňi bilen ol ýurduň çäginde (biziň mysalymyzda – Russiýada) resmi taýdan hasaba alynmalydyr we onuň degişli ygtyýarnamalary bolmalydyr. Custody bankyň degişli hyzmatlaryny ýerli banklar hem, daşary ýurtlaryň depozitar banklarynyň Russiýadaky bölümleri hem ýerine ýetirip bilerler. Mysal üçin, Russiýada custody bankyň wezipelerini Moskwada golçur bölümleri bolan Credit Suisse we ING Bank ýerine ýetirýärler.

1996-njy ýyldan bäri Russiýanyň 50-den gowrak kompaniýasy Ýewropanyň we Amerikanyň gymmatly kagyzlar bazaryna aralaşmak üçin depozitar ýazgylar mümkinçiliginden peýdalandylar. 9-njy tablisada 2004-nji ýylyň noýabrynda has geçginli bolan ADÝ-laryň we GDR-leriň söwdalarynyň netijesi görkezilýär.

Russiýanyň ADÝ çykarmak maksatnamalaryny amala aşyran 50-den gowrak kompaniýasyndan diňe dört sany iri paýdarlar jemgyetleri: «Wympelkom» (1998), MTS (Bilaýn) (2000), «Wim-Bil-Dann» (2002) we «Meçel» polat kärhanalary topary (2004) üçünji derejäniň ADÝ-ni goýbermek maksatnamasyny durmuşa geçirdiler, olar goşmaça paýnamalaryň emissiýasyny çykarmak we ADÝ goýbermek arkaly gönüden-göni kompaniýa maýa çekmäge mümkinçilik berýär. Bu kompaniýalaryň gymmatly kagyzlary ABŞ-nyň Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça toparynda degişli berk gözegçilikden geçdiler we Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda olaryň söwdasy geçirilýär. Beýleki ADÝ-laryň söwdasy ABŞ-da biržadan daşary bazarda, institusional maýa goýumçylaryň arasynda we Portal ulgamynda, şeýle hem Ýewropanyň gazna biržalarynda geçirilýär (*12-nji tablisa*).

12-nji tablisa.

Amerikanyň depozitar ýazgylarynyň we Global depizitar ýazgy kursy.

Emitent	Paýnamalaryň sany	Söwdalaryň sany	Soňky geleşik	Üýtgeme %	Paýnamalaryň hasabyndaky soňky geleşik	Minimal (52 hepde)	Maksimal (52 hepde)
Londonyň fond biržasy dollarda							
Gazprom	10	559372	38.99	+1.56	3.899	25.5	39.65
LUK oil	4	473183	130.80	-1.14	32.700	94	133.25
MTS	20	4340	139.01	-	6.951	87.5	150
Mosenergo	100	72800	16.95	+14.24	0.170	6.65	23.99
Nornikel	1	344605	62.40	+0.97	62.398	43.9	83
RAOÝES	100	271324	32.31	+1.10	0.323	22.3	35.25
Rostelekom	6	31500	14.56	+0.69	2.427	10.9	15.7
Sibneft	10	87860	35.34	+0.43	3.534	22.9	38.5
Surgut neftegaz	50	388547	40.19	+1.78	0.804	27.6	41.75
Tatneft	20	2500	33.30	-0.75	1.665	21.25	38
ÝUKOS	4	638256	1244	+2.17	3.060	10.4	61.5
Berliniň we Frankfurtyň biržasy							
Awto WAZ	1	-	21.00	-2.33	27.350	15	26.5
Aýeroflot	100	100	100.10	+4.27	1.304	45	96
Burýat altyn	1	-	13.00	-	16.931	9.8	18.85
Win-Bill-Dan	1	-	11.11	-0.98	14.470	10	17.05

12-nji tablisanyň dowamy

Emitent	**Paýnamalaryň sany**	**Söwdalaryň sany**	**Soňky geleşik**	**Üýtgeme %**	**Paýnamalaryň hasabyndaky soňky geleşik**	**Minimal (52 hepde)**	**Maksimal (52 hepde)**
Wympelkom	0.75	540	91.50	-0.54	158.893	48.44	95
Gazprom	10	16331	29.70	+1.02	3.868	17	32.4
GUM	2	3050	2.32	-3.33	1.511	1.8	3.3
Irkutsk energo	50	200	8.50	+2.41	0.221	4.2	10.4
KB Wozroždeniýe	1	-	5.70	+14.0	7.424	2	10
Ýužtelekom	54.5	-	2.80	-	0.067	2.3	4.5
Kuzbaz energo	10	-	4.80	-1.03	0.625	3.5	6.2
LUK oil	4	5739	99.80	-1.19	32.495	64	111.5
MTS	20	1000	107.00	-	6.968	60	123
Nýu Ýorkyň fond biržasy							
Win-Bill-Dann	1	4200	14.71	+0.07	14.710	12.49	20.3
Wympel kom	0.75	191800	119.80	+0.76	159.733	58.27	122.73
MTS	20	178000	140.28	+0.92	7.014	72.3	155.52
Rostelekom	6	23900	14.51	+0.69	2.418	10.41	15.92
Meçel	20	113000	21.22	0.90	1.061	19.77	21.8
Tatneft	20	12700	33.41	+0.51	1.671	18.26	37.28

Russiýanyň iri kompaniýalarynyň maýasynda ADÝ-leriň paýy 10-30%-i tutýar, olaryň dolanyşygy Russiýada degişli paýnamalaryň dolanyşygynyň 40%-den gowragyna deňdir, birnäçe kompaniýalar boýunça bolsa ADÝ/GDR dolanyşygy paýnamalaryň Russiýada geçirilýän söwdasyndan ýokarydyr. Bu ýagdaý binýatlyk paýnamalar bilen deňeşdirilende depozitar ýazgylaryň geçginliliginiň ýokarydygyny görkezýär.

Daşary ýurt biržalarynda Russiýanyň gymmatly kagyzlary bilen geleşikleriň möçberi ýurduň içindäki bazarlardaky möçberden çalt artýar. Maliýe bazarlary boýunça federal gullugyň (MBFG) berýän bahalaryna görä, 2003-nji ýylyň ahyrynda Londonyň gazna biržasynyň paýyna Russiýanyň paýnamalarynyň we depozitar ýazgylarynyň bazarynyň jemi dolanyşygynyň, degişlilikde, 60 we 20%-i düşüpdir.

Häzirki wagtda Russiýanyň köp kompaniýalary täze ADÝ-leri çykarmagyň we dolanyşykdaky ADÝ-leriň sanyny artdyrmagyň maksatnamalaryny taýýarlaýarlar we durmuşa geçirýärler. Maksatnamalary eýýäm durmuşa geçiren kompaniýalar goşmaça maýany çekmek mümkinçiligini edinmek üçin ADÝ-iň derejesini üçünji derejä çenli ýokarlandyrmagy göz öňünde tutýarlar.

ADÝ-iň hereket edýän çygryny giňeltmek, bir tarapdan, kärhanalara daşary ýurt maýa goýumlaryny almaga mümkinçilik berýär, beýleki tarapdan, Russiýanyň paýnamalarynyň bazarynyň daşary ýurtlara geçmegine we daşary ýurtly maýa goýumçylaryň özüni alyp barşyna barha köp derejede bagly bolmagyna getirýär, bu bolsa ýurduň bazarynyň likwidliligini peseldýär, Russiýanyň aktiwleriniň bahalarynyň adalatly emele getirilmegine päsgel berýär (*13-nji tablisa*).

13-nji tablisa

Russiýanyň kapital bazarynyň düzümi (mlrd. rubl)

Segment	2001	2002	2003	2004	2005
1	2	3	4	5	6
1. Ilata we maliýe däl guramalara berlen bank karzlar	1321	1792	2675	3886	5453
Şol sanda					

1	2	3	4	5	6
Maliýe däl guramalar	1244	1680	2426	3348	4397
Şahsy taraplar	76	113	249	538	1056
2.Döwlet däl gymmatly kagyzlar	2987	4482	7123	8463	15939
2.1 Obligassiýadan beýleki bank borçnamalary	266	440	616	609	676
Şol sanda					
Depozit sertifikatlary	27	67	148	99	55
Süýşürintgi sertifikatlary	0.5	1	2	4	7
Wekseller we bank aspektleri	239	372	466	506	615
2.2. Paýnamanyň bazarynyň kapotalizasiýasy	2499	3650	5807	6867	13549
2.3. Içerki bazarda aýlanýan korporatiw obligassiýalar	67	109	160	268	481
2.4. Korporatiw ýewroobligassiýalar					
Mlrd. rubl	33	127	378	628	1167
Mlrd. dollar	1.1	4.0	12.8	22.6	40.5
2.5. Rezidentleriň wekselleri	121	155	163	91	65
3. Döwletleriň gymmatly kagyzlary (nominaly boýunça)	1572	1747	1692	1894	2020
3.1. Döwlet obligassiýalary, rubl.	160	217	315	558	722
3.2. Döwlet walýuta obligassiýalary	1362	1470	1267	1179	1111
Şol sanda					

13-nji tablisanyň dowamy

1	2	3	4	5	6
RF-niň ýewroobligassiýalary ABŞ-nyň mlrd. dollar	35.3	37.0	35.7	35.3	31.5
Içerki obligassiýalar ABŞ-nyň mlrd. dollary	9.9	9.3	7.3	7.1	7.1
3.3. RF-subýektleriň obligassiýalary	51	60	111	158	187
Jemi kapitalyň bazary boýunça	5880	8020	11490	14243	23412
JIÖ-iň nominaly	8944	10819	13208	17027	21610
Kapitalyň bazarynyň JIÖ- gatnaşygy %	66	74	87	84	108

Türkmenistanyň Prezidenti
Gurbanguly Berdimuhamedow:

– Döwletimiziň subýektleriniň özünde bar bolan maliýe kuwwatlyklaryny ulanmak arkaly dünýäniň öňdebaryjy fond bazarlarynda mynasyp orun tutjak wagty hem indi uzakda däl.

IV bap HÄZIRKI ZAMAN GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNYŇ GURLUŞY WE ONUŇ HÄSIÝETNAMASY

4.1. Bazaryň umumy häsiýetnamasy

Fiktiw (ýalan) maýanyň emele gelmegi karz maýanyň peýda bolmagy bilen baglydyr. Fiktiw maýa belli bir girdeji (maýanyň göterimini) almaga hukuk berýän gymmatly kagyzlaryň satyn alynmagy netijesinde emele gelýär. Monopoliýadan öňki kapitalizm we «erkin bäsleşik» döwründe fiktiw maýanyň ilkinji görnüşi bolup döwlet zaýomynyň obligasiýalary hyzmat edipdir.

Paýdarlar jemgyýetiniň döremegi we ösmegi bilen, erkin bäsleşikli kapitalizmiň monopolistik kapitalizme öwrülmegi gymmatly kagyzlaryň täze görnüşleriniň – paýnamalaryň peýda bolmagyna ýardam etdi. Kapitalizmiň ösüşine görä paýdarlar jemgyýetleri çylşyrymly monopolistik birleşiklere (konsernlere, trestlere, kartellere, konsorsiumlara) öwrülip başladylar. Ýiti bäsleşikli göreş şertlerinde olaryň ösüşi we ylmy-tehniki rewolýusiýanyň ösmegi diňe bir paýdarlar däl, eýsem, obligasiýa maýasynyň çekilmegini şertlendirdi. Bu hususy kompaniýalar we korporasiýalar tarapyndan paýnamalardan başga-da obligasiýalaryň çykarylmagyna we ýerleşdirilmegine, ýagny obligasiýa zaýomlarynyň amala aşyrylmagyna getirdi.

Fiktiw maýanyň gurluşy esasy üç elementden, ýagny hususy sektoryň paýnamalaryndan we obligasiýalaryndan we döwletiň obligasiýalaryndan emele gelýär. Kapitalizmiň ösmegi we onuň döwlet-monopolistik hususy sektora öwrülmegi bilen döwlet paýnamalary we obligasiýalary emissiýa etmek ýoly bilen maýany barha köp çekýär, şeýle etmek bilen hakykatdan bar bolan we kapitalistik üznüksiz

önümçilik üçin zerur bolan maýadan esli ýokary bolan fiktiw maýany artdyrýar. Spekulýatiw geleşikler şertlerinde gymmatly kagyzlardan durýan fiktiw maýanyň depgini, häzirki zaman bazar hojalygynda hakyky maýanyň depginine bagly däldir.

Şol bir wagtyň özünde fiktiw maýa hereket edýän hakyky önümçilik maýalarynyň bölünmeginiň, gaýtadan paýlanmagynyň, birleşdirilmeginiň obýektiw proseslerini görkezýär. Kapitalizmiň monolistik döwründe fiktiw maýa gazna biržasynda jemlenýän bolsa, onda döwlet-monopolistik kapitalizm şertlerinde onuň esli bölegi banklarda we beýleki karz-maliýe edaralarynda jemlenýär. Fiktiw maýanyň öz gurluşynda döwlet obligasiýalarynyň tutýan orny birden ýokarlandy, bu birinjiden, döwlet maliýesindäki çökgünlik, ikinjiden, döwletiň ykdysadyýete goşulyşmagynyň güýçlenmegi bilen şertlendirilendir. Günbatar Ýewropa ýurtlarynda, Ýaponiýada we ösüp barýan ýurtlaryň birnäçesinde döwlet zaýomlary belli bir derejede döwlet eýeçiliginiň ösüşini hem görkezýär. Býujetiň ýetmezçiligini ýapmak üçin döwlet zaýomlaryny çykarmagyň hasabyna fiktiw maýanyň çişirilmegi hümmetsizlenmäniň giňelmeginiň, pullaryň gymmatynyň gaçmagynyň, netijede bolsa walýuta tolgunyşyklarynyň çeşmesi bolup biler.Bazarda fiktiw maýanyň özbaşdak hereketi bazar bahasynyň balans bahadan düýpli tapawutlanmagyna getirýär, bu bolsa maddy gymmatlyklaryň hakyky bahasy bilen olaryň gymmatly kagyzlarda görkezilen, belli bir derejede kesgitli bahasynyň arasyndaky deň gelmezlikleri artdyrýar.

Häzirki zaman bazar hojalygynda fiktiw maýanyň möçberiniň mundan beýläk artdyrylmagy ykdysady gatnaşyklaryň fetişleşdirilmegini güýçlendirýär. Konýunkturanyň çalt üýtgeýän şertlerinde fiktiw maýa bazar ykdysadyýetiniň iň bir durnuksyz görkezijileriniň biri bolup durýar. Ol karz maýalar bazaryndaky üýtgäp durmalara we özgermelere, pul maýasynyň hereketine we toplanmagyna, şeýle hem karz-maliýe ulgamyndaky tolgunyşyklara aýratyn duýgurdyr. Bank möçberleriniň ýokarlanmagy, gymmatly kagyzlar we walýuta bilen spekulýatiw amallaryň geçirilmegi fiktiw maýany kemeltmek meýillerine aýratyn ýaramaz täsir edýär. Fiktiw we hakyky önümçilik maýasynyň depgininde laýyk

gelmezlikler, disproporsiýalar fiktiw maýanyň gymmatynyň gaçmagy bilen bile bolup geçýär, bu bolsa gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň gaçmagyna we biržalaryň synmagyna getirýär (1970, 1987 we 1997-nji ýyllardaky, şeýle hem 2000–2001-nji ýyllaryň maliýe tolgunyşyklary).

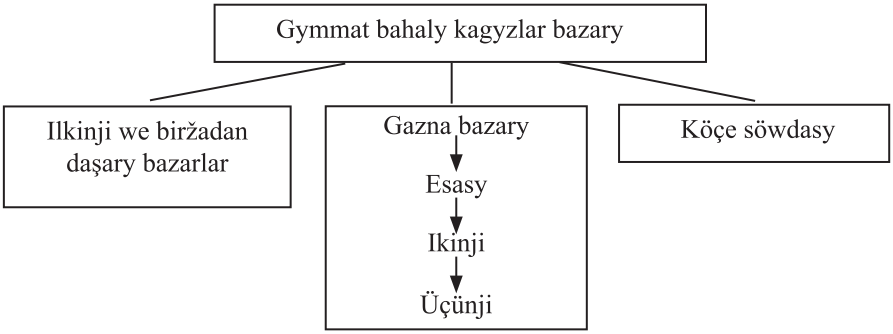
Gymmatly kagyzlaryň bazary fiktiw maýanyň ähli üýtgäp durmalaryny görkezýär, gymmatly kagyzlar, aýratyn hem deriwatiwler bilen ägirt köp möçberde spekulýatiw amallar geçirilýär.

Häzirki wagtda günbrataryň öňdebaryjy, ösen bazar ykdysadýetli ýurtlarynda gymmatly kagyzlaryň üç bazary bar (*14-nji tablisa*), olar hereket edýärler we ösýärler: ***birinji*** *(biržadan daşary),* ***ikinji*** *(gazna biržasy)* we ***köçe bazary*** ýa-da «kapasanyň üstünden söwda edilýän» bazar. Olaryň ählisi bazar hojalygynyň, aýratyn hem onuň karz-maliýe nadstoýkasynyň örän zerur we möhüm elementleri bolup durýar.

Bu gapma-garşylyk gymmatly kagyzlaryň söwdasyny geçirmek we olaryň dolanyşygy we maýany jemlemek boýunça umumy wezipäni ýerine ýetirmek bilen, olaryň gymmatly kagyzlary

14-nji tablisa

Gymmat bahaly kagyzlar bazarynyň düzümi
(Günbatar modeli)



almagyň we ýerlemegiň özboluşly usullaryna goldanýandyklary bilen şertlendirilendir. Ilkinji biržadan daşary bazar diňe gymmatly kagyzlaryň täze goýberişlerini we esasan hem söwda-senagat

korporasiýalarynyň obligasiýalarynyň ýerleşdirilmegini öz içine alýar. Söwda-senagat korporasiýalary maýa goýum we täjirçilik banklarynyň, bankçylar öýleriniň üsti bilen, karz-maliýe institutlary bilen gönüden-göni gatnaşyga girýärler, olar hem gymmatly kagyzlary satyn alýarlar. Biržada gymmatly kagyzlaryň öňki goýberişlerine we esasan hem söwda-senagat korporasiýalarynyň paýnamalaryna nyrh kesilýär. Eger-de biržadan daşary dolanyşygyň üsti bilen esasan, üznüksiz önümçilik işini mialiýeleşdirmek amala aşyrylýan bolsa, onda biržada paýnamalary satyn almak arkaly korparasiýalara we firmalara gözegçiligi ele almak amala aşyrylýar, gözegçiligi emele getirmek we ony dürli maliýe toparlarynyň arasynda gaýtadan paýlamak bolup geçýär. Şeýle hem biržanyň üstünden maliýeleşdirmegiň belli bir bölegi (esasan, kiçi we orta goýumçylary maliýeleşdirmek) amala aşyrylýar. Biržanyň aýratynlygy, karz-maliýe institutlary tarapyndan onuň amallaryny monollaşdyrmagyň geçirilýändigine garamazdan, bu ýerde aýratyn goýumçynyň agalyk edýändiginden ybaratdyr. Biržadan daşarky bazarda pul serişdeleriniň uzak möhletli ätiýaçlyklary bolan iri karz-maliýe institutlarynyň (ätiýaçlandyryş kompaniýalary, maýa goýum kompaniýalary, hususy pensiýa gaznalary, täjirçilik banklary) wekilçiliginde kollektiwleýin goýumçy hereket edýär. Uruşdan soňky ýyllaryň dowamynda amaly we teoriýa babatda biržadan daşary we birža dolanyşyklarynyň gatnaşygy baradaky mesele örän ýiti durupdy.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşynda Günbatar ýurtlaryň birnäçesinde (ABŞ, Ýaponiýa) geçen asyryň 60–70-nji ýyllarynda ýüze çykan we ilkibaşda birinji birža bazary özleri üçin elýeterli bolmadyk täze döreýän uly bolmadyk kompaniýalaryň paýnamalary üçin göz öňünde tutulan köçe bazary aýratyn orun eýeleýär.

1960-njy ýyllarda biržadan daşary birinji dolanyşygyň ähmiýeti artyp başlady, çünki esasy maýany täzelemek boýunça boýunça geçirilýän giň gerimli işler gymmatly kagyzlaryň täze emissiýalaryny çykarmaga ägirt uly zerurlygy şertlendirdi. Emma birža Ikinji jahan urşy döwründe özüniň weýran edilen mehanizmini doly derejede dikeldip bilmedi.

Goşulyşma we özüne birleşdirme çäreleriniň başlanmagy, şeýle hem ösen ýurtlarda önümçiligiň, ylmy-tehniki rewolýusiýanyň islegleri we dikeldiş döwründen soň bolup geçen dürli monopol toparlaryň göreşi bilen şertlendirilen maýany merkezleşdirmegiň umumy gerimi gazna biržasynyň işini düýpli janlandyrdy. Bu biržalaryň amallaryna orta we kiçi şahsy goýumçylar giňden çekilip başlandy. Şunda onuň amallaryna iri karz-maliýe institutlarynyň işjeň aralaşmagy sebäpli biržanyň rolunyň peselýändigi barada täsirler emele gelip ugrady. Emma maliýe-senagat toparlary özleriniň garamagyndaky banklary we beýleki karz-maliýe institutlaryny, hojalygyň önümçilik gurluşyny gaýtadan gurmak maksady bilen, biržada öz amallaryny giňeltmek üçin peýdalanyp başladylar.

Birža dolanyşygy ýaly biržadan daşary dolanyşygyň hem gymmatly kagyzlar, esasan-da, obligasiýalaryň söwdasyny geçirmek boýunça öz usullary bardyr. 1990-njy ýyllarda korporatiw gymmatly kagyzlary ýerleşdirmegiň täze usullary giňden ýaýrap başlady: anderraýting, göni ýerleşdirmek, köpçülikleýin teklip, bäsleşikli söwdalar, olar gymmatly kagyzlaryň emitentleri bilen olary satyn alyjylaryň (maýa goýumçylaryň) arasynda has ýakyn gatnaşyklary amala aşyrmaga mümkinçilik berýär. Bu ýerde maýa goýum we täjirçilik banklary, bankçylar öýleri, dellalçylyk firmalary guraýjy araçylar bolup çykyş edýärler. Biržadan daşary dolanyşygyň täze usullary ABŞ-da, Kanadada, Günbatar Ýewropada we Ýaponiýada giňden ulanylýar.

4.2. Birinji bazar (biržadan daşary)

Birinji ýa-da biržadan daşary bazar özüniň ýerleşdirme usullary, ýerleşdirmegiň araçy işleriň ýeterlik derejede çylşyrymly we köpşahaly mehanizmi bolan özbaşdak bazary bolmak bilen, biržadan tapawutlylykda onuň öz söwda orny bolmaýar. Biržadan daşary bazaryň aýratynlygy onuň obligasiýalaryň täze goýberilişlerini öz üstünden geçirýändigi bolup durýar, soňundan olar satyn alnanda we gaýtadan satyn alnanda gazna biržalaryna geçip gidýärler. Täze obligasiýalaryň agdyklyk edýän bölegi birža gaýdyp gelmeýär we karz-maliýe institutlarynyň ellerinde (aktiwlerinde) bolýar.

Biržadan daşary bazaryň esasy roly obligasiýalaryň söwdasy bilen baglanyşyklydyr. Emma onda paýnamalaryň satuwy hem amala aşyrylýar; şeýle ýagdaýlarda araçyllyk etmegi, düzgün bolşy ýaly, maýa goýum banklary, bankçylar öýleri we ýöriteleşdirilen dellalçylyk we dilerlik firmalary öz üstüne alýarlar. Biržadan daşary dolanyşykdaky paýnamalaryň möçberi we bahasy biržanyň şonuň ýaly görkezijilerinden pes bolup, ösüş meýillerini saklap galýar. Meselem, ABŞ-da 1970-nji ýyllaryň ahyrynda biržadan daşary bazaryň paýnamalary Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň dolanyşygynyň 45%-ne, 1980-nji ýyllaryň başynda bolsa eýýäm 74%-e golaý boldy. ABŞ-da biržadan daşary bazaryň paýnamalarynyň giňden ýaýramagy diwersifikasiýa proseslериniň aýratynlyklary we spekulýatiw geleşikler bilen, şeýle hem täze kompaniýalary döretmegiň aýratynlyklary bilen şertlendirilendir. Mundan başga-da, bu ýerde paýnamalary ýerleşdirmek boýunça çykdajylar biržadakydan pes bolup biler, düzgün bolşy ýaly, biržada zähmetini gymmat satýan ýöiteleşdirilen araçylar hereket edýärler. ABŞ-da biržadan daşary bazaryň möçberiniň ösüş meýli bardyr.

1980–1990-njy ýyllarda we 2000-nji ýylyň başynda ABŞ-nyň biržadan daşary bazarynda gymmatly kagyzlaryň ähli görnüşleriniň çykarylyşyny artdyrmak bolup geçdi. Bu meýil ABŞ-nyň ykdysadyýetiniň uzak wagtyň dowamynda ýokary göteriliş tapgyryny we dünýä bazarynda Ýaponiýa we Günbatar Ýewropa ýurtlary tarapyndan ýiti bäsleşik şertlerinde amerikan maýasynyň önümçilik apparatyny çalyşmak islegini görkezdi.

Günbataryň ýurtlarynda biržadan daşary we birža bazarlarynyň mukdar we gymmat gatnaşyklaryna baha bermek bilen, şu pikiri aýtmak gerek. Mukdar babatynda biržadan daşary bazar birža bazaryndan uludyr, çünki olaryň birinjisine her ýylda gymmatly kagyzlaryň goýberilişleri köp mukdarda gelip gowuşýar. Şol bir wagtyň özünde gymmat manysynda birža bazarynyň biržadan daşary bazardan uly bolmagy mümkindir, çünki gazna biržalarynda paýnamalar görnüşindäki gymmatly gazna gymmatlyklarynyň köp bölegi toplanandyr. Paýnamalaryň bahasynyň ýokarlanmagyna şahsy spekulýasiýalar, şowhunlar (bumlar) we hümmetsizlenme ýardam edýär.

Gymmatly kagyzlaryň ilkinji bazarynyň ösüş derejesi birmeňzeş däldir we ol tutuş ykdysadyýetiň ösüşine, karz-maliýe ulgamyna, gymmatly kagyzlar bazarynda emele gelen meýillere we toplanan pul maýasyna baglydyr. ABŞ-da, Ýaponiýada, Kanadada we Günbatar Ýewropada birinji bazarlar has ösendir, sebäbi hut şu ýurtlarda gymmatly kagyzlaryň üstünden pul maýasyny jemlemek has işjeň amala aşyrylýar. Korporatiw sektorda esasy maýany täzelemek we täze tehnologiýalary ornaşdyrmak üçin çekilen çeşmeleriň esasy bölegi bank karzlarynyň däl-de, obligasiýalaryň we paýnamalaryň emissiýasynyň paýyna düşýär. Gymmatly kagyzlaryň birinji bazarynyň ösüş aýratynlygy hem şundan ybaratdyr.

Düýp manysy boýunça birinji bazar ***hususy korporatiw obligasiýalaryň bazaryna*** (70-den 90%-e çenli) we ***paýnamalaryň bazaryna*** (10-dan 30%-e çenli) bölünýär. Korporasiýalary maliýeleşdirmegiň 80–90%-i gymmatly kagyzlaryň birinji bazarynyň hasabyna amala aşyrylýar. Bu meýil Günbataryň ýurtlarynda 1970-1990-njy ýyllaryň dowamynda saklanyp galdy.

Birinji bazaryň möhüm aýratynlygy gymmatly kagyzlary satyn almagyň we satmagyň özüne mahsus mehanizminden ybaratdyr. Bu ýerde iri maýa goýum banklary (mysal üçin, ABŞ-da we Kanadada), täjirçilik banklary (aýratyn hem GFR-de), şeýle hem bankçylar öýleri we iri dellalçylyk firmalary esasy rol oýnaýarlar. Emitent bilen maýa goýumçynyň arasynda ýazylyşyk boýunça obligasiýa zaýomyny ýerleşdirmek has giň ýaýrandyr, bu ýerde maýa goýumçynyň rolunda maýa goýum banklary (ABŞ-da, Kanadada) ýa-da täjirçilik banklary (Günbatar Ýewropada) çykyş edýärler. Bu banklar hususy obligasiýalaryň emissiýasyny ýerleşdirýärler we obligasiýa zaýomynyň bahasynyň bellenen göterimi möçberinde hyzmat hakyny (komission) alýarlar, şeýle hem eger göz öňünde tutulan bolsa, ýerleşdirilende geňeş berlendigi üçin hyzmat hakyny alýarlar.

Gymmatly kagyzlary araçyllaryň, ýagny maýa goýum banklarynyň üsti bilen ýerleşdirmek birinji bazaryň aýratynlgy bolup durýar. Emitent kompaniýa bilen maýa goýum bankynyň arasyndaky özara gatnaşyklar emission ylalaşygyň esasynda gurulýar. Maýa goýum banklary emitent kompaniýalar bilen bilelikde emissiýanyň

şertlerini (maýanyň möçberini, gymmatly kagyzlary ýerleşdirmegiň möhletlerini we usullaryny we ş.m.) kesgitleýärler we olary gönüden-göni ýerleşdirmegi amala aşyrýarlar.

Emissiýa baradaky ylalaşyga laýyklykda, maýa goýum banky gymmatly kagyzlary satyn alyjy hökmünde ýa-da agent hökmünde ýerleşdirýär. Adatça, ol tutuş goýberilişi satyn alýar, ýagny tutuş goýberiliş üçin maliýe jogapkärçiligini (anderraýting) üz üstüne alýar. Maýa goýum banklary agent hökmünde seýrek hereket edýärler. Şunda olar hyzmat etmek (komission) wezipeleri bilen çäklenip bilerler ýa-da goýberilişi ýerleşdirmegiň kepillendirijisiniň borçlaryny öz üstüne alyp bilerler we bellenen möhletiň çäklerinde gymmatly kagyzlary ýerleşdirmek mümkin bolmadyk halatynda olary öz hasabyna satyn alyp bilerler.

Emissiýa baradaky ylalaşyk boýunça maýa goýum bankynyň wezipelerine garamazdan, «bazardan çykmak baradaky şertleşik» bu ylalaşygyň hökmany şerti bolup durýar, bu şertleşik bazardaky ýagdaýlaryň örän amatsyz ösen halatlarynda (talaplara bagly bolmadyk sebäplere görä) ylalaşygy ýatyrmaga mümkinçilik berýär.

Emitentiň kagyzlarynyň täze goýberilişi maýa goýum banky üçin örän köp bolsa, bank emissiýa sindikatyny emele getirmek we goýberilişi ýerleşdirmek boýunça tagallalary birleşdirmek maksady bilen, beýleki maýa goýum banklaryna ýüz tutýar. Emissiýa sindikatlary «aýratyn hasap» ýörelgesi boýunça hereket edip bilerler, şunda oňa gatnaşajylar özleriniň gatnaşýan we goýberilişden bölünip berlen paýyň çäklerinde jogapkärçilik çekýärler.

«Aýratyn hasap» ýörelgesi boýunça hereket etmek bilen, sindikata gatnaşyjylar özleriniň gatnaşýan möçberine barabarlykda tutuş goýberilişiň ýerleşdirilmegi üçin kollektiwleýin, bilelikde jogapkärçilik çekýärler.

Täze goýberilişi ýerleşdirmek üçin emissiýa sindikaty gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak amallaryny geçirýän karz edarlaryndan ybarat bolan, satuw boýunça ýörite topary döredip biler. Şu toparyň agzalary öz üstlerine hiç hili maliýe borçnamalaryny almaýarlar, ýöne hyzmat hakyny ýa-da marža almak bilen goýberilişiň belli bir bölegini satmak borjuny alýarlar.

Birinji bazarda gymmatly kagyzlaryň birinji goýberilişlerini ýerleşdirmek amala aşyrylýar. Gymmatly kagyzlaryň emitentleri we maýa goýumçylar onuň esasy gatnaşyjylary bolup durýarlar. Esasy maýa we dolanyşyk maýasyna maýa goýum üçin pul serişdelerine zerurlyk çekýän emitentler gazna bazarynda gymmatly kagyzlaryň teklibini kesgitleýärler. Öz maýasynyň peýdaly ulanyp boljak ugruny gözleýän maýa goýumçylar bolsa gymmatly kagyzlara islegi emele getirýärler. Birinji bazarda wagtlaýyn erkin pul serişdelerini jemlemek we olary ykdysadyýete maýa goýum hökmünde gönükdirmek amala aşyrylýar. Ýöne birinji bazar diňe bir milli ykdysadyýetiň derejesinde toplanmalary giňeltmegi üpjün etmeýär; bu ýerde erkin pul serişdeleriniň ykdysadyýetiň pudaklary we ugurlary boýunça paýlanmagy bolup geçýär. Bazar ykdysadyýeti şertlerinde şunuň ýaly ýerleşdirmegiň ölçegleri bolup girdeji hyzmat edýär, ýagny erkin pul serişdeleri girdejiniň ýokary derejesini üpjün edýän hojalyk ugurlaryna gönükdirilýär. Birinji bazar bazaryň ölçegleri nukdaýnazaryndan milli ykdysadyýetiň netijeli gurluşyny döretmegiň serişdesi bolup çykyş edýär, uzak möhletli karz maýasynyň hereketini hakykatdan düzgünleşdiriji bolmak bilen, aýry-aýry kärhanalar we pudaklar boýunça peýdanyň şol wagt emele gelen derejesinde hojalyklary proporsionallygyny saklaýar. Köp babatda ol ýurtda toplanyşyň we maýa goýumlaryň möçberlerini, şeýle hem milli ykdysadyýetiň depginlerini, gerimlerini we netijeliligini kesgitleýär.

Birinji bazar emitentleriň gymmatly kagyzlarynyň täze goýberişleriniň ýerleşdirilmegini göz öňünde tutýar. Bu ýerde esasan uzak möhletli obligasiýalara, az derejede paýnamalara nyrh kesilýär, kanuny we şahsy taraplar bolsa satyn alyjylar bolup durýarlar. Korporasiýalar, federal hökümet, ýerli häkimiýet edaralary emitentler bolup bilerler; olaryň bazardaky roly ýurtda ykdysadyýetiň ýagdaýy we onuň umumy ösüş derejesi bilen kesgitlenýär. Günbataryň birnäçe ýurtlarynyň býujetiniň birsyhly ýetmezçiligi döwlet obligasiýalaryny çykarmak ýoly bilen döwletiň gymmatly kagyzlar bazarynda köp möçberlerde karz almagyny şertlendirýär.

Gymmatly kagyzlary satyn alyjylar institusional we hususy maýa goýumçylar bolup durýar; olaryň arasynda gatnaşyk ykdysadyýetiň

ösüş derejesine, süýşürintgilere, şeýle hem tutuşlygyna alanyňda karz ulgamynyň ýagdaýyna baglydyr. Ösen ýurtlarda gymmatly kagyzlar bazarynda institusional maýa goýumçylar, ýagny ätiýaçlandyryş kompaniýalary, pensiýa gaznalary, maýa goýum kompaniýalary (gaznalar), täjirçilik banklary we ş.m. agdyklyk edýär.

Birinji bazar gymmatly kagyzlar bazarynyň esasy bolup hyzmat edýär; şol hem onuň bilelikdäki derejesini we ösüş depginlerini kesgitleýär. Emma häzirki wagtda ösen ýurtlarda birinji bazaryň möçberleri düýpli tapawutlanýar. Önümçilik işine maýa goýmak maksady bilen birinji bazara paýnamalaryň çykarylmagy diňe täze kompaniýalaryň döremegi we töwekgelçilikli ýa-da wençur maýasyndan peýdalanýan, ýokary tehnologiýalar ulgamynyň dürli pudaklarynda hususy kompaniýalar üýtgedilip gurulmagy bilen baglydyr. Wençur maýasynyň çeşmesi bolup töwekgelçilikden çekinmeýän iri pul gaznalary bolup durýar. Ykdysadyýetiň däp bolan pudaklarynda döreýän kiçi firmalaryň köpüsi birinji bazara düşüp bilmeýärler, çünki paýnamalary çykaryp biler ýaly derejä çykmaga olaryň hakyky mümkinçiligi ýokdur.

Häzirki wagtda ösen ýurtlarda paýnamalary çykarmak kompaniýalary birleşdirmegi (goşulmagy) maliýeleşdirmek, korporasiýalaryň jemi maýasynda karz alnan maýanyň paýyny azaltmak zerurlygy bilen şertlendirilendir. Birleşdirmek birikdirilýän kompaniýalaryň paýnamalaryny özüne birleşdirýän kompaniýalaryň paýnamalaryna çalyşmak görnüşinde amala aşyrylýar; özüne birleşdirýän kompaniýalar täze paýnamalaryň emissiýasyny geçirmek bilen gymmatly kagyzlaryň birinji bazaryna işjeň çykýarlar.

Käbir ýurtlarda öz maýasy bilen karz alan maýanyň arasyndaky gatnaşyk kanunda bellenýär. Emma kanunda ýazylana garamazdan, her ýurtda karz serişdeleriň aňryçäk möçberi barada takyk düşünjeleler emele gelýär. Şol çäkden geçilmegi kompaniýa we onuň paýdarlary üçin uly töwekgelçilikler bilen baglydyr. Şeýle ýagdaýda kompaniýa täze paýnamalary çykarmak ýoly bilen öz maýasynyň gurluşyny düzgünleşdirýär, täze paýnamalar bilen ol öz bergi borçnamalarynyň ýerini çalyşýar.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüşiniň häzirki zaman tapgyrynda ösen ýurtlarda täze paýnamalaryň emissiýasy örän ujypsyzdyr

we köplenç ýagdaýda ykdysadyýeti maliýeleşdirmek üçin erkin pul serişdelerini jemlemek bilen bagly däldir. Gymmatly kagyzlaryň birinji bazarynda paýnamalaryň paýy azalýar, olaryň maýa goýumlary düzgünleşdiriji hökmündäki roly bolsa peselýär.

4.3. Ikinji birža bazary (gazna biržasy)

Ikinji bazar gazna biržalaryndan ybaratdyr, ýagny bu birža bazarydyr. Bu ýere birinji, biržadan daşary bazardan geçen gymmatly kagyzlar gelip gowuşýar. Günbataryň birnäçe ýurtlarynda birinji emissiýanyň gymmatly kagyzlary ikinji bazara kem-käsleýin düşýär. Gazna biržasy, esasan, paýnamalary we az möçberde hususy we döwlet obligasiýalaryny gaýtadan işleýär; ol ykdysadyýet üçin pul maýaçyny jemlemek wezipesini ýerine ýetirýän hem bolsa, köplenç, eýeçiligi we maýany gaýtadan paýlamak bilen baglydyr.

Gazna biržasy gymmatly kagyzlaryň satyn alynýan-satylýan belli bir ýeri we bellenen wagty bolan, däp bolup gelýän we hemişe hereket edýän bazarydyr. Bu häzirki zaman ykdysady mehanizminiň möhüm elementidir. Birža gymmatly kagyzlaryň söwdasynda, maýanyň jemlenmeginde we merkezleşmeginde, şeýle hem spekulýatiw amallaryň geçirilmeginde ägirt uly orun eýeleýär.

Häzirki döwürde gymmatly kagyzlaryň söwdasynda biržanyň roly biraz peseldi. Munuň esasy sebäbi araçy biržalaryň kömeginden peýdalanmazdan gymmatly kagyzlaryň söwdasynyň agramly bölegini öz elinde jemlän güýçli karz-maliýe institutlarynyň emele gelmegi, şeýle hem obligasiýalaryň söwdasynyň dolulygyna diýen ýaly biržadan daşarky bazara geçmegi (ABŞ-da obligasiýalar bilen geleşikleriň 90–95%-i biržadan daşarda geçirilýär), gymmatly kagyzlaryň umumy möçberinde döwlet obligasiýalarynyň köpelmegi, korporasiýalaryň emissiýasynda paýnamalaryň paýynyň azalmagy, 1929–1933-nji ýyllaryň çökgünliginden soň Günbatar ýurtlarda birža geleşiklerine berk gözegçiligiň ýola goýulmagy bolup durýar.

Paýnamalar bukjasyny we obligasiýalary ýerleşdirmek boýunça wezipeleriň bir bölegi maýa goýum we täjirçilik banklaryna, bankçylar öýlerine, maýa goýum we ätiýaçlandyryş kompaniýalaryna geçdi, olar biržanyň agzalary bolup durýarlar we özlerine gymmatly

kagyzlary satyn almagy-satmagy ynanýan köp sanly hususy eýeleriň adyndan çykyş edýärler. Karz-maliýe edaralary, karzdarlar we bilelikdäki eýeler bolmak bilen, paýnamalary goşmaça çykarmagyň ýa-da olaryň eýeleriniň sanyny artdyrmagyň hasabyna birža amallaryny giňeltmäge gönükdirilen syýasaty alyp barýarlar.

1970-nji ýyllarda biržanyň rolunyň gowşamagynyň beýleki möhüm faktorlary – karz-maliýe institutlary tarapyndan kiçi maýa goýumçylaryň biržadan gysylyp çykarylmagy, gymmatly kagyzlaryň ugurdaş bazarlarynyň ösmegi, ykdysady konýunkturanyň durnuksyzlygy sebäpli paýnamalaryň hümmetiniň peselmeginiň netijesi hökmünde hususy goýumçylaryň biržadan çekilmegi (gaçmagy) bolup durýar. Düzgün bolşy ýaly, ýokary hak tölenýän gullukçylar we işçiler, şeýle hem erkin hünärli adamlar kiçi maýa goýumçylar bolup durýarlar. Soňky ýyllarda ilatyň şu gatlagynyň wekilleri öz süýşürintgilerini banklaryň süýşürintgiler hasaplarynda, ömri ätiýaçlandyryş kompaniýalarynyň, pensiýa gaznalarynyň ätiýaçlyklarynda, şeýle hem maýa goýum kompaniýalarynyň arzan paýnamalarynda ýerleşdirmegi ileri tutýarlar. Netijede öňdebaryjy Günbatar ýurtlarynyň karz-maliýe edaralary gymmatly kagyzlaryň ähli görnüşlerini saklaýan monopolistlere öwrülýärler, bu bolsa biržalarda nyrh kesilen paýnamalar bukjalarynyň möçberleriniň ulalmagyna getirýär. Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda 1000 we ondan hem köp paýnamalaryň bukjasyny satyn almak-satmak adaty ýagdaýa öwrüldi. Ýöne Günbatar Ýewropanyň ýurtlarynda 1980-nji ýyllaryň başynda döwlet emläginiň bir bölegini hususylaşdyrmagyň geçirilmegi we salgytlaryň peselmegi bilen baglanyşykly kiçi maýa goýumçylar gazna biržasyna gaýdyp gelip başladylar.

Täze meýiller biržanyň işinde birnäçe ýaramaz ýagdaýlaryň ýüze çykmagyna getirdi. Kiçi bukjalaryň iri bukjalar bilen çalşylmagy geçirilýän geleşikleriň sanyny azaltdy, paýnamalaryň hakyky bahasynyň emele getirilişine ýaramaz täsir etdi, bir kompaniýalaryň beýleki kompaniýalar bilen goşulyşmak şertlerini döretdi.

Gymmatly kagyzlaryň ägirt uly bukjalarynyň karz-maliýe institutlarynda jemlenmegi satyn almagy-satmagy biržadan daşarda amala aşyrmaga mümkinçilik berýär. Soňky 15–20 ýylda karz-maliýe

edaralarynyň arasynda gymmatly kagyzlary ýerlemek we satyn almak boýunça göni geleşikler giňden ýaýrady, bu bolsa olara ozal dellalçylyk firmalaryna we birža komitetine tölenýän hyzmat hakynda we beýleki ýygymlarda serişde tygşytlamaga mümkinçilik berýär. Gymmatly kagyzlary ýerleşdirmegiň täze görnüşleriniň ösmegi fiktiw maýanyň söwdasyny geçirýän birnäçe bazarlaryň döremegine ýardam etdi, olar häzirki wagtda işjeň iş alyp barmagy we onuň roluny biržadan daşarky dolanyşykda gymmatly kagyzlaryň nyrhyny bellige almak derejesine düşürmek bilen, biržanyň işine zyýan ýetirmegi dowam etdirýärler. Mälim bolşy ýaly, birnäçe gymmatly kagyzlar bazarlary bolup, olar paýnamalary we obligasiýalary ýerleşdirmegiň usullaryna, şeýle hem olaryň çykarylýan möhletlerine baglylykda tapawutlanýarlar.

Ýöne biržanyň rolunyň gowşamagy, aýratyn hem soňky ýyllarda gowşamagy onuň gymmatly kagyzlaryň söwdasyndaky ähmiýetini üýtgetmeýär, sebäbi biržanyň özünde maýanyň jemlenmegi we merkezleşmegi saklanyp galýar, onuň amallarynyň kompýuterleşdiriliş derejesi ýokarlanýar, maglumatlary toplamagyň, ýetirmegiň we işlemegiň görnüşleri we usullary kämilleşdirilýär, birža amallaryny döwlet tarapyndan göni düzgünleşdirmek amala aşyrylýar, birža geleşikleriniň internasionallaşma meýilleri güýçlenýär. Häzirki zaman gazna biržasynyň maglumat häsiýetini aýratyn bellemek gerek, bu birža maýalar bazaryna we karz-maliýe institutlaryna hyzmat etmek bilen özboluşly maglumat binýadyna öwrüldi. Ol korparasiýalar we karz-maliýe institutlary üçin gyzyklanma döredýän maglumatlaryň söwdasyny edýän köp sanly maglumat-geňeş beriş firmalary bilen ýakyndan baglynyşyklydyr. Birža bilen şu kompaniýalaryň arasynda maglumatlaryň alşylmagy maýa goýumçylara goýumlar boýunça amatly çözgüdi kabul etmäge mümkinçilik berýär.

Biržada maýanyň mundan beýläk hem jemlenmegine we merkezleşmegine ykdysady konýunkturanyň ýaramazlaşmagy, uly möçberlerdäki spekulýatiw geleşikler bilen şertlendirilen batyp galmalar we biržalaryň synmagy ýardam etdi.

Emele gelen meýiller gymmatly kagyzlar bazarynda bäsleşigiň güýçlenýändigini görkezýär. Birža bilen onuň bäsdeşleriniň arasynda gapma-garşylyklaryň ýitileşmegi biržanyň fiktiw maýanyň bazary hökmündäki monopol ýagdaýynyň gowşamagyna getirdi.

Söwda-senagat monopoliýalarynyň we karz-maliýe institutlarynyň güýçleriniň jemlenmegi dellalçylyk firmalarynyň öz müşderilerine belli bir derejede baglylylygyny şertlendirdi, hakykatda olary golçur kärhanalara öwürdi. Netijede olaryň araçyllyk roly peselýär, hyzmat haky bolsa azalýar, çünki karz-maliýe institutlarynyň özi gönüden-güni gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri geçirýärler.

Iri dellalçylyk kompaniýalary, maýa goýum banklary we bankçylar öýleri tarapyndan garaşsyz dellallaryň, gymmatly kagyzlar bukjalarynyň hususy eýeleriniň bolsa kollektiw eýeler tarapyndan gysylyp çykarylmagy biržanyň monopollaşma ýagdaýyny görkezýär. 1960-njy ýyllaryň başynda Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň gymmatly kagyzlar dolanyşygynyň bahasynyň 35%-i karz-maliýe institutlarynyň paýyna düşen bolsa, eýýäm 1970–1980-nji ýyllarda olaryň paýy 70%-e, beýleki biržalarda bolsa 90%-e ýetdi.

Paýnamalar, aýratyn hem iri korporasiýalaryň paýdarlar ýygnagynda ses bermek hukugy berýän adaty paýnamalar fiktiw maýa eýelik etmegiň möhüm görnüşi bolup durýar.

Birža geleşikleriniň monopollaşmagy isleg we teklip kanunynyň hereketini düýpli gowşadýar, şeýlelikde bazar ykdysadyýetiniň özözüni düzgünleşdiriş mehanizmi bozulýar. Iri karz-maliýe institutlarynyň gymmatly kagyzlar bazaryndaky işi, olaryň satyn alyjylar we satyjylar hökmündäki ýeke-täk syýasaty köplenç ýagdaýda spekulýatiw meýilleriň ösmegine ýardam edýär we biržada paýnamalaryň we obligasiýalaryň bahasynyň birden üýtgäp durmagyny şertlendirýär, bu bolsa köp halatlarda diňe bir şahsy adamlar däl, eýsem korporasiýalar tarapyndan hem gymmatly kagyzlaryň satyn alynmagyny kynlaşdyrýar.

Bäsleşigi aradan aýyrmazdan birža geleşikleriniň monopollaşmagy onuň mehanizmini çylşyrymlaşdyrdy. Gazna biržalary köpsanly we gödek gapma-garşylyklaryň merkezine öwrüldi.

Soňky ýyllarda iri karz-maliýe institutlary tarapyndan biržanyň monorollaşdyrylmagy kiçi maýa goýumçylaryň biržadan çykyp gitmekleri sebäpli, şeýle hem günbatar ýurtlarda durnuksyz ykdysady konýunktranyň netijesinde ýeňilleşdi. Köp bolmadyk pul maýasyny goýmak 1960-1980-nji ýyllarda hümmetsizlenme we konýunkturanyň

ýygy-ýygydan peselme bilen üýtgäp durmagy sebäpli tozduryjy amala öwrüldi. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygynda biržanyň rolunyň peselme meýliniň bardygyny daşary ýurtly ykdysatçylaryň hem köpüsi belleýär. Nemes alymy E.Rode biržalar tarapyndan ýerine ýetirilýän wezipeleriň iri banklara geçmegi bilen şertlendirilen, geçen ýyllar bilen deňeşdirilende olaryň sanynyň azalmagy GFR-de biržalaryň rolunyň peselmegine getirdi. Şol bir wagtyň özünde, onuň pikirine görä, gazna biržasy, esasan, iri maýanyň bähbitlerini göz öňünde tutup, wagtlaýyn erkin pul serişdelerini jemlemekde möhüm roly ýerine ýetirmegi dowam etdirýär.

Häzirki wagtda birža söwdasynyň we spekulýasiýasynyň esasy geografik merkezleri Nýu-Ýorkda (ABŞ), Londanda (Beýik Britaniýa), Maýn boýundaky Frankfurtda (GFR), Parižde (Fransiýa), Sýurihde (Şweýsariýa), Lýuksemburgda, Tokioda (Ýaponiýa), Singapurda, Sýanganda ýerleşýär.

Iri karz-maliýe institutlarynyň biržada agalyk etmegine öz düýp manysy boýunça transmilli bolup duran gymmatly kagyzlar bazarynyň, şol sanda ösen ýurtlaryň biržalarynyň internasionallaşmagy köp babatda ýardam etdi. Häzirki wagtda Günbataryň senagat taýdan ösen ýutlarynyň merkezi biržalary hakykatdan halkara bazarlary bolup durýarlar, ýöne gymmatly kagyzlaryň söwdasy iri halkara merkezlerinde ýa-da uly bolmadyk ýurtlaryň ýörite maliýe anklawlarynda hem alnyp barylýar.

Meselem, 1970-nji ýyllarda Lýuksemburg Amerikanyň, Germaniýanyň, Şweýsariýanyň, Belgiýanyň we Fransiýanyň banklarynyň amallar geçirýän iri halkara bank merkezine öwrüldi. Lýuksemburgyň gazna biržasynda gymmatly kagyzlaryň diňe ujypsyz bölegi (hasaba alnan 806 görnüşiň diňe 60 görnüşe golaýy) bu ýurduň hususy, hökümet we munisipal kompaniýalaryna degişli bolup durýar, olaryň köp bölegi daşary ýurtlaryň gymmatly kagyzlarydyr.

1980-nji ýyllarda Ýaponiýada daşary ýurt karzlary bazarynyň ösmegi bilen baglanyşykly iýendäki daşary ýurt obligasiýalarynyň sany we emissiýasynyň möçberi esli artdy, *Gensaki* daşary ýurtlular üçin elýeterli bolan bazar ösdi. Onda şol bir wagtyň özünde kesgitli bahalar boýunça belli bir möhlete gymmatly kagyzlary satyn almak (satmak)

we gaýtadan satmak (gaýtadan satyn almak) amala aşyrylýar. Bazara gatnaşyjylar geleşigiň görnüşine baglylykda karz alyjylar ýa-da karz berijiler bolup çykyş edýärler. Birnäçe ýurtlaryň gazna biržalarynda mälim bolan deport we report, stellaž, maržaly amallaryň spekulýatiw häsiýeti bardyr.

Gymmatly kagyzlaryň birža bazarynyň internasionallaşma germine birža we biržadan daşary dolanyşyga diňe bir daşary ýurtlulylaryň gatnaşmagy däl, eýsem, dünýä bazaryna, hususan-da, ýewrowalýuta bazaryna dolanyşygy we gymmaty ýokarlanan, düýp manysy boýunça internasional gazna gymmatlyklarynyň çykarylmagy hem şaýatlyk edýär.

Ýewropaýnamalaryň ýewrowalýuta bazarynda has çalt orun almagy üçin, 2001-nji ýylyň tomsunda Angliýanyň, Ispaniýanyň we GFR-iň arasynda Germaniýanyň «maliýe paýtagty» Maýn boýundaky Frankfurtda merkezi bolan birleşdirilen gazna biržasyny döretmek barada ylalaşyk kabul edildi. Hakykatdan halkara gazna biržasyny döretmek barada karar edildi, ol ABŞ-nyň, Ýewropanyň we Ýaponiýanyň transnasional korporasiýalary tarapyndan emitirlenýän ýewropaýnamalaryň köp mukdaryny gaýtadan işlemäge; milli gazna biržalary bilen deňeşdirilende öz paýnamalaryny az çykdajy bilen ýerleşdirmäge mümkinçilik berer. Şunuň ýaly halkara biržasynyň döredilmegi Ýewropa birleşiginiň çäklerinde mundan beýläk hem goşulyşmak üçin zerurdyr.

1970–1980-nji ýyllarda döredilen gymmatly kagyzlaryň – deriwatiwleriň peýda bolmagy Günbatarda gazna biržalarynyň ösmegine uly täsir etdi, deriwatiwler Günbatar ýurtlaryň birža dolanyşygynda görnükli orun eýeledi. Şu kagyzlaryň rolunda, düzgün bolşy ýaly, köplenç, «maliýe köpürjikleri» diýlip atlandyrylan konwertirlenýän paýnamalar we obligasiýalar, warrantlar, opsionlar we fýuçersler çykyş edýärler. 1980-nji ýyllaryň ahyrynda olaryň möçberi 12 trln. dollara deň boldy, ýagny dünýä bazarynda jemi haryt dolanygyşynyň möçberinden 25 esse ýokary boldy. 1997-nji ýylyň başynda deriwatiwleriň möçberi 100 trln. dollardan, olaryň tizliginiň ýokarydygyny hasaba alanyňda bolsa, dünýäde ýyllyk dolanyşygy 1000 trln. dollardan geçdi. Germaniýadaky Şiller institutynyň berýän bahasyna görä, deriwatiwler şunuň ýaly paýlanýar (*15-nji tablisa*).

15-nji tablisa

Senagat taýdan ösen döwletleriň arasynda deriwatiwleriň paýlanylyşy

Döwletler	**Deriwatiwleriň möçberi**	
	Trln dollar	**%**
ABŞ Ýaponiýa	22,4 11,5	33,9
Fransiýa Angliýa	9,4 7,4	16,8
Şweýsariýa FRG Kanada	6,3 4,3 3,1	13,7
Niderlandiýa Şwesiýa	1,6 1,3	2,9
Belgiýa Italiýa Beýleki döwletler	0,7 0,5 68,5 31,5	12, 31,5
Jemi	**100,0**	**100,0**

Deriwatiwleriň 70%-e golaýy Günbataryň öňdebaryjy ýurtlarynyň gazna biržalarynda, 20%-den gowragy ABŞ-da we 12%-e golaýy Ýaponiýada jemlenendir. Deriwatiwleriň sanynyň artmagy bilen gazna biržalarynda amallaryň möçberi we olaryň gymmatly kagyzlar bazary hökmündäki statusy ýokarlandy.

Gazna biržalarynda bu gymmatly kagyzlaryň peýda bolmagy biržalaryň synmagyna we tolgunuşyklara getirýän amallaryň ýygylygy güýçlendi (1997-nji ýylyň Aziýa çökgünligi diňe bir Gü-

norta-Gündogar Aziýa ýurtlaryna täsirini ýetirmedi, bu çökgünlik walýuta tolgunyşyklaryna, bank çökgünliklerine, ykdysady ösüşde durnuksyzlyga getirdi).

Gazna biržalarynyň awtomatlaşdyrylmagy we kompýuterleşdirilmegi öz korporasiýalarynyň çäklerinde konfidensial (gizlin) maglumatlary almagy ýeňilleşdirdi, bu bolsa birža oýunçylarynyň çalt baýamagyny şertlendirdi (1970–1980-nji ýyllarda ABŞ-da). Mundan başga-da, maýa goýum çözgütleri kabul edilende paýnamalaryň hümmetiniň depgini babatynda EHM-ň çaklamalaryna gereginden artyk ynam edilmegi gymmatly kagyzlar bilen amallarda köp halatlarda ýitgi çekilmegine getirdi. Dellalyň, oýunçynyň, spekulýantyň aýratyn maliýe duýgurlygy maşynyň duýgurlygy bilen çalşyryldy, bu hem 1970–1990-njy ýyllarda gazna biržalarynda ep-esli pullaryň ýitirilmegine getirdi.

Gymmatly kagyzlaryň ikinji bazary hökmünde gazna biržasy toplanan tejribeden nämedir bir zady saklap galmak, haýsydyr bir zatlary ýitirmek bilen, täze tejribeler bilen baýlaşyp ewolýusion ösüşi geçdi we öňküleri ýaly möhüm rol oýnamagy dowam edýär.

4.4. Gymmatly kagyzlaryň köçe bazary

Günbataryň ýurtlarynda gymmatly kagyzlaryň birinji biržadan daşary we ikinji (birža) bazarlaryndan başga-da, biržadan daşary köçe bazary hem bar. Bu birnäçe ýagdaýlar bilen şertlendirilendir: gazna biržasynda paýnamalary kabul etmek boýunça belli bir çäklendlirmeler, ýokary hyzmat haklary (komissiýalar) we talaplar; birža agza bolmagyň monopollaşdyrylmagy bilen baglydyr. Biržadan daşary bazar guramaçylykly we guramaçylyksyz häsiýetde bolýar. Guramaçylykly dolanyşykda öz-özüni düzgünleşdirýän edaralar – araçylar (dellallar) hereket edýär.

ABŞ-daky, Ýapaniýadaky we Günbataryň birnäçe ýurtlaryndaky köçe bazarlarynyň käbir aýratynlyklary bardyr. Meselem, ABŞ-da 1971-nji ýylda ýaş kompaniýalaryň paýnamalary bilen amallary geçirýän dilerleriň sanynyň çäklendirilmegi, berk talaplar we biržadaky ýokary baha Gymmatly kagyzlar boýunça dilerleriň

milli assosiasiýasynyň (NASDAQ) döredilmegine getirdi, onuň düzüminde 3 müňden gowrak diler, 500 dellal we köp sanly maýa goýum banklary we bankçylar öýleri bar. Bu assosiasiýanyň baş maksady ABŞ-nyň gazna biržalarynyň daşynda galýan gymmatly kagyzlaryň (esasan hem paýnamalaryň) dolanyşygyna hyzmat etmek bolup durýar. Düzgün bolşy ýaly, bu ulgamda geleşikler iri institusional maýa goýumçylaryň arasynda guralýar we amala aşyrylýar hem-de lomaý esasda alnyp barylýar. Geleşikleriň tizligi biržalara garanyňda ýokary bolan, elektron terminallaryň üstünden geçirilýändigi biržadan daşary bu bazaryň aýratynlygy bolup durýar. ABŞ-nyň iri korporasiýalarynyň kopüsi gazna biržalaryna gatnaşýandyklaryna garamazdan, köçe bazaryny hem giňden peýdalanýarlar.

Köçe bazarynyň meseleleri bilen resmi taýdan meşgullanýan gurama ilkinji gezek ABŞ-da, 1933-nji ýylda Bankçylaryň we maýa goýumçylaryň kodeksi hökmünde (Investment Bankers Code) hasaba alyndy we oňa Dikeldiş boýunça milli administrasiýa (National Recovery Administration) tarapyndan sertifikat berildi. 1935-nji ýylda Milli senagaty dikeltmek boýunça nama ýatyrylandan soň gymmatly kagyzlar bilen bagly firmalaryň köpüsi haýsydyr umumy kanuna bolan isleg bilen ýüzbe-ýüz boldular we Kodeksiň düzgünlerine gollanmaga meýletin razy boldular.

Täze kanunçylygyň milli gymmatly kagyzlar bilen işleýän assosiasiýalara hukuk bermek üçin çykarylan we bazar köçe bazaryndaky ýagdaýa gözegçilik etmäge mümkinçilik beren birinji namasy (ol Melenoniň namasy Manoney act hökmünde mälim boldy), 1937-nji ýylyň 4-nji noýabrynda peýda boldy. Ýedi ýarym aýdan soň, 1938-nji ýylyň 25-nji iýunynda Meloniniň namasy kanuna öwrüldi. Bankçylaryň-maýa goýumçylaryň konferensiýasynyň hökümet komiteti birleşmek, tertipnamany taýýarlamak, dogruçyllyk kadalaryny we düzgün-tertip kodeksini, söwdanyň degişli kadalaryny söwda kadalaryny, taýýarlamak barada zerur bolan sertifikaty işläp taýýarlamak boýunça komiteti belledi, bu çäreler gymmatly kagyzlaryň dilerleriniň milli assosiýasyny täze derejede häsiýetlendirmegi göz öňünde tutmalydy.

Ilkibaşda Gymmatly kagyzlaryň dilerleriniň milli assosiýasyny (NASD Inc.) Gymmatly kagyzlar we çalşyk boýunça komissiýa tarapyndan 1939-njy ýylyň 20-nji iýulynda bellige alyndy. Soňra Assosiasiýanyň Tertipnamasyna we Kadalaryna üýtgetmeler girizildi. NASD banklar we gymmatly kagyzlar bazary ýa-da Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça komissiýa tarapyndan boýna dakylan gurama bolmady. Köçe bazarynyň öz-özüni düzgünleşdirmek boýunça aýratyn ýagdaýy gymmatly kagyzlar bazaryndan ugur aldy.

Köçe bazaryny giňeltmek üçin 1971-nji ýylyň fewralynda NASD NASDAQ (NASLs Automated Qoltation System), kompýuterleşdirilen kommunikasiýa ulgamyna öwrüldi, onda nyrh kesilen gymmatly kagyzlar (kotirowkalar) toplanýar we saklanýar. Bu nyrh kesme ulgama biržalardaky işini ulgamdaky iş şertlerine laýyk alyp barýan dilerleriň milli ulgamyndan gelip gowuşýar. Kesilen nyrhlar kompýuter merkezinden ýurt boýunça dellalçylyk firmalarynyň monitorlaryna berilýär.

NASDAQ ulgamynyň üç derejesi bolýar:

– I dereje bellige alnan resmi wekiller we olaryň müşderileri üçin elýeterlidir;

– II derejesi market-meýkerleri gymmatly kagyzlary ilata we intitusional söwdagärlere gaýtadan satýan dellallar we dilerler bilen birleşdirýär;

– III derejesi diňe market-meýkerler üçin niýetlenip, II derejede klawiaturada goşmaça açarlaryň bardygy bilen tapawutlanýar, bu açarlar NASDAQ ulgamynda kesilen nyrhlary girizmäge, üýtgetmäge ýa-da täzelemäge bolýar.

1. **Market-meýker** (*iňliç.* market maker) – gazna biržasynyň ýokary hünärli işgäri, gymmatly kagyzlar bazarynyň gazna bazaryndaky ýagdaýa syn edýän, meýillere, garaşylýan girdejä, gymmatly kagyzlaryň ygtybarlylygyna baha berýän, bazara gatnaşyjylara bahalar, hümmet, diwidendler barada maglumat berýän menejeri (Ýkdysady adalgalaryň sözlügi)

Assosiýasiýa Nýu-Ýorkuň gazna biržasy, Amerikan gazna biržasy, Senagatyň gymmatly kagyzlarynyň assosasiýasy, Maýa

goýumçy institut we firmalaryň gaýry toparlary bilen ýakyn gatnaşyk saklaýar.

Ýaponiýada biržadan daşary dolanyşygyň şular ýaly awtomatlaşdyrylan ulgamy 1984-nji ýyldan, Kanadada (Toronto) 1985-nji ýyldan, Singapurda 1987-nji ýyldan başlap hereket edip başlady. Köçe bazaryny ösdürmek we kämilleşdirmek boýunça şunuň ýaly ýagdaýlar Günbatar Ýewropanyň ýurtlarynda bolup geçdi. Karz, walýuta we maliýe ulgamy babatynda mundan beýläk birleşmek bilen baglanyşykly Ýewropa Ykdysady Bileleşiginde gymmatly kagyzlaryň bazarlarynyň umumy goşulyşmagynyň çäklerinde biržadan daşary bir bitewi bazara aýratyn orun degişlidir. Häzirki wagtda käbir ýurtlarda köçe bazarlary amallaryň möçberi boýunça, köplenç, gazna biržalaryna golaýlaşýar. Mysal üçin, ABŞ-da köp halatlarda NASDAQ ulgamy boýunça geleşikler Nýu-Ýork gazna biržasyndan ýokary gelýär, ýöne maýalaşma möçberi boýunça, birinji, ikinjiden yza galýar. Emma 1990-njy ýyllaryň ahyrynda NASDAQ bu derejäni ýeňip geçdi.

Günbatar ýurtlarda gymmatly kagyzlaryň köçe bazarynyň ösüşine seretmek bilen, umuman alanyňda, gymmatly kagyzlar bazarynyň erkinleşýändigini belläp geçmek gerek. Köse bazarynyň bölünip aýrylmagy gymmatly kagyzlar arkaly orta we kiçi kompaniýalary maliýeleşdirmegiň täze ugrunyň (kanalynyň) dörändigini aňladýar. Hakykatdan hem Günbatarda köp kompaniýalar, esasan, orta we kiçi kompaniýalar öz işlerini güýçlendirmek üçin pul serişdelerine mätäçlik çekýärler, ýöne birinji biržadan daşary we ikinji (birža) bazarlary gymmatlygy we şertleriniň agyrlygy sebäpli olara özleriniň gymmatly kagyzlaryny ýerleşdirmäge mümkinçilik bermeýär. Şonuň üçin köçe bazary şular ýaly kompaniýalary maliýeleşdirmegiň çeşmesi hökmünde özboluşly halas ediş serişdesi bolup durýar. Mundan başga-da, ol iri kompaniýalar üçin hem serişde almagyň goşmaça çeşmesi bolup hyzmat edýär, bu kompaniýalar biržada paýnamalaryny gaýtadan satyp bilmän olary köçe bazarynda satýarlar.

Köçe bazarynyň şu aýratynlygyny aýratyn belläp geçmek gerek. 1970-nji ýyllaryň başynda birinji biržadan daşary we ikinji (birža) bazarlarynda öz paýnamalaryny ýerlemäge ukyby bolmadyk kiçi

we orta kompaniýalar üçin döredilen köçe bazary 1990-njy ýyllarda ýokary tehnologiýalary peýdalanýan iri kompaniýalar üçin bazara öwrülip başlady. Bu düzgün bolşy ýaly, kompýuter, telekommunikasiýa we maglumat tehnologiýalaryny ýerleýän kompaniýalar bolup, olar çykdajylaryny azaltmak maksady bilen, paýnamalarynyň köp möçberini köçe bazarynda ýerleşdirip başladylar. Bu önümlere bolan ýokary isleg olaryň paýnamalarynyň ýokary bazar hümmetini üpjün etdi, bu bolsa köçe bazarynda kanuny, şeýle hem şahsy taraplar bolup durýan maýa goýumçylaryň arasynda olaryň köp möçberlerde satylmagyna getirdi. Bu ýagdaý ABŞ, Kanada, GFR, Ýaponiýa ýaly ýurtlarda köçe bazarlarynyň ähmiýetini düýpli ýokarlandyrdy. ABŞ-da köçe bazarynyň ähmiýeti has-da ýokarlandy we 1990-njy ýyllarda NASDAQ köçe bazarynyň indeksi yzygiderli ösüş görkezmek bilen, Dou-Jons we Standart&Poors indeksleri bilen bir hatarda esasy birža indeksleriniň birine öwrüldi. Kompýuter-maglumat tehnologiýalary kompaniýalarynyň köpüsiniň paýnamalarynyň bazar hümmeti 1990-njy ýyllaryň birža tolgunyşyklarynda, hususan-da, Aziýa maliýe çökgünliginiň netijesinde az derejede üýtgedi. 2001-nji ýylyň 11-nji sentýabrynda Nýu-Ýorkda we Waşingtonda bolup geçen wakalar hem olara düýpli täsir etmedi. Şol bir wagtyň özünde bu kompaniýalaryň paýnamalarynyň uzak wagtyň dowamynda ýokarlanmagy 2000–2001-nji ýyllarda olaryň pese gaçmagy bilen tamamlandy, bu ýurtda ykdysady konýunktranyň ýaramazlaşmagy bilen baglydyr.

Şeýlelikde, Günbataryň birnäçe ýurtlarynda gymmatly kagyzlaryň köçe bazary soňky döwürlerde ýeterlik derejede iri bazara öwrüldi, ol dürli derejeli emitentleri we maýa goýumçylary çekmekde birinji biržadan daşary bazar bilen hem, ikinji (birža) bazary bilen hem bäsleşýär. Köçe bazary has arzan we elýeterlidir; ol täze, öňdebaryjy kompýuter-maglumat tehnologiýalaryny ösdürmek üçin paýnamalaryň üsti bilen ep-esli pul serişdelerini jemledi; ilatyň paýnamalara goýlan serişdelerini çekdi.

Bu iş 1990-njy ýyllarda ABŞ-da has çalt depginler bilen bolup geçdi, Günbatar Ýewropanyň ýurtlary we Ýaponiýa bilen deňeşdirilende bu ýurtda täze maglumat tehnologiýalary has ileri tutulyp ösdürildi.

V bap
GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNDA ÇÖZGÜTLERI KABUL ETMEGIŇ GURALY

Maýa goýum gurşawynyň çylşyrymlylygy we üýtgäp durmagy maýa goýumçylardan bukjalary emele getirmek üçin maýa goýum gurallary saýlanyp alnanda oňa baha bermegiň we seljermegiň usullaryny bilmegi talap edýär, maýa goýumçynyň hünärli maýa goýum geňeşçisiniň hyzmatyndan peýdalanmagyny şertlendirýär. Maýa goýum geňeşçileriniň köpüsi gazna dellallary we banklar bilen hyzmatdaşlyk edýärler. Maýa goýumçy banklaryň belli bir möçberde hyzmat hakyny almak bilen maýa goýum bukjasyny dolandyrmagy, gymmatly kagyzlary saklamagy amala aşyrýan trast bölümleriniň hyzmatlaryndan hem peýdalanyp biler.

Maýa goýum bukjasyny dolandyrmak:

– göterim ýa-da diwidend görnünişinde girdeji almaga;

– gymmatly kagyzlaryň bahasynyň hümmetiniň ýokarlanmagynyň hasabyna maýany artdyrmaga;

– maliýe howpsuzlygyny üpjün etmäge;

– sanalyp geçilen ähli bähbitleri utgaşdyrmaga gönükdirilendir.

Maýa goýmagyň netijeleri töwekgelçilik bilen göni baglydyr: gymmatly kagyzyň girdejisi näçe ýokary bolsa, oňa mahsus bolan maýa goýum töwekgelçiligi hem şonça ýokary bolýar.

Maýa goýum işi:

– goýlan serişdeleriň ählisini ýa-da olaryň bir bölegini ýitirmek;

– gymmatly kagyzlary satyn almak üçin harçlanan serişdeleriň gymmatynyň gaçmagy;

– gymmatly kagyzlar boýunça girdejiniň tölenmezligi (bölekleýin ýa-da dolulygyna);

– girdejileriň tölenmeli möhletleriniň berjaý edilmezligi (gijikdirilmegi) ýaly towekgelçilikler bilen baglanyşyklydyr.

Maýa goýumça maýa goýum goýulýan obýektiň we serişdeleriň goýulýan pursadynyň amatly sazlaşygyny saýlap almak zerurdyr. Bu ýerde goýberilen ýalňyşlygyň uly ýitgilere getirmegi mümkindir.

Maýa goýulýan obýekt saýlanyp alnanda seljerijiler, her bir görnüş boýunça, maýanyň ýa-da diwidendiň (ýa-da göterimiň) artmagyndan emele gelýän jemi ýyllyk girdejini kesgitlemek ýoly bilen dürli maýa goýum mümkinçiliklerini deňeşdirýärler.

Göterimlerde aňladylýan umumy ýyllyk görkeziji *maýa goýumlaryň jemi girdejiligi* diýlip atlandyrylýar; ol maýa goýumlaryň her görnüşiniň artyk tarapyna we kemçiliklerine çalt baha bermäge mümkinçilik berýär.

Maýa goýum üçin serişdeleriň mukdary bellenenden, olar wagt boýunça bölünenden soň serişdeleri ýerleşdirmegiň müşderi üçin kabul ederlikli ugurlaryny kesgitlemegiň maýa goýum meýilnamasy işlenip taýýarlanýar. Töwekgelçilikden gaça durýanlar üçin döwletiň gymmatly kagyzlary ýa-da ygtybarly hususy bergi borçnamalary teklip edilip bilner, töwekgelçilige gitmäge ukyply maýa goýumçylar üçin bolsa ýaňy-ýakynda döredilen kompaniýalaryň paýnamalary ýa-da «ösüş» paýnamalary teklip edilip bilner. «Ösüş» paýnamalaryna maýa goýmagyň teoriýasy öňden bäri bellidir, onuň esasynda soňky birnäçe ýyllaryň dowamynda peýdasynyň we diwidendleriniň ösüş depginleri tutuş ykdysadyýetiň ösüş depgininden ýokary bolan kompaniýalaryň paýnamalaryna pul goýmak ýörelgesi ýatýar. Ösüp barýan kompaniýa ösüş gazanmak üçin paýdarlar maýasynyň ýokary girdejililigini gazanmalydyr we peýdanyň esli bölegini kärhananyň haýryna gaýtadan maliýeleşdirmelidir; kompaniýanyň giňelişine görä onuň ösüş depgini haýallaýar.

Maýa goýum strategiýasy we taktikasy saýlanyp alnanda maýa goýumlaryň geljekki bahasyna baha bermegiň dürli usullary, şeýle hem gazna biržasynyň ähli ugurlaryny barlamaga mümkinçilik berýän düýpli seljerme we bazar konýunkturasynyň üýtgeýşini çaklamak maksady bilen tehniki seljerişiň dürli tärleri peýdalanylýar.

5.1. Gazna biržasyny düýpli seljermek

Düýpli seljeriş işi kompaniýanyň we tutuşlygyna alanyňda gazna bazarynyň peýdasyna we diwidendlerine täsir edýän esasy faktorlar açylyp görkezilýär. Bu faktorlary iki topara bölüp bolar:

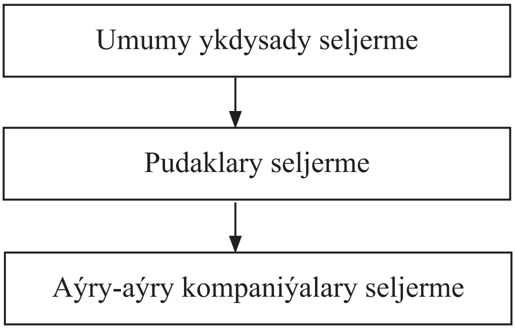
1) telekeçiligiň esasy (düýpli) şertleri ýa-da ykdysady faktorlar;

2) syýasy babatda esasy şertler.

Düýpli seljerme geçirmek üçin «aşakdan ýokary» diýilýän çemeleşme peýdalanylýar. Seljerme kompaniýany seljermekden däl-de, onuň işiniň bolup geçýän gurşawyny seljermekden başlanýar (*16-njy tablisa*).

16-njy tablisa

Gazna biržasyny düýpli seljermegiň shemasy



Düýpli seljermegiň ***birinji derejesinde*** önümçiligiň depginini häsiýetlendirýän görkezijiler, sarp ediş we toplaýyş, pul toplumynyň hereketi, hümmetsizlenmäniň derejesi, döwletiň maliýe ýagdaýy öwrenilýär. Konýunkturany çaklamagyň wezipesi tutuş ykdysadyýetiň we aýry-aýry pudaklaryň gysga we orta möhletli ösüşine baha bermekden ybaratdyr.

Gazna indeksleriniň ykdysady işjeňligiň görkezijileri bilen (jemi milli önümiň möçberi ýa-da senagat önümçiliginiň möçberiniň indeksi) bilen deňeşdirilmegi gazna biržasyndaky bahalaryň hereketiniň ugry bilen ykdysadyýetiň ýagdaýynyň arasyndaky özara baglanyşyga şaýatlyk edýär. Bahalar, düzgün bolşy ýaly, ykdysadyýetiň ösýän döwründe ýokarlanýar, ykdysady pese gaçyşlyk döwründe bolsa peselýär. Şeýle-da bolsa, ol ýa-da beýleki paýnamalaryň bahasynyň üýtgemegi emitent kompaniýalaryň ýagdaýyny görkezmek bilen, düýpli tapawutlanyp biler.

9. Sargyt № 749

Ykdysady ösüş döwürlerinde sargytlaryň artmagy, önümçilik kuwwatlyklarynyň iş bilen üpjünçiliginiň gowulanmagy, önüm öndürmek üçin maliýe harajatlarynyň peselýändigi bellenýär, netijede bolsa kompaniýa durnukly peýda alýar, bu ýagdaý paýnamanyň hereketiniň hümmetine täsir etmän bilmez. Ýöne paýnamalary bazaryna diňe bir kompaniýanyň ýokarlanýan peýdasy däl, eýsem, durnukly göterim möçberi bolan gymmatly kagyzlar boýunça pes göterim möçberi hem täsir edýär. Şunda paýnamalar bazary wagt boýunça konýunkturanyň üýtgemeginden öňe geçýär, ýagny paýnamalaryň hümmeti hakyky ykdysady ösüşden ortaça 6–9 aý öňe gidýär. Bu konýunkturanyň çak edilýän ösmeginiň netijesinde birža geleşikleriniň üstünlikli bolup biljek bazarlaryny ýüze çykarmaga mümkinçilik berýär.

Daşary ýurtlarda konýunkturanyň üýtgeýşi hem nazara alynmalydyr, çünki olaryň köpüsi dünýä hojalygynyň düzüm bölegi bolup durýar we onuň ösüş meýillerine baglydyr. Maýa goýumçy dünýä bazaryndan ugur almalydyr we aýry-aýry ýurtlaryň, aýratyn hem senagat taýdan ösen, dünýä bazarlarynda öňde barýan we şol bazarlaryň ýagdaýyny kesgitleýän ýurtlaryň ykdysady ösüşiniň esasy görkezijilerini öwrenmelidir.

Daşary ýurtlarda geçirilen barlaglar merkezi banklaryň pul-karz syýasatynyň paýnamalaryň hümmetiniň hereketine täsir edýändigine şaýatlyk edýär. Hasaba alyş we lombard möçberler ýurtda göterim möçberleriniň derejesini, berilýän karzlaryň möçberini we ahyrnetijede pul massasynyň artyşyny kesgitleýär. Täjirçilik banklarynyň merkezi banklarda saklanýan iň pes ätiýaçlyklary syýasaty hem şu ugurda hereket edýär.

Pul massasynyň hereketi paýnamalaryň hümmetiniň uly bolmadyk derejede öňe gidýän hereketinde paýnamalaryň hereketiniň ugruna meňzeşdir. Paýnamalaryň hereketine seljerme geçirilende bu baglylyk göz öňünde tutulmalydyr.

Häzirki zaman şertlerinde paýnamalaryň hümmetine walýuta hümmetiniň hereketi uly täsir edýär.

Syýasy babatda esasy faktorlara jemgyýeti dolandyryş we döwlet syýasaty ulgamynda gymmatly kagyzlaryň hümmetine täsir edýän wakalary degişli edip bolar.

Soňky döwürde ýurtlaryň ykdysady ösüşinde syýasy faktorlaryň roly görnetin ýokarlandy, bir pudaklarda döwlet tarapyndan dolandyrmak we gözegçilik güýçlenýär, beýleki pudaklarda bolsa gowşaýar, bu bolsa olaryň işiniň netijesine täsir edýär.

Hojalyk işiniň şertleri döwlet çykdajylary, salgyt salmak, tarifler babatynda alnyp barylýan syýasata hem baglydyr.

Merkezi bankyň karz ulgamyna we banklara edýän gözegçiligi gazna bazaryna uly täsir edýär, bu gözegçilik diňe bir banklaryň karz we maýa goýum işine däl, eýsem, olaryň müşderilerine we tutuş ykdysadyýete öz täsirini ýetirýär.

Düýpli seljerişiň ***ikinji derejesi*** pudagyň işiniň aýratynlyklaryny öwrenmekdir.

Şunda pudaklary durnukly, tapgyrlaýyn, ösýän pudaklar diýip bölmek kabul edilendir. Konýunkturanyň täsirine baglylykda olar umumy ykdysady görkezijileriň hereketinden öňe gidip, onuň bilen ugurdaş ösüp ýa-da yza galyp biler. Aýry-aýry pudaklaryň paýnamalarynyň hümmetiniň hereketi hem şuňa baglylykda tapawutlanýar.

Birža hümmetiniň hereketi pudaklaýyn peýda, şeýle hem ol ýa-da beýleki pudagyň haryt dolanyşygynyň we peýdasynyň depginine täsir edýän, pudaklara gelip gowuşýan sargytlara we önümçiligiň möçberlerine baglydyr.

Sargytlaryň gelip gowşuşyny görkezýän indikatoryň kömegi bilen degişli pudagyň kompaniýalarynyň paýnamalarynyň hümmetiniň hereketine öňünden baha berip bolar. Senagat önümçiliginiň möçberi sargytlaryň gelip gowşuşyny görkezýän indikatora baglydyr, çünki «şu günki sargyt – ertirki önümdir», şonuň üçin hem senagat önümçiliginiň möçber indikatorynyň gijä galmak häsiýeti bolýar we sargytlaryň gelip gowşuşyny görkezýän indikatorlara garanyňda paýnamalaryň hümmetiniň hereketini kesgitlemek üçin az ýaramlydyr.

Şunuň bilen birlikde, bu indikatorlar pudagyň geljekki peýdasy we pudagyň paýnamalarynyň birža hümmetiniň üýtgeýşine baha bermäge mümkinçilik berýär.

Ýöne peýdanyň walýutanyň hümmetine, şeýle hem pudagyň import ýa-da eksport ugruna baglydygyny unutmak bolmaz.

Üçünji derejede aýry-aýry kompaniýalary seljermek geçirilýär, işlenip taýýarlanan maýa goýum syýasatyny has doly durmuşa geçirmegiň usullary kesgitlenýär.

Aýry-aýry kompaniýalary seljermek wezipesi geljekki girdejileriň depginini öwrenmekdir. Şu ýagdaýda haryt dolanyşygynyň we peýdanyň depgini, kompaniýanyň öz serişdeleri we karz alnan serişdeler bilen üpjünçiligi, şeýle hem keş-flou görkezijisi, ýagny hasabat ýylynda ýetilen kassa deňeçerligi (girdeji we çykdajy tölegleriniň arasyndaky tapawut) örän möhümdir.

Kompaniýalaryň işini häsiýetlendirýän görkezijleriň köpdürlüdigine garamazdan seljerijileri adatça şu aşakdakylar gyzyklandyrýar:

– dolanyşyk, nagt pullaryň akymy we ş.m.;

– bir paýnama düşýän diwidendiň möçberi, bir paýnama düşýän keş-flou;

– hakyky diwidend girdejisi, hümmet/peýda gatnaşygy we beýlekiler.

Seljermäniň barşynda şu kompaniýanyň görkezilen görkezijileriniň birnäçe ýyllaryň dowamyndaky ähmiýetleri beýleki kompaniýalaryň görkezijileri bilen deňeşdirilýär.

Bergi gurallaryny seljermek bilen olaryň bahasynyň diňe bir emitentleriň işiniň ýagdaýyna bagly bolman, eýsem, karz maýalar bazaryna hem baglydygy göz öňünde tutulmalydyr. Bergi gurallaryna baha bermek boýunça işi alyp barýan ýörite reýting firmalary hem bar. ABŞ-da bu Standart&Poors we Moodyc kompaniýasydyr.

Karz reýtingleri gymmatly kagzlaryň bukjasy emele getirilende ugur almaga mümkinçilik berýär, çünki olar:

– gymmatly bergi kagyzlaryna serişdeleri goýmak bilen baglanyşykly töwekgelçilik derejesini görkezýär;
– gazna gurallarynyň geçginliligine baha bermäge mümkinçilik berýär;
– gymmatly kagyzlaryň dürli görnüşleriniň gatnaşygyny görkezýär;

– gymmatly kagyzlaryň hümmetini emele getirmegiň faktorlarynyň biri bolup durýar.

Düýpli seljermäniň möhüm tapgyry pudaklaryň we kompaniýalaryň ösüşini çaklamakdan ybaratdyr, ol şu komponentleri içine alýar:

– menejmentiň ösüş derejesi (adam faktory);
– maliýe mümkinçilikleri;
– ýerleşdirme işiniň ösüşi.

Düýpli seljerme şu pursatda paýnamanyň bahasyny kesgitlemäge we olaryň hereketini çaklamaga mümkinçilik berýär. Ýöne düýpli seljerişiň kömegi bilen ähli ýagdaýlary açyp görkezmek mümkin däldir. Şeýle halatda tehniki seljerişe ýüzlenilýär.

Kleş-flou (*iňlis. cash-flow*) – bu adalga kärhananyň hasaplaşyk hasabyndaky pul serişdeleriniň gündelik galyndysyny kesgitlemek üçin peýdalanylýar, ol pul serişdeleriniň gelmeginiň (ýerlemeden alynýan girdeji) we olaryň gitmeginiň (önümçilik, karzlary üzmek, diwidendleri tölemek üçin harajatlar) hasabyna emele getirilýär (Ykdysady sözlük).

5.2. Gymmat bahaly kagyzlara baha bermegiň usuly (reýting)

Maliýe seljerme usulynda maýa goýum çözgütleri kabul edilende aýratyn orun reýtinge degişlidir. Maýadarlar banklar, brokerler ätiýaçlandyryş kompaniýalary maýa goýum çözgütlerini kabul edip gymmat bahaly kagyzlaryň bukjalaryny emele getirenlerinde gymmatly kagyzlaryň reýtingini göz öňünde tutýarlar. Reýting barlaglaryny bazara gatnaşyjylar şeýle hem aýratyn taraplar geçirýärler (*17-nji tablisa*).

Ähli reýting kompaniýalary birmeňzeş simwollary ulanýarlar her bir simwol degişlilikde gymmat bahaly kagyzlaryň bahalaryny aňladýar:

• iň ýokary dereje – AAA;
• ýokary dereje – AA;
• maýa goýumlar ynamly, ortadan ýokary dereje – A;

- orta dereje – BBB + ;
- kanagatlanarly dereje – BB;
- spekulatiw dereje – B;
- borçnamalaryň ýerine ýetirilmezliginiň ýokary töwekgelçiligi – CCC;
- borçnamalaryň ýerine ýetirilmezliginiň ähtimallygynyň bolmagy – CC;
- gymmaty ýok, möhleti geçen – DDD;

17-nji tablisa

Gazna indeksleri

Indeksiň ady	Döwlet	Birža	Ulanylýan usul
1	2	3	4
Dow Jones Indexes	ABŞ	Nýu Ýorkuň gazna biržasy	Ýönekeý orta arifmetik usul
Standart & Poor`s Indexes	ABŞ	Nýu Ýorkuň gazna biržasy	Orta arifmetik usuly
NYSE Indexes	ABŞ	Nýu Ýorkuň gazna biržasy	
NASDAQ Indexes	ABŞ	Biržadan daşary bazar	
AMEX Major Market Indexes	ABŞ	ABŞ gazna biržasy	Ýönekeý orta arifmetik usul
AMEX Market Value Indexes	ABŞ	ABŞ gazna biržasy	
Russell Indexes	ABŞ	Nýu Ýorkuň, Amerikanyň gazna biržalary we biržadan daşary bazar	

1	2	3	4
Indeksiň ady	**Döwlet**	**Birža**	**Ulanylýan usul**
The Value line Composite Indexes	ABŞ	Nýu Ýorkuň, Amerikanyň gazna biržalary we biržadan daşary bazar	Orta geometrik usuly
FTSE-30	Beýik Britaniýň	London gazna biržasy	Orta geometrik usuly
FTSE-100	Beýik Britaniýň	London gazna biržasy	
DAX Indexes	Germaniýa	Frankfurt gazna biržasy	
CAC Indexes	Fransiýa	Pariž biržasy	
Nikkei Index	Ýaponiýa	Tokiýa gazna biržasy	Ýönekeý orta arifmetik usul
Topix Index	Ýaponiýa	Tokiýa gazna biržasy	
TSE	Kanada	Toron biržasy	
IPC	Meksika	Meksika gazna biržasy	

- **American Stock Exchange,** AMEX, ASE – Amerikanyň gazna biržasy (http://www.ainex.com/);
- **Amsterdam Exchanges** – Amsterdamyň gazna bazary (http://www.aex.nl/);
- **Athens Stock Exchange** – Afin gazna bazary (http://www.ase.gr/);
- **Australian Stock Exchange,** ASX – Awstraliýanyň gazna bazary (http://www.asx.com.au/);
- **Belgium Futures & Options Exchange –** (http://www.belfox.be/);
- **Belgrade Stock Exchange** – Belgiýanyň gazna bazary (http://www.belex.co.vu/);

- **Bolsa de Comercio de Buenos Aires** – Buýenos Aýeresiň gazna bazary (http://www.merval.sba.com.ar);
- **Bolsa de Comercio de Santiago** – Chile – Santiýagonyň gazna bazary (http://www.bolsantiago.crfl/);
- **Bolsa de Madrid** – Spain – Madrid gazna bazary (http://www.bolsamadrid.es/);
- **Bolsa de Valores de Sao Paulo,** BOVESPA – San Paulanyň gazna bazary (http://www.bovespa.com.br/);
- **Bombay Stock Exchange,** BSE – Bombeýiň gazna bazary (http://www.bseindia.com/);
- **Bourse de Paris** – Pariž gazna bazary (http://www..bourse-de-paris.fr/home.htm);
- **Brussel Exchanges,** BSE – Bruseliň gazna bazary (http://www.bxs.be/);
- **Bucharest Stock Exchange –** Romania – Buharestiň gazna bazary (http://bse.ccir.ro/);
- **Budapest Stock Exchange** – Budapeştiň gazna bazary (http://www.fornax.hu/fnom/index.html);
- **Bulgarian Stock Exchange** – Bolgariýanyň gazna bazary (http://www.online.bg/bse);
- **Cario & Alexandria Stock Exchange –** Egypt – Kairiň we Aleksandriýanyň gazna bazary (http://www.egyptse.com/);
- **Chicago Board of Trade,** CBOT, CBT – (http://www.cbot.com/);
- **Chicago Board Options Exchange,** CBOE – (http://www.cboe.com/);
- **Chicago Mercantile Exchange, CME** – (http://www.cme.com/);
- **Deutsche Boerse –** Nemes gaznasy (http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/index.htm);
- **EASDAQ** (European Association of Securities Dealers Automated Quotations Systems) – (http://www.easdaq.be/);
- **HongKong Futures Exchange** – (http://www.hkfe.com/);
- **HongKong Stock Exchange –** GonKongyň gazna bazary (http://www.sehk.com.hk/);

- **Helsinki Stock Exchange** – Helsingiň gazna bazary (http://www.hex.fi/);
- **International Petroleum Exchange,** IPE – Londondaky halkara nebit gaznasy (http://www.ipe.uk.com/);
- **Irish Stock Exchange –** Irlandiýanyň gazna bazary (http://www.ise.ie/);
- **Italian Derivatives Market –** (http://www.borsaitalia.it/);
- **Italian Stock Exchange –** La Borsa Valori Italians – Italiýanyň gazna bazary (http://www.borsaitalia.it/);
- **Korea Stock Exchange -** (http://www.kse.or.kr/);
- **Lisbon Stock Exchange** – Lissabonyň gazna bazary (http://www.bvl.pt/);
- **London International Financial Futures Exchange,** LIFFE - (http://www.liffe.com/);
- **London Metals Exchange,** LIME – (http://www.lme.co.uk/);
- **London Stock Exchange,** LSE – (http://www.londonstockexchange.co.uk/);
- **Luxembourg Stock Exchange –** Lýuksenburgyň gazna bazary (http://www.bourse.lu/);
- **MarcheA Terme International de France,** MATIF (http://www.matif.fr/);
- **Mercado Espanol de Opciones y Futurs Financieros –** Retra Fija, MEFF – (http://www.meff.es/);
- **Montreal Exchange -** (http://www.me.orci/);
- **NASDAQ** (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) **-** (http://nasdaq.com/);
- **Neuer Markt – (http://www.neuermarkt.de/INTERNET/NM/home/index.htm);**
- **New York Mercantile Exchange,** NYMEX/COMEX – (http://www.nvmex.com/);
- **New York Stock Exchange,** NYSE – (http://www.nyse.com/);
- **New Zealand Stock Exchange** – Täze Zellandiýanyň gazna bazary (http://www.nzse.co.nz/);
- **OM Stockholm Stock Exchange** – Stokgolmyň gazna bazary (http://www.omqroup.com/transaction/);
- **Oslo Stock Exchange,** OSE – (http://www.ose.no/);

- **Pacific Exchange,** PCX – Ýuwaş okeanyň gazna bazary (http://www.pacificex.com/).
- **Philadelphia Stock Exchange,** PHLX – Filadelfiýanyň gazna bazary (http://www.phlx.com/);
- **Prague Stock Exchange** – Pragiýanyň gazna bazary (http://www.pse.cz/defaulten.htm);
- **Riga Stock Exchange** – Rigiýanyň gazna bazary (http://www.rfb.lv/);
- **Singapore Stock Exchange** – Singapuryň gazna bazary (http://www.ses.com.sg/);
- **South African Futures Exchange,** SAFEX – **(http://www.safex.co.za/);**
- **Stock Exchange of Thailand** – Taýlandyň gazna bazary (http://www.set.or.th/);
- **Swiss Stock Exchange,** SWX – Şweýsariýanyň gazna bazary (http://www.swx.ch/);
- **Taiwan Stock Exchange** – Taýwandyň gazna bazary (http://www.tse.com.tw/);
- **Tallinn Stock Exchange** – Talliýanyň gazna bazary (http://www.tse.ee/);
- **Tel Aviv Stock Exchange** – Tel-Awiwiň gazna bazary (http://www.tase.co.il/);
- **Tokyo Stock Exchange,** TSE – (or.jp/eindex.html);
- **Toronto Stock Exchange,** TSE – (http://www.tse.com/);
- **Warsaw Stock Exchange** – Warşawanyň gazna bazary (http://www.atm.com.pl/~qielda/);

- РТС (http://www.rts.ru);
- ММВБ (http://www.mixes.ru).

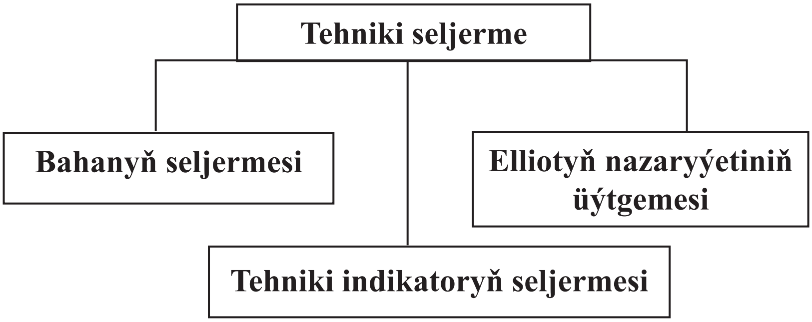
5.3. Gazna bazarynyň tehniki seljerilişi

Gazna bazarlarynyň tehniki seljerişilişine, köplenç, düýpli seljermeden, onuň şertlerinden we faktorlaryndan aralykda özbaşdak seljeriş görnüşi hökmünde seredilýär. Ýöne bu iki usul özara baglanyşykly bolup, biri-biriniň üstüni ýetirýär. Düýpli seljeriş tutuşlygyna alanyňda bazaryň daşarky faktorlaryň täsiri astynda hereketini

seljermekde jemlenýän bolsa, onda tehniki seljeriş bahalaryň depginini öwrenmek bilen baglydyr, ol gymmatly kagyzlaryň hümmetini kesgitleýän, satyn alyjylaryň we satyjylaryň islegini, islegi we teklibi görkezýär (*18-nji tablisa*).

18-nji tablisa

Tehniki seljermäniň mazmuny



Tehniki seljeriş bahalaryň depginine daşarky faktorlaryň üýtgemegi täsir edýär we birža hümmetiniň özüni alyp barşy durnukly häsiýeti bolan belli bir kanunalaýyklyklara tabyndyr diýen çaklamadan ugur alýar.

Ýüze çykarylan kanunalaýyklyklaryň esasynda, oňa beýleki faktorlaryň täsirini hasaba almak bilen, birža hümmetiniň geljekki hereketi çaklanýar.

Tehniki seljerişi grafiki seljeriş diýlip atlandyrylýar, sebäbi seljerilýän maglumatlaryň grafika görnüşinde görkezilmegi gazna bazarynyň ýagdaýy öwrenmegiň esasy usulydyr.

Sütün görnüşli diagrammany düzmek. Sütün görnüşli diagramma gurlanda abssis oky boýunça wagt, ordinat oky boýunça (wertikal liniýa) bahalar görkezilýär. Baha wertikal liniýa görnüşinde tablisalendirilýär, ol wagtyň belli bir döwrüne (gün, hepde, aý we ş.m.) laýyk gelýär. Liniýanyň uzynlygy seljerilýän wagt aralygynda bahalaryň üýtgäp durmagynyň amplitudasyna – iň ýokary derejeden iň aşaky derejä çenli hereketine baglydyr. Zerur bolanda grafikde anyk bir döwre degişli bolan wertikal liniýalar çekilýär, bahalaryň bir gezek üýtgeýşi bellenýär – iň ýokary, iň pes üýtgemeleri, açylan we ýapylan wagtyndaky bahalar görkezilýär. Soňky döwürleriň

bahalarynyň ýagdaýy baradaky maglumatlar grafikde öňki bahadan sag tarapda görkezilýär.

Wertikal bölekleriň jemi belli bir döwürde gazna bazaryndaky bahalaryň derejesini we olaryň üýtgäp durmalaryny görkezýär.

Sütün görnüşli diagrammalary gurmagyň köpdürli görnüşi bardyr. Olaryň biri bahalaryň umumy depginiň öz ugruny ters tarapa üýtgedýän esasy günlerini kesgitlemek bilen baglydyr. Şeýle ýagdaýda diagrammanyň aşaky böleginde geleşikleriň möçberini görkezýän ululyklar görkezilýär.

Gazna gurallarynyň hümmetiniň hereketini grafika görnüşinde görkezip bolar. Bu grafikde saýlanyp alnan ädimleýin tor boýunça diňe hümmetiň ýokarlanmagy (peselmegi) bellenýär, bahanyň bir ähmiýetiniň beýleki bir ähmiýete üýtgeýän wagt aralygy bolsa hasaba alynmaýar. Söwdalaryň möçberi hem hasaba alynmaýar.

Bahalaryň üýtgeýşiniň belli bir ululygy saýlanyp alynýar (göterim nokatlarynda ýa-da pul manysynda); grafikdäki toruň her öýjügi üýtgemeleriň saýlanyp alnan ädimine laýyk gelýär. Bahalaryň bellenen ululyga görä ýokarlanan ýagdaýnda öýjükde «x» belgisi goýulýar, bahanyň mundan beýläk hem ýokarlanan ýagdaýynda soňky «x» belgileri öňki belgileriň üstünde goýulmalydyr. Bahalar bellenen ululygyň derejesinde peselen ýagdaýynda täze sütün açylýar we grafikde öňki ähmiýetiň aşagyndaky öýjükde «o» belgisi goýulýar.

Grafikde «o» belgisi peýda bolandan soň bazar ters ugra gidip başlady diýýärler, şonuň üçin hem «goşmaklar-nollar» grafigine öwrüm nokatlarynyň grafigi hem diýýärler. Görkezilen grafikler takyk aňlanýan meýli bolan bazarlary seljermek üçin niýetlenendir.

Gymmatly kagyzlaryň hereketi tötänden ýüze çykmaýar: olaryň hümmeti biržanyň iş gününiň dowamynda onlarça esse ýokarlanyp, ertesi güni bolsa şol derejede pese gaçyp bilmez.

Hümmetleriň hereketi ýeterlik derejede uzak wagtyň dowamynda tolkun görnüşli (aşak ýa-da ýokary) bolup geçýär. Ýokary göterilişe ýokarlandyryjy trend hökmünde, peselişe bolsa peseldiji trend hökmünde baha berilýär. Hümmet tolkun görnüşli üýtgeýän ha-

latynda gyşarýan trend barada gürrüň edilýär. Hereketiň bolup geçýän wagtyna baglylykda uzak, orta we gysga möhletli ýokarlandyryjy we peseldiji trend tapawutlandylýar.

Ýokarlandyryjy trendiň liniýasy maýa goýumça ýokarlandyryjy trendde duran paýnamalary satmaga howlukmaly däldigine düşünmäge mümkinçilik berýär.

Gazna gurallarynyň bahalary dürli faktorlara baglydyr, olaryň arasynda maýa goýumçylaryň dürli toparlarynyň, ýagny olaryň hümmeti peseler öýdüp gymmatly kagyzlary satýan goýumçylar bilen kagyzlaryň bahasynyň ýokarlanmagyna umut baglap, olary satyn alýanlaryň arasyndaky özara hereket aýratyn görkezilmelidir.

Haýsydyr bir komipaniýanyň paýnamasynyň bahasy peselende bazara gatnaşyjylaryň ählisi tarapyndan olar satylyp başlanýar, ýöne bu belli pursada çenli şeýle bolýar, şondan soň olaryň hümmetiniň ýokarlamagyna umut edip olary satyn alýanlaryň sany köpelip ugraýar, paýnamalaryň bahasy bolsa artyp başlaýar.

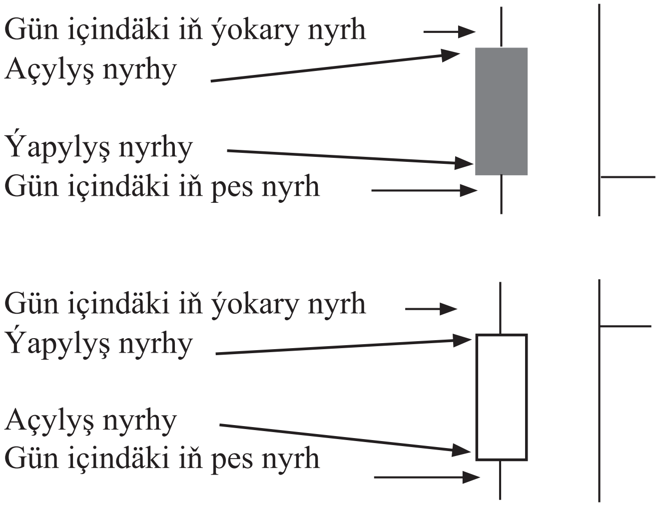
Başga ýagdaýyň hem ýüze çykmagy mümkin: kompaniýalaryň paýnamalarynyň bahasy ýokarlanýar, olary satyn almakçy bolýanlaryň sany köpelýär. Şonuň bilen bir wagtda bazara gatnaşyjylaryň bahalar ýetjek derejesine ýetdi diýip hasap edýän we özlerinde bar bolan paýnamalary satyp başlaýan topary peýda bolýar. Şunuň bilen baglanyşykly «goldaw» we «garşylyk» diýen düşünjeler döredi: bahalaryň üýtgäp durýan iň ýokary nokatlaryny birleşdirmek bilen, garşylyk liniýasy diýilýäni alýarlar, üýtgäp durmalaryň iň pes nokatlaryny birleşdirmek bilen bolsa goldaw liniýasyny alýarlar. Grafigiň haýsydyr bir liniýa golaý gelmegi bahalaryň tiz wagtda ters ugur bilen üýtgejekdigine şaýatlyk edýär.

Ýapon şemleri. Tehniki seljerişde ýapon çartlary – «şemleri» barha ýygy ulanylýar, olar häzirki zaman sütün görnüşli diagrammalaryň bir görnüşidir. Adaty sütün görnüşli diagrammalardan tapawutlylykda olar bahalaryň ähli derejesini – başlangyç, ýokary, pes we ýapylyş wagtynyň bahasyny görkezýär. Paýnamalaryň hümmetini dürli reňkler bilen belleýärler: birža açylan pursadynda ol ýapylan wagtyndakydan ýokary bolsa, onda şem gara reňkde, pes bolsa ak reňkli bolýar.

Birža hümmetini görkezmegiň bu usulynyň gadym taryhy bardyr: baryp XVI asyrda şaly ösdürip ýetişdirýän ýaponlar şalynyň geljekki bahasyny şunuň ýaly görnüşde çaklamaga synanyşypdyrlar (*19-njy tablisa*).

19-njy tablisa.

Paýnamalaryň kursy (Ýapon şemleri)



Beýleki usullardan tapawutlylykda şemleriň kömegi bilen çaklanýan döwür esli gysga bolýar. Bir günlük şemiň seljermesi birža hümmetiniň ertesi güni mümkin bolan hereketine baha bermäge, hepdelik şem bolsa hümmetiň geljek hepdedäki hereketini çaklamaga mümkinçilik berýär.

Ýapon çartlary seljerilende geň-enaýy atlary bolan şemleriň dürli tablisaleri peýdanylýar: «gara monah», «ak monah», «fonarlar», «Günorta Hajy» we ş.m. Bu ýerde gara ýa-da ak reňk hemişe bolýar. Ak şem ýakyn günde hümmetiň ýokarlanjakdygyny habar berýär, gara şem bolsa amatsyz ýagdaý, ýagny birža hümmetine biržanyň açylan wagtynda emele gelen derejä ýetmegiň başartmandygyny, biržanyň iş gününiň ahyrynda bolsa hümmetiň peselendigi barada duýduryş berýär.

Indikatorlaryň kömegi bilen gymmatly kagyzlary seljermek. Gymmatly kagyzlaryň satylmaly (satyn alynmaly) wagtyny kesgitlemek üçin çartlary seljermek bilen bir hatarda gazna bazaryna gatnaşyjylar üçin goşmaça maglumat berýän indikatorlar peýdalanylýar. Gymmatly kagyzlaryň (paýnamalaryň, opsionlaryň, fýuçersleriň we ş.m.) bahalarynyň hümmetiniň hereketi birden üýtgäp durmalar bilen bilelikde bolup geçýär. Seljerijiler trendleri seljermegi ýeňilleşdirmek maksady bilen, adatça, hümmetleriň ekstremal ähmiýetlerini peseldýärler. Munuň üçin ortaça arifmetiki liniýa, eksponensial ölçelen ortaça ähmiýet we ýöne ölçenen durnuksyz ortaça ähmiýet peýdalanylýar. Iş ýüzünde şu aşakdaky formula boýunça arifmetiki liniýanyň esasynda durnuksyz ortaça ähmiýetini hasaplamagyň usuly peýdalanylýar:

$$\overline{K} = \frac{1}{n}\,(K1 + K1 - 1 + K1 - 2 + ... + Kt - n), \qquad (4.1)$$

bu ýerde $\overline{K}$ – üýtgeýän ortaça ähmiýet; $K1 + K1 - 1 + K1 - 2 + ... + Kt - n$ – gymmatly kagyzyň hümmeti; n – hasaplama giren günleriň sany; t – şu wagtky döwür.

Alnan ortaça ähmiýet görkezijisini düşündirmek üçin köp usullar peýdalanylýar. Hususan-da, ortaça ähmiýetleriň keseleýin liniýasyny paýnamalaryň hümmetiniň «kesip geçmegi» satmak üçin ilkinji duýduryşdyr.

Indikatorlaryň sany örän köpdür. Gazna bazarynda ol ýa-da beýleki amallaryň wagtyny saýlap almak üçin peýdalanylýan görkezijileriň köpüsiniň çeşmeleri bolup maliýe maglumatlary, maýa goýum işjeňligine seljerme, bazaryň ýagdaýyna seljerme hyzmat edýär.

Paýnamalaryň bahasy bilen ýurtda pul massasynyň hereketiniň arasynda özara baglanyşyk bardyr. Daşary ýurtly seljerijileriň barlaglary pul massasynyň birsydyrgyn depginde artýan ýagdaýynda we hümmetsizlenmäniň ynjalyksyzlyk döretmeýän derejesi bolanda paýnamalaryň bahalarynyň ýokarlanma meýli ýüze çykýar, pul massasynyň artyşynyň haýallamagy we hümmetsizlenmäniň depginleriniň ýokarlanmagy bazar üçin amatsyz ýagdaýdyr. Tehniki

seljerişde indikatorlardan peýdalanmak mümkinçiligi diňe tablisalendirme bilen çäklenýär; paýnamalaryň bahasyna kähalatlarda düşündirip bolmaýan güýçler täsir edýär. Bazaryň psihologiýasy hem göz öňünde tutulmalydyr.

5.4. Gymmatly kagyzlar bukjasyny emele getirmek

Gymmatly kagyzlar bukjasyny emele getirmegiň ýörelgeleri. Gymmatly kagyzlar bazarynda serişdeler ýerleşdirilende maýa goýumçy bu kagyzlaryň gözegçilik edilýän töwekgelçilik bilen mümkin bolan aňryçäk girdejililigiň has gowy sazlaşygyny üpjün edýän kabul ederlikli toplumyny tapmaga çalyşýar. Bu meseläni çözmegiň netijeli tehnologiýasy bukjalaýyn maýa goýmakdyr.

Bukjalaýyn maliýeleşdirmegiň düýp manysy maýa goýum mümkinçiligini aktiwleriň dürli torparlarynyň arasynda paýlamakdan ybaratdyr. Bukjalaýyn maýa goýmak maýa goýum işini maliýeleşdirmäge we onuň netijelerine gözegçilik etmäge mümkinçlik berýär. Adatça bukja dürli töwekgelçiligi bolan korporatiw paýnamalaryň, obligasiýalaryň, döwlet tarapyndan kepillendirilen kesgitli girdejisi bolan, diýmek, goýlan serişdeleri ýitirmegiň we girdeji almagyň iň pes töwekgelçiligi bolan gymmatly kagyzlaryň toplumyndan ybaratdyr.

Iri banklar özleriniň maýa goýum bukjalaryny şu görnüşde emele getiirýärler: onuň 70 %-ne golaýyny döwletiň gymmatly kagyzlary, 25 %-ni munisipal, 5 %-ni beýleki kagyzlar düzýär. Kiçi banklar has seresap strategiýany ýöredýärler we öz bukjalaryny, esasan, ygtybarly we geçginliligi ýokary bolan döwletiň we munisapilitetiň gymmatly kagyzlarynyň hasabyna emele getirýärler.

Maýa goýum bukjasy emele getirilende goýlan serişdeleriň howpsuzlygy, girdeji almagyň durnuklylygy we goýumlaryň geçginliligi (olary çalt we ýitgisiz nagt pula çalyşmak mümkinçiligi) ýörelgelerine gollanýarlar.

Ýöne gymmatly kagyzlaryň hiç birinde hem bir wagtda bu häsiýetleriň ählisi bolmaýar. Bu ýerde ylalaşyk (sazlaşyk) zerurdyr, çünki girdeji almak nukdaýnazaryndan has gowy geljegi bolan goýum-

lar şol bir wagtyň özünde has töwekgelçilikli goýumlar bolup durýar, töwekgelçilik derejesi pes bolanlar bolsa az girdeji getirýärler. Bukja emele getirilende esasy maksat maýa goýumçynyň töwekgelçiligi bilen girdejisiniň amatly gatnaşygyny gazanmakdyr. Diwersifikasiýa we ýeterlik derejede likwidlilik ýörelgeleriniň peýdalynylmagy bu meseläni çözmäge mümkinçilik berýär.

Goýumlary diwersifikasiýa etmek – bu bukjalaýyn maýa goýmagyň esasy ýörelgesidir, onuň düýp manysy ähli serişdeleri diňe bir kagyza, hatda iň bir özüne çekiji kagyza hem goýmaly däldiginden ybaratdyr. Diwersifikasiýa edilende kagyzlaryň bir görnüşi boýunça ýokary bolmadyk girdejileriň üsti beýleki kagyzlar boýunça alnan ýokary girdejiler bilen ýapylýar. Gymmatly kagyzlaryň bukjasyna özara bagly bolmadyk pudaklaryň giň toparyny goşmagyň hasabyna hem töwekgelçiligi peseldip bolar, bu olaryň işewürlik işjeňliginiň bir wagtda aşak gaçmak töwekgelçiligini peseldýär.

Diwersifikasiýa etmegiň ýönekeý görnüşi serişdeleri düýpli seljerme geçirmezden birnäçe gymmatly kagyzlaryň arasynda bölmek bolup durýar.

Has ygtybarly görnüşi pudaklaýyn we sebitleýin diwersifikasiýany peýdalanmagy göz öňünde tutýar. Pudaklaýyn diwersifikasiýanyň düýp manysy diňe bir pudagyň kärhanalarynyň gymmatly kagyzlaryny satyn almaly däldiginden ybaratdyr, çünki ýaramaz ýagdaýlaryň tutuş pudagy gurşap almagy mümkindir. Mysal üçin, dünýä bazarynda nebitiň bahasynyň gaçmagy pudagyň ähli kärhanalarynyň paýnamalarynyň bahasyna täsir edip biler.

Şunuň ýaly ýagdaý aýratyn alnan bir sebitde hem bolup biler, ýagny syýasy durnuksyzlyk, tebigy betbagtçylyklar we ş.m. paýnamalaryň bahasynyň bir wagtda peselmegine getirip biler.

Ykdysady-matematiki usullary ulanmak bilen has çuň seljerme geçirip bolar. Hususan-da, korrelýasion seljeriş usullary bukjadaky dürli gymmatly kagyzlaryň amatly balansyny tapmaga mümkinçilik berýär.

Ýeterlik derejede likwidlilik ýörelgesi bukjada müşderileriň öňündäki borçnamalary ýerine ýetirmek üçin we peýda bolan geçgin-

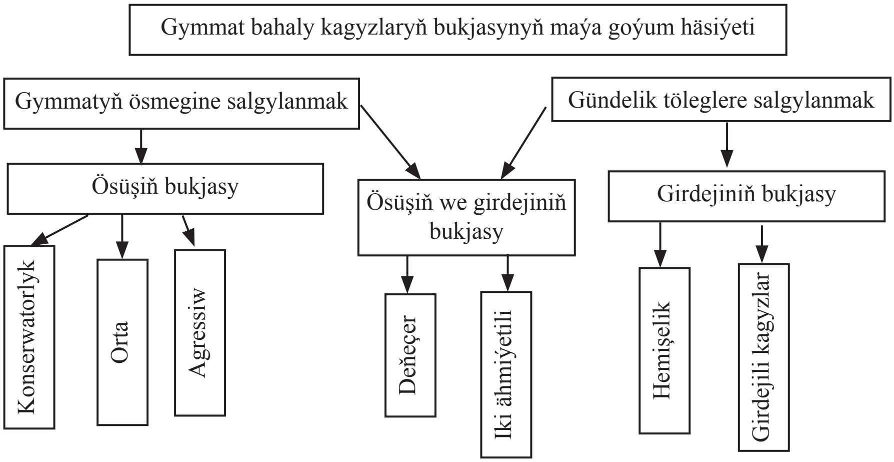
liligi ýokary geleşikleri amala aşyrmak üçin ýeterlik bolan, çalt ýerlenýän aktiwleriň belli bir paýynyň bolmagyndan ybaratdyr.

Bukjalaýyn maýa goýmagyň esasy artykmaçlygy – bu onuň kömegi bilen aýratyn maýa goýum wezipelerini çözmek, ýagny girdejini we peýdanyň we töwekgelçiligiň mukdar gatnaşygyny üpjün etmekden ybaratdyr. Munuň üçin eýýäm bar bolan bukjany kämilleşdirmek we täze, amatly görnüşleri tapmak zerurdyr.

Gymmatly kagyzlara goýum goýmakda bar bolan töwekgelçilik bilen garaşylýan girdejiniň arasyndaky balans bukjalaryň dürli görnüşleriniň, ýagny girdeji bukjasynyň, ösüş bukjasynyň we ösüş hem-de girdeji bukjasynyň kömegi bilen gazanylýar (*20-nji tablisa*).

20-nji tablisa

Gymmat bahaly kagyzlaryň bukjasy



Girdeji bukjasy, köplenç, diwidendleriň we göterimleriň hasabyna gündelik ýokary girdeji almaga gönükdirilendir. Ol gazna bazarynyň ygtybarlylygy ýokary bolan gurallaryndan emele getirilýär. Bukjalaryň şu görnüşleri bolýar:

- birsyhly girdejiler bukjasy – ygtybarlylygy ýokary bolan gymmatly kagyzlardan emele getirilýär, töwekgelçiligiň iň pes derejesinde ortaça girdeji getirmäge ukyplydyr;

- girdeji getirýän kagyzlar bukjasy – girdejililigi ýokary bolan, töwekgelçiligiň ortaça derejesinden ýokary girdeji getirýän gymmatly kagyzlardan durýar.

Ösüş bukjasy oňa girýän kagyzlaryň hümmet bahasynyň köplenç halatda ýokarlanmagyna gönükdirilendir we özüniň maýa goýum häsiýetleri boýunça şu aşakdaky bukjalara bölünýär:

- agressiw ösüş bukjasy – maýanyň aňryçäk derejede artmagyna gönükdirilýär; onuň düzüminde çalt ösýän ýaş kompaniýalaryň ýokary girdeji getirýän töwekgelçilikli paýnamalary bolup biler;
- konserwatiw ösüş bukjasy – maýany saklap galmaga gönükdirilýär; iri we belli kompaniýalaryň hümmet bahasynyň ýokary bolmadyk durnukly ösüş depgini bolan paýnamalaryndan durýar;
- ortaça ösüş bukjasy – has giň ýaýran görnüşdir; uly töwekgelçilige baş goşasy gelmeýän maýa goýumçylar üçin häsiýetlidir. Agressiw we konserwatiw ösüş bukjalarynyň maýa goýum häsiýetlerini utgaşdyrýar.

Ösüş we girdeji bukjasy. Ýokarda sanalyp geçilen bukjalaryň biri hem birmeňzeş umumylyk bolup durmaýar we öz düzüminde başga bir maýa goýum häsiýeti bolan gymmatly kagyzlary saklap biler, şonuň üçin hem ösüş we girdeji bukjasyny emele getirip bolar. Bu bukja gymmatly kagyzlaryň hümmet bahasy aşak gaçanda we diwidend ýa-da göterim tölegleri pes bolanda maýa goýumçyny mümkin bolan ýitgilerden goramak üçin döredilýär. Ösüş we girdeji bukjasy iki bölekden durýar: bir bölegi eýesine maýanyň gymmatynyň artmagyny üpjün edýän maliýe aktiwlerini, beýleki bölegi bolsa girdejileri öz içine alýar.

Bukjalar klassifikasiýa bölünende şol bir bukja ýerleşdirilen gymmatly kagyzlara mahsus bolan maýa goýum häsiýeti, ýagny likwidlilik, salgytlardan boş bolmak, pudaklaýyn we sebitleýin degişlilik göz öňünde tutulmalydyr.

Bukjanyň likwidliligi onuň gymmatyny ýitirmezden nagt pula öwrülmek mümkinçiligini aňladýar. Bu galapyn ýagdaýda nagt puly

ýa-da çalt ýerlenýän aktiwleri (gysga möhletli gymmatly kagyzlar) içine alýan pul bazarynyň bukjasynyň kömegi bilen amala aşyrylýar.

Salgytdan boşadylan gymmatly kagyzlaryň bukjasy, esasan, döwletiň bergi borçnamalaryny özünde saklaýar, olar adatça maýany saklaýar we olaryň geçginliligi ýokary bolýar. Hususan-da, 1998-nji ýylyň awgustyna çenli GKO iň ygtybarly we maýa goýumçylar üçin has özüne çekiji, belli bir derejede ýokary girdeji getirýän gymmatly kagyzlar bolup durýardy.

Döwlet häkimiýeti edaralarynyň gymmatly kagyzlaryny özünde saklaýan bukja – bu döwletiň we minisipalitetleriň gymmatly kagyzlaryndan durýan bukjadyr. Olar ygtyýarly bolmak bilen, belli bir möçberde girdeji getirýärler, mundan başga-da olaryň salgyt ýeňillikleri bolýar.

Korporatiw gymmatly kagyzlary özünde saklaýan bukja – bu dürli kärhanalaryň gymmatly kagyzlaryndan, daşary ýurtlaryň gymmatly kagyzlaryndan, erkin çalşylýan we aýratyn hukukly paýnamalardan, obligasiýalardan we ş.m. emele getirilen bukjadyr.

Gymmatly kagyzlar bukjasyny dolandyrmak. Dünýä tejribesiniň görkezişine görä, gymmatly kagyzlar bazarynda töwekgelçilik näçe ýokary bolsa, bukja menejerine şol derejede ýokary talap bildirilýär. Bukjanyň görnüşi dolandyryş görnüşine laýyk gelýär (işjeň ýa-da işjeň däl dolandyryş).

Işjeň däl (passiw) dolandyryş kagyzlary uzak möhletli satyn almakdan ybaratdyr. Bu maýa goýum işinde belli bir derejede täze ugurdyr. 1960-njy ýyllaryň ortasyna çenli maýa goýumçylar ýalňyş baha kesilen paýnamalary tapmaga çalyşýardylar. Ygtybarly «mawy fişkalaryň» (ygtybarly, birinji derejeli kompaniýalaryň paýnamalary) kagyzlaryny uzak möhletli satyn almak gowşak strategiýanyň käbir alamatlaryny alypdy. Giň diwersifikasiýa we gowşak dolandyryş konsepsiýasy iş ýüzünde peýdalanylmaýardy.

1960-njy ýyllarda, ýagny Markowisiň bukjany saýlap almak konsepsiýasy hemmelere mälim bolanda we bazaryň netijeliligi barada ylmy çaklama öňe sürlende gatnaşyklar üýtgedi. 1950-nji ýyllaryň başynda Garri Markowis amatly bukjany saýlap almagyň matematiki modelini teklip etdi. Gymmatly kagyzyň her biriniň bahasynyň

hemişe onuň maýa goýum gymmatyna – gymmatly kagyza geljekki islege we geljekde olar boýunça alynjak girdejilere berilýän bahany hasaba almak bilen, onuň şu pursatdaky gymmatyna deň bolan bazar netijeli bazar diýlip hasap edildi.

Işjeň däl dolandyryşyň düýp manysy maýa goýumçynyň öz maksady hökmünde belli bir görkezijini saýlap alýanlygyndan we girdejililiginiň üýtgeýşi görkezijiniň hereketiniň depginine laýyk gelýän bukjany emele getirýändiginden ybaratdyr. Saýlanyp alnan maksatlaýyn görkeziji adatça, giňden diwersifisirlenen bazar indeksi bolup durýar. Şonuň üçin işjeň däl dolandyryşy indeksirlenen dolandyryş, işjeň däl bukjalaryň özüni bolsa indeks gaznalary diýip atlandyrýarlar. Paýnamalaryň ilkinji milli indeksli gaznasy ABŞ-da 1971-nji ýylda peýda boldy, häzirki wagtda bolsa paýnamalaryň we obligasiýalaryň milli we halkara indeksli gaznalaryna ýüzlerçe milliard dollar goýuldy. Hususy maýa goýumçylar hem indeksli gaznalary ileri tutup başladylar.

Işjeň däl dolandyrylýan bukjalar köp sanly özara gaznalar tarapyndan teklip edilýän, örän çalt hereket edýän maýa goýum önümlerine öwrüldiler.

Dürli dolanyşyk möhletleri (basgançak usuly) we çapraz (polýar) möhletliligi (ştanga usuly) bolan gymmatly kagyzlaryň arasynda serişdeleriň paýlanmagy, deňeçer paýlanmagy gowşak maýa goýum strategiýasynyň mysaly bolup hyzmat edip biler.

Basgançak usuly bank maýa goýum gözýetiminiň säklerinde dürli möhletleri bolan gymmatly kagyzlaryň satyn alynýanlygyndan ybaratdyr.

Mysal. Bank bäş ýyllyk gözýetimi bolan maýa goýum bukjasyny edinmegi göz öňünde tutýar. Ol maýa goýum üçin bölünen pul möçberini deň bäş bölege bölýär we bir ýyllyk we iki ýyllyk möhleti bolan gymmatly kagyzlary we beýleki gymmatly kagyzlary satyn alýar, bir ýyllyk kagyzlar tölenenden soň bolsa boşan pul möçberini ýene-de bäş ýyllyk gymmatly kagyzlara goýýar we ş.m. Netijede bankyň maýa goýumlardan alynýan girdejisiniň hemişe ortaça normasy bolar.

Ştanga usulynyň düýp manysy serişdeleriň esasy böleginiň gysga möhletli we uzak möhletli gymmatly kagyzlara we diňe az böleginiň orta möhletli kagyzlara goýulýandygyndan ybaratdyr: gysga möhletli kagyzlar geçginliligi üpjün edýär, uzak möhletliler bolsa adatça, has ýokary girdeji getirýär.

Işjeň dolandyryşyň köp çemeleşmeleri bolýar, emma islendik aktiw dolandyryş nädogry baha kesilen kagyzlary ýa-da olaryň toparlaryny gözlemegi öz içine alýar. Bu gymmatly kagyzlary takyk ýüze çykarmak we ökdelik bilen satyn almak ýa-da satmak işjeň maýa goýumça işjeň däl maýa goýumça garanyňda has ýokary netije almaga mümkinçilik berýär. Şunuň bilen birlikde işjeň menejerler tarapyndan alynýan hyzmat haky, düzgün bolşy ýaly, işjeň däl menejeriňkiden ýokarydyr, işjeň dolandyryşda transaksiýa üçin çykdajylar hem ýokary bolýar. Bularyň ählisi işjeň däl dolandyryşyň tarapdarlaryna işjeň menejerlere garanyňda özleriniň gowy netijeleri gazanýandyklaryny tassyklamaga mümkinçilik berýär.

Şunuň bilen birlikde işjeň däl menejerler tarapyndan dolandyrylýan işjeňleriň çalt ösýändigine garamazdan, milli we halkara paýnamalar we obligasiýalar bukjalarynyň köp bölegi dolandyrylanda işjeň dolandyryş usullaryndan peýdanylýar.

Iri institusional inwestorlar, pensiýa gaznalary ýaly, dolandyryşyň aralyk (orta) görnüşini saýlap alýarlar: olar işjeň däl menejerleriň hem, işjeň menejerleriň hem hyzmatlaryndan peýdalanýarlar.

Russiýadaky iş tejribesi babatynda aýdylanda bukjalaýyn maýa goýmagyň kada öwrülmändigini belläp geçmek gerek, çünki gymmatly kagyzlar bazarynyň kemala gelmegi entek dowam edýär, maliýe gurallarynyň köpüsi boýunça kadaly statistik hatarlar, taryhy statistik binýat ýok, bu bolsa Günbataryň nusgalyk usullaryny giňden ulanmaga päsgel berýär. Emma banklaryň köpüsinde we beýleki institusional maýa goýumçylarda bukjalaýyn maýa goýumlary dolandyrmak boýunça bölümler döredilýär.

Türkmenistanyň Prezidenti
Gurbanguly Berdimuhamedow:

– Häzirki wagtda Türkmenistanda amala aşyrylýan düýpli ykdysady özgertmeleriň täze tapgyry başlandy, ol bütindünýä ykdysady çökgünligiň zähmet we kapital bazaryndaky deňagramlylygy saklamak bar bolan meseleleri ähli aýdyňlygy bilen ýüze çykardy.

VI bap GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNY DÖWLET TARAPYNDAN DÜZGÜNLEŞDIRMEK ULGAMY

6.1. Düzgünleşdirmegiň umumy jähtleri

Gymmatly kagyzlar bazary – karz maýalar bazarynyň düzüm bölegi bolmak bilen, ol döwlet tarapyndan düzgündeşdirilýän obýektdir, bu düzgünleşdirme maýa goýumçylaryň bähbitlerini emitentleriň ýa-da araçylaryň bikanun hereketlerinden goramaga gönükdirilendir. Döwletiň hereketleri maýa goýumçylaryň süýşürintgileriniň maýa goýumlaryna öwrülmeginiň barşynda araçy bolup çykyş edýän, gazna bazarlaryna gatnaşyjylaryň bähbitlerini goramaga hem degişlidir. Gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek göni ýa-da gytaklaýyn goşulyşmak arkaly durmuşa geçirilýär. Şunda döwlet bazara gatnaşyjylara öz-özlerine gözegçilik etmek we öz-özüni düzgünleşdirmek hukugyny bermek bilen, gymmatly kagyzlar bazarynda baha emele getirilişine goşulmaýar.

Gymmatly kagyzlar bazarynda döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek üç ugur boýunça amala aşyrylýar: gözegçilik edaralarynyň işi; kanunçylyk-hukuk binýady – maglumatlary açmak, bazardaky iş, bazara gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmek; gymmatly kagyzlar bazaryny gönüden-göni dolandyrmagyň mehanizmi.

Ykdysadyýetiň globallaşyşyna görä gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmegi döwletara utgaşdyrmak zerurlygy ýüze çykdy.

XX asyryň başyna çenli ABŞ-da gymmatly kagyzlar bazary döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmeýärdi. Gazna bazary üçin bahalarda mekirlik etmek (manipulýasiýa) häsiýetlidi, bu häzirki wagt-

da ähli ýerde bikanun diýlip ykrar edildi. ***Fiktiw amallar*** – bazarda işjeňlik bar ýaly edip görkezmek üçin gymmatly kagyzlary bir wagtda satyn almak we satmak we ***ylalaşyk boýunça geleşikler*** – iki kontagent tarapyndan bazardaky ýagdaýy öz peýdasyna üýtgetmek maksady bilen öňünden şertleşilen baha boýunça geleşikleriň amala aşyrylmagy – şular ýaly mekirliklere degişlidir.

Kornerler – paýnamalaryň söwdagärleriň belli bir toparynda jemlenmegi – giň ýaýran hadysa bolupdy, bu olara öz bahalaryny talap etmäge mümkinçilik berýärdi. Belli maliýeçi Genri Klýuz 1861–1865-nji ýyllaryň urşundan soňky döwri häsiýetlendirmek bilen, Amerikanyň uly möçberlerdäki ähli baýlyklarynyň kornerler tarapyndan emele getirilendigini belläpdi.

Üsti ýapylmaýan satuwlar («gysga» satuwlar) örän işjeň ulanyldy, munuň bilen baha gaçyrýan oýunçylar («aýylar») meşgullanýarlar. Olaryň düýp manysy spekulýantyň özünde elin ýok bolan gymmatly kagyzlary birnäçe wagtdan getirmäge söz berip, olary belli bir möhlete satýandygyny aňladýar.

«Gysga» satuwlar bazary düýpli üýtgetmäge ukyplydyr, şonuň üçin hem Gollandiýada XVII asyryň başynda olaryň sanyny çäklendirmäge synanyşypdyrlar. Beýik Britaniýada XVIII asyrda olary gadagan etmek barada kanun taslamasy parlamente hödürlenipdir, ýöne bu iş ähli ýerde gülläp ösüpdir. Diňe XX asyryň 30-njy ýyllarynda, 1929-1933-nji ýyllaryň çökgünliginden soň olar babatynda ýeterlik derejede berk çäreler görüldi.

Gymmatly kagyzlar bazaryna diňe gazna bazarynyň professionallarynyň öz-özüňi düzgünleşdiriş guramalary tarapyndan gözegçilik edilýärdi; öz-özüňi düzgünleşdirmek professionallaryň arasynda oýnuň arassa kadalaryny saklamak üçin niýetlenendir.

Eýýäm XX asyryň başlarynda gazna bazaryndaky köp sanly pirimler we aldawçylyklar döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň zerurlygyny şertlendirdi. ABŞ-nyň käbir ştatlarynda maýa goýumçylary goramaga gönükdirilen kanunlar kabul edildi, olara Gök asman kanunlary (Blue-sky laws) diýilýär. Emma umumymilli derejede nähilidir bir düzgünleşdirme ýokdy, ony girizmek üçin ähli synanyşyklar Yoll-Stritiň berk garşylygyna duçar bolýardy.

Birinji Jahan urşundan soň ABŞ-nyň fiktiw maýasy çalt depginler bilen artyp başlady, bu köp babatda hiç bir zat bilen üpjün edilmedik paýnamalaryň çykarylmagy bilen baglydyr. Professionallaryň aldawçylykly hereketleri hem şuňa getirdi: gymmatly kagyzlar satyn alnanda-satylanda gizlin dilleşmek, ol ýa-da beýleki kagyzlar barada maglumatlaryň daşyna çykmagy we ş.m. Kollektiwleýin esasda – pullar (esasan, hyzmat ulgamyndaky birlekşikler) tapapyndan bahalarda mekirlik etmek giňden ýaýran hadysa öwrüldi. Meselem, 1929-njy ýylda Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda paýnamalaryň 107 goýberilişi pullaryň pirimlerine sezewar boldy, bu pirimlere biržanyň agzalarynyň özleri hem gyzyklanýardylar. Korporasiýalaryň müdirleriniň pullara gatnaşmagy açyk ýagdaý hasap edilýärdi.

Maliýe piramidalaryny döretmek tejribesi giňden ýaýran hadysa boldy, şunda paýdarlara diwidendler peýdanyň hasabyna däl-de, nobatdaky emissiýanyň netijesinde alnan maýanyň hasabyna tölenýärdi. 1920-nji ýyllaryň maliýe piramidasynyň has belli mysaly otluçöp çykarýan «Krýuger end Toll» şwed kompaniýasynyň piramidasydyr.

Biržanyň synmagynyň öňýanyndaky ýyllarda banklar diňe bir özleriniň döreden golçur kärhanalarynyň üstünden gymmatly kagyzlary satyn almak we satmak bilen meşgullanmaýardylar gymmatly kagyzlary satyn almak üçin maýa goýumçylary karzlaşdyrmak (göni ýa-da dellallaryň üstünden) adaty bolmadyk giň gerimlere baryp ýetdi. Marža bilen üstüni ýapmagyň möçberi, ýagny maýa goýumçynyň öz serişdeleriniň gymmatly kagyzlary satyn almak üçin gidýän bölegi banklar tarapyndan özbaşdak bellenilýärdi we gaty ýokary däldi, gazna bazarynyň batmagy bank ulgamynda töleg tölenmezlige, banklaryň köpçülikleýin batmagyna getirdi, Beýik durgunlylyk döwründe 8 müň bank batdy.

ABŞ-nyň gymmatly kagyzlar bazarynda hyýanatçylykly peýdalanmalar şeýle bir açyk-aýdyň ýagdaýa öwrüldi welin, prezident Guwer Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň baştutany Riçard Uitnä bazarda aldawçylyklary ýok etmek we birža spekulýasiýalaryny çäklendirmek barada ýüz tutmaly boldy. 1932-nji ýylda Senatyň Banklar we pul dolanyşygy boýunça komiteti Guweriň başlangyjy bilen 1929-njy ýylyň birža çökgünligini öwrenmek boýunça topary döretdi, oňa nýu

ýorkly belli prokuror Ferdinand Pekor ýolbaşçylyk etdi. Bu iş boýunça diňlemeler Uoll-stritiň iň bir hapa we masgaraçylykly hilegärliklerini köpçülikleýin biabraý edişligine öwrüldi.

ABŞ-nyň prezidenti F.D.Ruzwelt 1932-nji ýylda gymmatly kagyzlaryň birinji bazaryny tertipleşdirmek we maýa goýum institutlarynyň işine döwlet tarapyndan gözegçiligi üpjün etmek boýunça birnäçe çäreleri amala aşyrdy.

Agyr maliýe ýagdaýy we birža professionallarynyň abraýy Uoll-stritiň öz işini düzgünleşdirýän kadalaryň kabul edilmegine haýsydyr bir görnüşde garşylyk görkezmek mümkinçiligini çäklendirýärdi.

Ruzweltiň tabşyrygyna laýyklykda, Söwda boýunça federal komissiýanyň öňki başlygy, gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmek bilen bagly meseleler boýunça demokratik platformanyň awtory H.Tomson degişli kanuny taýýarlady, ol gutarnykly işlenenden soň senat tarapyndan biragyzdan kabul edildi. 1933-nji ýylyň maýynda Gymmatly kagyzlar hakynda kanun kabul edildi, ol beýleki kanunlar bilen (düzedişler bilen) bir hatarda şu wagta çenli hereket edip gelýär.

6.2. Gözegçilik edaralary

Senagat taýdan ösen ýurtlarda gymmatly kagyzlar bazaryna gözegçilik edýän edaralar, esasan, 1929–1933-nji ýyllaryň dünýä çökgünliginden soň döredilip başlandy, bu çökgünlik gymmatly kagyzlar bazarynyň berk düzgünleşdirilmeligini we döwlet gözegçilik edaralarynyň döredilmegini şertlendirdi. Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça komissiýalar görnüşinde ýörite düzgünleşdiriji edaralar guraldy. Birnäçe ýurtlarda döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek wezipeleri maliýe ministrliklerine ýa-da ýerli häkimiýet edaralaryna berildi.

ABŞ. 1933–1934-nji ýyllarda kanunçylygy durmuşa geçirmek üçin ABŞ-da Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça komissiýa (Securities and Exchange Commission, SEC) – gymmatly kagyzlaryň çykarylyşyna we dolanyşygyna gözegçilik edýän garaşsyz edara döredildi. Bu komissiýanyň ýolbaşçylygy bäş agzadan ybaratdyr, olaryň üçüsinden köpüsi bir partiýa degişli bolmaly däldir. Ýolbaşçylar ABŞ-

nyň prezidenti tarapyndan bäş ýyl möhlete bellenýär we senat tarapyndan tassyklanýar. SEC-iň düzümi onuň haýsydyr bir agzasynyň ygtyýarlyk möhletiniň tamamlanyşyna görä her ýylda täzelenmelidir.

SEC-iň ygtyýarlyklaryna şular degişlidir: emitent firmalary, dellallary, dilerleri, gymmatly kagyzlar boýunça geňeşçileri bellige almak; bazara professional gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmek; biržada we biržadan daşary dolanyşyklarda gymmatly kagyzlaryň söwdasyny düzgünleşdirmek; ähli görnüşdäki maýa goýum gaznalarynyň işine gözegçilik etmek; milli gazna biržalarynda nyrh kesilen we dolanyşykda bolýan gymmatly kagyzlaryň ähli görnüşlerini bellige almagyň we olar boýunça maglumatlary çap etmegiň tertibini bellemek; gymmatly kagyzlar bazarynda aldawçylyk, hilegärlik we beýleki bikanun hereketleriň bolan ýagdaýlaryny derňemek; administratiw jerimeleri salmak.

ABŞ-nyň Kongresi kadalaşdyryjy namalar babatynda agzalan Komissiýa (SEC) derejesi boýunça kanunlara deňleşdirilýän hukuk namalaryny çykarmak hukugyny berdi. Ol hereket edýän kanunçylygyň bozulan halatlaryny özbaşdak derňäp we ýagdaýa baglylykda jerime salyp, raýat işlerini gozgamak barada çykyş edip ýa-da materiallary jenaýat işini gozgamak baradaky meseleleri çözýän Ýustisiýa ministrligine berip bilýär.

SEC-iň işiniň gerimine şu maglumatlar hem şaýatlyk edýär: 1996-njy ýylda SEC olara degişli 62 müň bölümi we 530 600 sany bellige alnan wekillerini goşmak bilen, bellige alnan 8500 dellalyň/ dileriň işine syn etdi; hereket edýän biržalaryň 8 sanysyna, NASDAQ we köçe bazaryna, bellige alnan 15 sany kliriň agentliklerine we Maýa goýumçylary goramak boýunça korporasiýa gözegçilik etdi.

Federal kanunlarda hem, ştatlaryň kanunlarynda-da insaýderleriň we insaýder söwdasynyň hukuk taýdan kesgitlemesi ýokdur. Dogry, gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän söwda hakyndaky kanunda olaryň häsiýetli alamatlary bar. ***Insaýderler*** – bu biržanyň we gözegçilik edarasynyň öňünde maglumatlary açmak barada aýratyn borçnamalary bolan adamlardyr.

SEC-de bellige alnan kompaniýanyň gymmatly kagyzlarynyň 10%-den gowragynyň eýesi bolan her bir adam, kagyzlary bellige alynmaga degişli kompaniýanyň müdirler geňeşiniň başlygy we

müdiriýetiniň başlygy SEC-e we biržanyň ýolbaşçylygyna hasabat bermelidir. Paýnamalaryň gözegçilik edilýän bukjasynyň we tutuş bukjanyň düzüminde eýeler boýunça üýtgetmeleriň bolup geçen aýy tamamlanandan soň 10 günden gijä galman olar bu ýagdaýlar barada SEC-e we birža habar bermelidirler. Ýörite maglumatlar bankynyň we işewür metbugatyň üsti bilen bu maglumatlar jemgyýetçilige ýetirilýär.

Gymmatly kagyzlaryň söwdasynda insaýderler babatynda çäklendirmeler bellenendir. Gymmatly kagyzlar bilen amallary geçiren emitent kompaniýanyň gullukçylary alty aýyň dowamynda alnan ähli peýdany öz kompaniýasyna geçirmelidirler; söwdada köpçülige elýeterli bolmadyk deliliň ulanylandygynyň ýa-da ulanylmandygynyň ähmiýeti ýokdur.

Maglumatyň köpçülik üçin elýeterli bolmazlygy we onuň mazmunynyň möhümligi açylmadyk maglumatyň bardygy bolup durýar. Köpçülikleýin habar beriş serişdeleri arkaly elýeterliligi üpjün etmek belli bir garaşylýan döwrüň gerekdigini talap edýär, şol döwrüň dowamynda geleşikleri geçirmäge rugsat berilmeýär. Maglumatlaryň çap edilen pursadyndan soň azyndan 24 sagadyň dowamynda geleşiklerden saklanmak maslahat berilýär. Mazmun babatynda ygtybarly maýa goýumçy tarapyndan özüniň maýa goýum meýilnamalarynda göz öňünde tutulan bu maglumatyň gymmatly kagyzlaryň hümmetine täsir edip biljekdigine düşünilýär.

Diwidendleriň göz öňünde tutulan töleglerindäki üýtgeşmeler, satuwlaryň möçberlerine girizilen düzedişler, gepleşikler, goşulmalar we özüne birleşdirmeler, kompaniýanyň dolandyryjylarynyň düzümindäki üýtgetmeler, täze önümçiligiň özleşdirilişi, paýdarlar maýasynyň üýtgemegi baradaky maglumatlar açylmadyk maglumatlara degişlidir.

Kanunçylyk insaýderleri hukuk taýdan takyk kesgitlenmeýän hem bolsa, ol barybir adamlaryň şu topary barada giň düşündiriş berilmegine gollanýar. Olara geleşikler baglaşylanda maglumatlardan gönüden-göni peýdalanýan işjeň insaýderler, şeýle hem degişli hak almak bilen, näbelli maglumatlary işjeň insaýderlere berýän işjeň däl insaýderler degişlidir. Zynjyryň uzynlyk derejesine garamazdan olary ikisi hem temmi berilmäge degişlidir.

ABŞ-da gymmatly kagyzlar bazarynda rugsat edilmedik iş üçin administratiw, raýat we jenaýat jogapkärçiligi bellenýär; temmi çärelerini görnüşleriniň utgaşdyrylmagy aradan aýrylmaýar.

Insaýderleri aňtamak babatynda SEC-e giň hukuklar berlendir. Eger-de ozal raýat işleri gozgalanda ol kazyýete diňe bikanun alnan peýdany elden almak barada ýüz tutup bilýän bolsa, indi ol 1980-nji ýyllarda kanunçylyga üýtgetmeler girizilenden soň onuň olardan ýetirilen zyýanyň öwezini dolmagy talap etmek bilen, işjeň hem gowşak insaýderler babatynda günä bildirmäge haky bardyr. Öwez dolmalardan alnan pul möçberleri federal býujetiň girdejisine geçirilýär.

Gazna biržalaryndaky gözegçilik edalary birža sessiýalary döwründe kadaly işi üpjün edýärler, biržadaky ýerleri satyn almagyň we gymmatly kagyzlara nyrh kesmegiň kadalaryny belleýärler, şeýle hem düzgün-tertibi bozýan bazara gatnaşyjylara jerime salýar. Bu wezipeler oňa kanunçylyk arkaly berkidilendir; görülýän çäreleriň ýeterlik bolmadyk ýagdaýynda SEC işe goşulýar.

Gazna biržalarynda gözegçilik edaralarynyň işine gündelik geleşikleri hasaba alýan, umumymilli ulgama birleşdirilen elektron bellige alyjylar kömek edýärler. Şübheli geleşikleri ýüze çykarmak köp babatda kompýuterleşdirilendir: NASDAQ elektron söwdalar ulşgamynda 50 gözegçi gatnaşýar, olar şübheli amallara gözegçilik etmek üçin 40 sany ýörite elektron önümlerden peýdalanýarlar.

Gözegçilik etmegiň awtomatlaşdyrylan usullarynyň işlemedik ýagdaýynda NASDAQ gözegçileri zerur bolan maglumatlary geleşikler boýunça kontragentlerden gönüden-göni sorap almak bilen, goşmaça derňew geçirýärler. Her ýylda olar hyýanatçylyklaryň köp müňlerçelerini ýüze çykarmak bilen meşgullanmaly bolýarlar; olaryň, takmynan, 250 sanysy babatynda jerime salmak ýa-da ygtyýarnamany ýatyrmak barada çözgüt çykarylýar. Kyn ýagdaýlarda SEC işe çekilýär.

Ýaponiýa. Ýaponiýada düzgünleşdirmegiň iki derejeli ulgamy emele geldi, onda bazara gözegçilik döwlet tarapyndan (Maliýe ministrligi) hem, öz-özüni düzgünleşdirýän guramalar tarapyndan hem amala aşyrylýar.

1948-nji ýylda ABŞ-nyň Komissiýsasy (SEC) ýaly Ýaponiýanyň Gymmatly kagyzlar boýunça komissiýasy döredildi. Okkupasiýa tamamlanandan soň, 1951-nji ýylda ol ýatyryldy we işgärleri bilen

bilelikde onuň ygtyýarlyklary Maliýe ministrligine geçdi, çünki syýasatdan daşarda durýan, garaşsyz komissiýa babatynda amerikan konsepsiýasyna Ýaponiýanyň şertlerinde degerli ähmiýet berilmedi.

Maliýe ministrligi hususy telekeçilik bilen örän ýakyndan baglydyr. Däp boýunça Ýaponiýada döwlet işgäri pensiýa ýaşyna ýetende (55 ýaş) döwlet edarasynda belli bir derejede pes hak tölenýän işde geçiren ýyllary üçin sylag hökmünde hususy sektorda gowy hak tölenýän wezipe alýar.

Maliýe ministrligi bilen dellallar firmalarynyň bileleşiginiň arasynda gönüden-göni baglanyşyk bar. Ýaponiýanyň Maliýe ministrliginiň Gymmatly kagyzlar müdirliginde işgärleriň sany köp däldir (jemi 150 adam).

Maliýe ministrliginiň ýanynda maslahat beriji edara – Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça geňeş döredildi, ol ministrlik tarapyndan iki ýyllyk bellenýän, gymmatly kagyzlar industriýasy bilen baglanyşykly 20 hünärmenden ybaratdyr. Geňeşiň wezipelerine gymmatly kagyzlar boýunça kanunçylygy kämilleşdirmek barada Maliýe ministrligi üçin maslahatlary taýýarlamak girýär.

1992-nji ýylyň iýul aýynda düýpli hýýanatçylyklary, bahalarda aldawçylyklary we gulluk (içerki) maglumatlaryň peýdalanylýandygyny ýüze çykaran, Ýaponiýanyň gazna bazaryndaky çökgünlikden (1990–1991-nji ýyllar) soň Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça täze komissiýa esaslandyryldy, onuň wezipelerine gönüden-göni bazarda onuň ýagdaýyna syn etmek girdi. SEC-den tapawutlylykda ýapon Komissiýasy Maliýe ministrliginiň affinirlernen (telekeçilere täsir edýän) edarasydyr, ol öňküleri ýaly gözegçilik wezipelerini ýerine ýetirýär, ýagny bazary düzgünleşdirmäge gatnaşýar. Mundan başga-da, ministrligiň çäklerinde maliýe boýunça birža hereket edýär, ol bazara gatnaşyjylaryň işini we bazaryň özüni düzgünleşdirýär.

1994-nji ýylda Maliýe ministrligi iň iri täjirçilik (şäher) banklaryna gymmatly kagyzlar bilen söwda etmek boýunça golçur kompaniýalary döretmäge (paýnamalar we olardan döredilen gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri geçirmek hukugyny bermezden) rugsat berdi.

Fransiýa. Fransiýada gazna bazaryny düzgünleşdirmek wezipesi Maliýe ministrliginiň üstüne ýüklenendir. Emma esasy işi ýörite

guramalar amala aşyrýarlar. Meselem, maýa goýumçylaryň bähbitlerini goramak 1967-nji ýylda döredilen Birža amallary boýunça komissiýanyň (Comission des Operations de Bourse, COB) üstüne ýüklenendir, bu Komissiýa wezipeleri boýunça ABŞ-nyň SEC ýatladýar. Oňa 9 agzasy bolan müdiriýet ýolbaşçylyk edýär. Komissiýa emitentler tarapyndan maglumatlary açmagyň standartlarynyň berjaý edilişine we insaýder maglumatlarynyň peýdalanyşyna gözegçilik edýär. Bellenen kadalaryň bozulan halatynda Komissiýanyň materiallary prokuratura ibermäge ýa-da özüniň temmi çärelerini ulanmaga, hususan-da jerime salmaga haky bardyr.

Komissiýa maýa goýum kompaniýalaryny (SICAV özara gaznalaryny) döretmek, gymmatly kagyzlaryň bukjalaryny dolandyrmak üçin ygtyýarnama berýär, maýa goýumçylardan gelip gowuşýan şikaýatlary derňeýär. Onuň ol ýa-da beýleki gymmatly kagyzyň listingini gadagan etmäge ýa-da ýatyrmaga haky bardyr.

Gazna biržalary hakynda kanuna (1988 ý.) laýyklykda dellalçylyk kompaniýalarynyň işine umumy gözegçiligi Gazna biržalarynyň geňeşi amala aşyrýar, ol hem Beýik Britaniýanyň Gymmatly kagyzlar we maýa goýumlar geňeşi ýaly, Fransiýanyň esasy öz-özüni düzgünleşdirýän guramasynyň wezipesini ýerine ýetirýär. Onuň düzümine 12 adam girýär, olaryň 10-sy dellalçylyk firmalaryndan saýlanýar, biri listing kompaniýalaryna, ýene biri bolsa Gazna biržalarynyň geňeşiniň agzalary bolan firmalaryň gullukçylaryna wekilçilik edýär.

Geňeş gymmatly kagyzlary emitirleýän kompaniýalara ygtyýarnama berýär we Baş reglamenti – gymmatly kagyzlar bilen amallara degişli kadalary işläp taýýarlaýar, olary Maliýe ministrligi tassyklaýar.

Baş reglament täze kompaniýalar tarapyndan gymmatly kagyzlary çykarmagyň kadalaryny, listingiň we ondan çykarmagyň kadalaryny, kompaniýalary birleşdirmegiň kadalaryny belleýär; kompaniýalaryň wezipeli adamlarynyň we gullukçylarynyň özlerini alyp barşynyň professional kodeksini içine alýar.

Zerur bolan halatynda Geňeşiň düzgün-tertip çärelerini görmäge haky bardyr.

Fransiýanyň kanunlaryna laýyklykda, ýöriteleşdirilen maliýe edarasy derejesi bolan Fransuz biržalarynyň jemgyýeti (FBJ) bazardaky gündelik amallara, maglumatlaryň maýa goýumçylara ýaýradylyşyna gözegçilik edýär, Gazna biržalary boýunça geňeşe iberilýän listing almak baradaky ýüz tutmalary barlaýar, listingden çykarmak barada çözgüt kabul edýär. Gazna biržalarynyň geňeşine berlen ygtyarlyklara laýyklykda FBJ-niň islendik gymmatly kagyzyň söwdasyny togtatmaga haky bardyr.

Fransiýanyň birža jemgyýetleriniň assosiasiýasy – gymmatly kagyzlary çykarýan kompaniýalaryň pofessional assosiasiýasy bolmak bilen Fransiýanyň hökümetinde we Ýewropa Birleşiginde olaryň bähbitlerini goramaga niýetlenendir; maliýe we hukuk meseleleri boýunça geňeşçiniň wezipesini, şeýle hem araçy wezipesini ýerine ýetirýär.

1989-njy ýylyň kanuny boýunça kompaniýalaryň biržada nyrh kesilen, ses bermek hukugy bolan paýnamalaryny satyn alýan/satýan maýa goýumçylar bukjalaryň çäklendirilen ähmiýetden 5, 10, 20, 33,3, 50 we 66,6 % üýtgän halatynda bu barada 5 günüň dowamynda birža we 15 günüň dowamynda emitentiň özüne habar bermäge borçludyr. Soňra birža resmi býulletende habar çap etmek bilen maýa goýumçylary bukjalardaky üýtgeşmeler bilen habarly edýär. Habaryň bolmazlygy maýa goýumçyny satyn alnan paýnamalar boýunça ses bermek hukugyndan awtomatik usulda 2 ýyllyk mahrum edýär. Kompaniýanyň direktorlar geňeşiniň başlygynyň, beýleki paýdarlaryň ýa-da Komissiýanyň teklip etmegi bilen, araçy kazyýet düzgün bozany ses bermek hukugynyň bir böleginden ýa-da dolulygyna 5 ýyl möhlet bilen mahrum edip biler.

Biržada listingi bolan paýnamalaryň Ýewropa Birleşiginiň agzalary bolup durmaýan dahylsyzlar tarapyndan satyn alnanda (resmi ýa-da ikinji bazarda) şonuň netijesinde olaryň paýy paýdarlar maýasynyň 20%-den ýokary geçýän bolsa, olary satyn almak Maliýe ministrliginiň deslapky ylalaşygyny talap edýär, ýagny Maliýe ministrligi esasy düzgünleşdiriş wezipesini ýerine ýetirýär.

Germaniýa. Germaniýada gazna bazaryny düzgünleşdirmek merkezleşdirmekden aýrylan bolup, ýer edaralary tarapyndan amala

aşyrylýar. 1994-nji ýylda Gymmatly kagyzlar bilen amallar hakynda kanunyň kabul edilmegi bilen, düzgünleşdirmegiň ähli wezipeleri Gymmatly kagyzlar boýunça komissiýa berildi.

Germaniýada bazara esasy professional gatnaşyjylar täjirçilik banklary bolup durýar, şonuň üçin gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmekde möhüm orun merkezi banka – Nemes federal bankyna (Bundesbank) (onuň ygtyýarlyklarynyň diňe banklar babatynda güýji bardyr) we ýörite gözegçilik edarasyna – Banklar boýunça federal gözegçilik palatasyna degişlidir.

6.3. Kanunçylyk-hukuk binýady

Gymmatly kagyzlar bazarynyň kanunçylyk binýady 1929–1933-nji ýyllaryň çökgünliginden soň işjeň ösüp başlady, şol wagtlar gymmatly kagyzlaryň ösen bazary bolan ýurtlaryň köpüsine gymmatly kagyzlar we birža gaznalary hakynda kanunlary kabul etmäge mümkinçilik beren täze şertler döredi, bu kanunlar uzak ýyllaryň dowamynda gymmatly kagyzlar bazarynyň mundan beýläk hem ösüşini we ony düzgünleşdirilişini kesgitledi. Bu kanunlar gymmatly kagyzlar bazarynyň çeýe, maýyşgak ösmegini, birža çökgünlikleriniň öňüni alynmagyny, maýa goýumçylaryň bähbitlerini goramagy, bazary gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmegi üpjün etdi.

ABŞ-nyň gymmatly kagyzlar bazarynyň kanunçylyk binýady. Şu döwürde Günbatarda döredilen berk kanunçylyk-hukuk binýady gymmatly kagyzlar bazaryny ykdysadyýeti maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesine öwürdi. Gymmatly kagyzlar hakynda Amerikanyň kanunlary muňa mysal bolup biler. Meselem, 1933-nji ýylyň gymmatly kagyzlar hakyndaky kanuny şulary göz öňünde tutýar:

– köpçülikleýin ýerleşdirilýän maýa goýumlar barada maýa goýumça maglumat bermek;

– gymmatly kagyzlar satylanda aldawçylygyň we mekirligiň öňüni almak.

Bu maksatlara ýetmegiň baş usuly gymmatly kagyzlaryň çykarylyşyny we ýerleşdirilişini bellige almak ýoly bilen maliýe maglumatyny açmak bolup durýar. Korporasiýalaryň, jogapkärçi-

ligi çäklendirilen şereketleriň, trastlaryň we beýleki emitentleriň obligasiýalarynyň we paýnamalarynyň agdyklyk edýän bölegi SES-de hasaba alynmalydyr. Bu kada federal hökümetiň gymmatly kagyzlaryna we ýerli häkimiýet edaralarynyň obligasiýalarynyň köpüsine degişli däldir.

Bellige almak maýa goýumçy bu kagyzyň gymmatyna baha berip we ony satyn almagyň maksadalaýyklygy barada çözgüt kabul edip biler ýaly, emitent kompaniýa we onuň satmakçy bolýan gymmatly kagyzy barada maglumatlary açmak üçin zerurdyr.

Bellige almak bellige alyş ýüztutmasynda ýa-da emissiýa prospektinde getirilýän faktlaryň takyk bolmagyny göz öňünde tutýar, ýöne ony kepillendirmeýär. Kanun bolsa ýalan maglumat bermegi gadagan edýär we jerime salmak ýa-da azatlykdan mahrum etmek görnüşinde jeza çäresini göz öňünde tutýar. Mundan başga-da, gymmatly kagyzlary satyn alan maýa goýumçylaryň özlerine ýalan ýa-da ýoýulan maglumat berlendigini subut eden halatlarynda ýitgileriň öwezini dolmagy haklary bardyr. Nägilelikler emitent kompaniýa, onuň müdirlerine we jogapkär işgärlerine, anderraýterlere, gymmatly kagyzlaryň söwdagärlerine, şeýle hem gymmatly kagyzlaryň çykarylmagyna we söwdasyna goşulan beýleki birnäçe kanuny we şahsy taraplara bildirilip bilner.

Bellige almak söwdagärleriň eline töwekgelçilikli, ýaramaz dolandyrylýan ýa-da ýitgili kompaniýalaryň paýnamalarynyň düşmejekdigini aňlatmaýar. SEC-iň gymmatly kagyzlaryň gymmatyndan ugur almak bilen emissiýany geçirmek barada rugsat bermäge we rugsat bermezlige haky ýokdur. Ýeke-täk talap – ol hem emitent kompaniýa we emitirlenýän gymmatly kagyz barada doly we takyk maglumatyň bolmagydyr.

Bellige almagyň barşynda resminamalaryň kompaniýalaryň her tipi boýunça kesgitlenen görnüşleri doldurylýar, olar şuny öz içine alýar:

– kompaniýanyň işiniň görnüşlerini we oňa degişli emlägi ýazyp görkezmek;
– satmaga hödürlenýän gymmatly kagyzy we onuň bu kompaniýanyň beýleki gymmatly kagyzlary bilen baglanyşygyny ýazyp görkezmek;

– kompaniýanyň dolandyrylyşy barada maglumat;
– garaşsyz auditoryň netijenamasy bolan maliýe hasabaty.

Bellige alyş ýüztutmasy we emissiýa prospekti SEC-de bellige alnandan soň derrew aýan edilýär, ýöne gymmatly kagyzlary birnäçe wagt geçenden soň (adatça, 20 günden soň) ýerläp bolýar.

SEC bellige alyş ýüztutmalaryna seredýär we olaryň maglumata bildirilýän talaplara laýyk gelýändigini ýüze çykarýar. Eger-de ýüztutma doly däl we nätakyk diýip hasap edilse, kompaniýadan goşmaça maglumatlaryň berilmegi talap edilýär. Eger-de Komissiýa maglumatlaryň ýeterlik bolmazlygy maglumatlary bilkastlaýyn gizlemek ýa-da ýoýmak maksady bilen baglydyr diýip hasap etse, onda işiň ýagdaýlaryny anyklamak üçin diňlemeler bellenýär ýa-da gymmatly kagyzy çykarmak gadagan edilýär.

Gazna biržalary hakynda 1934-nji ýylda kabul edilen nama 1933-nji ýylyň namalarynyň esaslanýan ýörelgelerine, hususan-da, maglumatlary bermek ýörelgesine esaslanýar. 1934-nji ýylyň namasy gymmatly kagyzlary satyn alyjylary we satyjylary goraýar. Köpçülikleýin kompaniýalaryň döwürleýin hasabatlarynyň esasy görnüşleri SEC-e berilýän ýyllyk we çärýeklik hasabatlardan we möhüm wakalar baradaky hasabatlardan, şeýle hem kompaniýanyň paýdarlaryna iberilýän ýyllyk hasabatdan ybaratdyr. 1934-nji ýylyň gazna biržalary hakynda namasy insaýder söwdasyny gadagan edýär we korporasiýalaryň wezipeli işgärlerini, direktorlar geňeşiniň agzalaryny we iri paýdarlaryny öz kompaniýalarynyň paýnamalary bilen hut özleriniň geçirýän amallary barada döwürleýin habar bermäge borçly edýär. 1934-nji ýylyň namasy boýunça kompaniýanyň işi baradaky köpçüliklein aýan edilmäge degişli, ýöne entek köpçülige ýetirilmedik gizlin (konfidensial) maglumat insaýder maglumaty hasap edilýär. Şunuň ýaly maglumat köpçülige ýetirilmezinden öň ony peýdalanmak bilen amala aşyrylýan islendik geleşik bikanun hasap edilýär, olardan alnan peýda bolsa kompaniýanyň peýdasyna alynmaga degişlidir. 1934-nji ýylyň namasy, esasan, ikinji gazna bazarlaryndaky işi düzgünleşdirmäge degişlidir. Onda şu aşakdakylary hökmany suratda SEC-de bellige aldyrmak göz öňünde tutulýar:

– milli gazna biržalarynda nyrh kesilen gymmatly kagyzlary, şeýle hem olaryň biržadan daşary bazarda dolanyşykda bolýan käbir goýberilişlerini;
– munsipal bergi borçnamalary we 1934-nji ýylyň namasy boýunça bellige alnan gymmatly kagyzlaryň söwdasyny edýän dellallary we dilerleri;
– dellallaryň/dilerleriň professional assosiýasiýalary;
– milli gazna biržalaryny;
– kliriň agentliklerini;
– transfer-agentliklerini;
– gymmatly kagyzlar boýunça maglumatlary işleýän kompaniýalary.

Kanun gazna gymmatlyklary bilen amallarda hilegärlik we gymmatly kagyzlar bazarynda bahalardaky kezzaplyklar üçin temmi çäresini kesgitleýär.

Ýaponiýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň kanunçylyk binýady. 1947-nji ýylda kabul edilen Gymmatly kagyzlar we birža hakynda kanun amerikan kanunlaryna esaslanýardy. Ol milli gymmatly kagyzlaryň görnüşlerini, bazara gatnaşyjylaryň özüni alyp baryşlarynyň kadalaryny, maglumatlaryň elýeterli bolmagyny, gazna biržasynyň guramaçylyk gurluşyny we işini, gözegçilik edaralaryny, hilegärlikler we kezzapçylyklar üçin temmi çärelerini belleýär. Soňy bilen oňa alty gezek, Ýaponiýanyň gymmatly kagyzlar bazaryndaky düýpli üýtgetmeler, gazna biržalarynda iri spekulýasiýalaryň, şeýle hem hilegärlikleriň we kezzapçylyklaryň öňüni almak maksady bilen, döwlet tarapyndan gözegçiligi güýçlendirmäge isleg bilen şertlendirilen düzedişler we goşmaçalar girizildi. Hususan-da, düzedişler emitentleriň maglumatlarynyň açylmagyna, fýuçers bazaryny döretmäge we olarda täjirçilik banklarynyň işlemegine, gazna biržalarynda dellallaryň işine degişlidi.

1993-nji ýylyň 1-nji aprelinde Ýaponiýada Maliýe ulgamyny özgertmek hakynda kanun güýje girdi, bu kanun täjirçilik banklary bilen dellalçylyk firmalarynyň arasyndaky päsgelçilikleri kem-käsleýin aýyrdy. Ýapon banklaryna (ilkibaşda uzak möhletli karz berýänlere we soňra beýlekilere hem) durnukly göterimleri bolan gymmatly

kagyzlaryň anderraýtingini amala aşyrmaga rugsat berildi. Şol bir wagtyň özünde dellalçylyk firmalaryna ynanylan bank amallaryny geçirmäge rugsat berildi. Ýaponiýanyň bazarynyň kanunçylyk binýady, ABŞ-daky ýaly, gymmatly kagyzlar bazarynyň ykdysadyýeti maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesi hökmünde durnuklylygyny ýokarlandyrmaga gönükdirilendir.

6.4. Gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmek

Bazary düzgünleşdirmegiň tejribesine ABŞ-nyň milli gymmatly kagyzlar bazarynyň mysalynda seredeliň.

1939-njy ýyldan başlap, ABŞ-da diňe ýa-da köplenç, guramaçylyksyz bazarda hereket edýän araçylar Gazna dilerleriniň milli assosiýasiýasyna (NASD) birleşdiler. 1929–1933-nji ýyllaryň Beýik durgunlygy şeýle birleşmä itergi berdi. Dellalçylyk firmalarynyň köpçülikleýin tozmagy, amallar geçirilende ynsapsyzlygyň we açyk kezzapçylygyň köp bolmagy işewür toparlarda-da, ABŞ-nyň federal hökümetinde hem düýpli ynjalyksyzlyk döretdi.

1930-njy ýyllaryň başynda çökgünligiň netijelerini ýeňip geçmäge we ABŞ-nyň ykdysadyýetini sagdynlaşdyrmaga gönükdirilen döwlet çäreleriniň tapgyrynyň çäklerinde ýörite edara – Milli dikeldiş assosiasiýasy (The National Recovery Administration, NRA) döredildi, bu edara senagatyň esasy pudaklaryny we maliýe sektoryny ynsaply bäsleşigi düzgünleşdirýän kadalaşdyryjy namalaryň tapgyryny işläp taýýarlamaga we kabul etmäge höweslendirmäge niýetlenendir.

NRA-nyň wekilleri bilen iri maýa goýum banklarynyň bilelikdäki işiniň netijesinde 1934-nji ýylda Maýa goýum banklarynyň kodeksini taýýarlamak we öz-özüňi dolandyryş esasynda hereket edýän we biržadan daşary bazarda amallaryň geçirilişini düzgünleşdirmäge, şeýle hem Kodeksde beýan edilen kadalaryň berjaý edilişine gözegçilik etmäge niýetlenen komissiýany döretmek tamamlandy.

1938-nji ýylda ABŞ-nyň Kongresiniň çözgüdiniň (Meloniniň kanuny) esasynda guramaçylyksyz bazarda gazna gymmatlyklary bilen amallary düzgünleşdirmek üçin maýa goýum banklarynyň guramasyny (ýa-da guramalaryny) döretmegiň zerurlygy we kanuny-

lygy tassyklandy. Soňky ýyl biržadan daşarky bazarda hereket edýän maýa goýum banklarynyň wekilleri NASD-a birleşdiler. «NASD ynsaply bäsleşik kadalary» ady bilen güýje giren Maýa goýum banklarynyň kodeksiniň düzgünleriniň hukuk ygtyýarlygyny tassyklamak bilen, Melonininiň kanuny hakykatdan NASD-a birža bazarlaryny düzgünleşdirmek boýunça giň ygtyýarlyklary berdi. NASD-yň esasy maksady ynsapsyz bäsleşigiň, bahalarda hilegärlik etmegiň, esaslandyrylmadyk ýokary girdeji almagyň öňüni almak, şeýle hem jemgyýetiň we özbaşdak maýa goýumçylaryň bähbitlerini goramak boldy. Assosiasiýanyň Kadalary ýerine ýetirmekden boýun gaçyrýan agzalarynyň garşysyna görüljek çäre hökmünde jerimeler, guramada agzalygy togtatmak we NASD-dan çykarmak göz öňünde tutuldy. NASD-da agzalygy togtatmak ýa-da guramadan çykarmak, köplenç ýagdaýda düzgün bozujy üçin iş meýdanyny üýtgetmek zerurlygyny aňladýardy.

1980-nji ýyllarda konfidensial (gizlin) maglumatlaryň (esasan, geljekdäki goşulyşmalar we özüne birleşdirmeler barada) söwdasynyň edilendigi we insaýder maglumatlaryny peýdalanmak bilen geçirilen bikanun geleşikler baradaky faktlar ýüze çykaryldy. Bu bikanun işe birnäçe belli maýa goýum banklarynyň we dellalçylyk-dilerlik firmalarynyň çekilendigi mälim boldy.

Netijede ABŞ-nyň Kongresi 1988-nji ýylda Insaýder söwdasy we gymmatly kagyzlar bilen kezzapçylyk hakynda kanun kabul etmäge mejbur boldy, şunuň bilen ykdysady jenaýatçylyklaryň şu görnüşi üçin jeza çäresi güýçlendirildi. SEC hem insaýder söwdasynyň öňüni almaga gönükdirilen çäreleri gördi. Meselem, korporasiýalaryň wezipeli işgärlerine öz kompaniýalarynyň satyn alnan paýnamalaryny alty aýyň dowamynda gaýtadan satmak gadagan edildi.

Görlen çäreler hökümetiň gazna bazaryndaky ykdysady jenaýatçylyklar bilen göreşinde uly rol oýnady, ýöne hile-pirimleri düýp-teýkary bilen ýok etmegi başarmady, çünki kärhananyň ol ýa-da beýleki işgäriniň insaýder söwdasyna gatnaşandygyny subut etmek örän kyndy. Mesele garaşylýan goşulyşmalaryň ýa-da özüne birleşdirmeleriň öňüsyrasynda paýnamalaryň satyn alynmagynyň şeýle seredeniňde bikanun hereket bolup durmaýanlygyndadyr. Birin-

jiden, maliýe toparlarynda taýýarlanýan geleşikler barada gep-gürrüňler hemişe eşidilip durýar. Ikinjiden, ýönekeý maýa goýumçylar bilen deňeşdirilende professionallaryň ep-esli artykmaçlygy bolýar, çünki ol öz işi boýunça haýsy kompaniýalaryň goşulyşmaga we özüne birleşdirmäge taýýarlanýandygyny bilmäge borçludyr. Şeýlelikde, peýdaly gymmatly kagyzlar bilen amallar gizlin maglumatyň çykandygyna däl-de, diňe maýa goýum bankçylarynyň, dellallaryň we dilerleriň hünär taýdan duýgurlygyna hem esaslanyp biler.

Insaýder geleşikleriniň gymmatly kagyzlar bazaryndaky jenaýatçylyklaryň görnüşleriniň diňe biri bolup durýandygyna garamazdan, SEC öz işinde esasy ünsi olaryň öňüni almakda we gadagan etmekde jemledi. Döwlet tarapyndan düzgünleşdiriş edarasynyň alyp barýan ugrundaky şunuň ýaly öwrülişigiň esasy sebäbi hökümetiň gymmatly kagyzlary saklaýjylar üçin agyr urgy bolan 1987-nji ýylyň birža çökgünliginden soň görnetin gowşan gazna bazaryna ynamy dikeltmäge gönükdirilen syýasaty bolup durýar. Meselem, paýnamalaryň hümmetiniň gaçmagy olaryň 500 mlrd. dollar arzanlamagyna getirdi, insaýder söwdasy bolsa gazna bazaryndan örän köp möçberlerde pul serişdeleriniň gitmek mümkinçiligi bilen howp salýardy, çünki ol gymmatly kagyzlar hakyndaky amerikan kanunçylygynyň bazaryň deňeçerligini saklaýan esasy ýörelgeleri, ýagny gymmatly kagyzlaryň birinji we ikinji bazarynda maýa goýum çözgütlerini kabul etmek üçin maglumatyň açyklygy we elýeterliligi ýörelgesini bozýardy.

1933-nji ýylyň kanuny maýa goýum banklarynyň birinji bazarda täze çykarylan gymmatly kagyzlary bölekleýin ýerleşdirmek boýunça işini düzgünleşdirýär. Ol emissiýa sindikatlarynyň agzalaryndan we satýan toparlaryň gatnaşyjylaryndan prospektleriň gutarnykly görnüşlerini şu goýberilişiň kagyzlaryny satyn alýanlaryň arasynda hökmany suratda ýaýratmagy talap edýär. Gowy bolan ýagdaýynda maýa goýumçylar prospektiň gutarnykly görnüşini gymmatly kagyzlary satyn almazlaryndan öň almalydyrlar, çünki hut şonuň esasynda maýa goýum çözgütleri kabul edilmelidir. Ýöne iş ýüzünde geleşikler «garaşylýan döwürde» we düzgün bolşy ýaly, telefon boýunça baglaşylýar, «netije senesinden» soň bolsa, müşderiler pikirinden dänmedik bolsa, bu geleşikler tassyklanýar. Aglaba ýagdaýlarda satyn

alyjylar prospektiň gutarnykly görnüşini özleriniň gymmatly kagyzlary satyn alandyklary hakyndaky geleşikleriň tassyklanmagy bilen bir wagtda alýarlar. Şeýlelikde, hakykat ýüzünde maýa goýumçylar özleriniň satyn alan zatlary barada habarly edilýär. Eger-de gymmatly kagyzlary satyn alan maýa goýumçylaryň soňundan ýitgi çeken ýagdaýlarynda, olarda emitent kompaniýalaryň we maýa goýum bankynyň-anderraýtingleriň garşysyna kazyýete talap arzalaryny bermäge formal taýdan esas bolýar.

1934-nji ýylyň kanunynyň amerikanyň maýa goýum banklaryna gönüden-göni gatnaşygy bardyr, çünki maýa goýum banklary Amerikanyň gazna biržalarynyň agzalarynyň köplügini emele getirýärler, şeýle hem biržadan daşary birinji bazaryň esasy araçylary bolup durýarlar. Mundan başga-da, maýa goýum banklarynyň wekilleri Amerikanyň korporasiýalarynyň direktorlar geňeşlerinde giňden wekilçilik edýärler we insaýder söwdasyny gadagan etmäge we onuň öňüni almaga gönükdirilen 1934-nji ýylyň kanunynyň düzgünleri olara hem degişlidir.

Gazna biržalary we bazaryň professional assosiasiýalary tarapyndan amala aşyrylýan öz-özüňi düzgünleşdirmek we öz-özüňe gözegçilik, olaryň araçy amallaryny hem goşmak bilen, maýa goýum banklaryna-da degişlidir.

Gymmatly kagyzlar boýunça dilerleriň milli assosiasiýasy (National Association of Securirties Dealers, NaSD) köpçülikleýin emissiýalaryň birinji gezek ýerleşdirilişine öz gözegçiligini amala aşyrmak bilen döwlet edaralarynyň bu ugurdaky işleriniň üstüni ýetirýär. Meselem, kepillendiriş sindikatlarynyň menejerleri çykarylan kagyzlaryň satylyp başlanmagyna garaşylýan wagtdan 15 gün öňünden gijä galman ýokarda görkezilen guramanyň korporatiw maliýe bölümine emitent kompaniýalar tarapyndan SEC-e berilýän ähli resminamalaryň nusgalaryny, şeýle hem käbir beýleki maglumatlary bermäge borçludyrlar. Bu kadalar gymmatly kagyzlaryň NASDAQ-yň agzalary bolup duran firmalaryň, kepillendiriş sindikatlarynyň agzalary hökmünde ýa-da satýan toparlara gatnaşyjylar hökmünde çykyş edýän firmalaryň ýerleşdirýän ähli goýberişlerine degişlidir. NASDAQ hem SEC ýaly bellige alynýan

goýberişleriň gymmatyna baha bermeýär we maýa goýum bankçylary tarapyndan teklip edilýän baha wilkalarynyň «adalatly» ýa-da däldigini teswirlemeýär. NASDAQ-yň esasy maksady öz garamagyna hödürlenýän anderraýting geçirmek hakyndaky ylalyşygyň esasy düzgünleriniň «halal oýun kadalaryna» laýyk gelýändigini barlamak bolup durýar. 1939-njy ýylda kabul edilen bu kadalar, hususan-da, NASDAQ-yň agzalary bolup duran firmalar tarapyndan öz hyzmatlary üçin «adalatly» baha bellenmegini göz öňünde tutýar. Gymmatly kagyzlar boýunça dilerleriň milli assosiýasynda anderraýting ylalaşyklary bellige alnanda sprediň we maýa goýum banklarynyň hyzmat haklarynyň ululygyna esasy üns berilýär.

Öz-özüne gözegçilik edilende we öz-özüňi düzgünleşirmekde gymmatly kagyzlaryň birinji, şeýle hem ikinji bazarlarynda, NASDAQ-yň çäreleri, olaryň hyýanatçylyklaryň öňüni almaga ýa-da eýýäm bolup geçen hyýanatçylygy ýok etmäge gönükdirilendigine garamazdan, köp halatlarda özüniň gönükdirilen ugry boýunça döwletiň düzgünleşdiriji edaralarynyň çäreleri bilen gabat gelýär. 1991-nji ýylda ABŞ-nyň Kongresine gazna biržalarynda we biržadan daşary dolanyşykda «gysga» satuwlar babatynda hyýanatçylyklaryň öňüni almaga gönükdirilen kanun taslamasy gelip gowuşdy, onuň manysy, esasan, şunuň ýaly geleşige goşulan firmalar we şahslar tarapyndan berilýän maglumatlaryň sanawyny giňeltmäge syrygýardy. Ýarym ýyldan soň NASDAQ-yň inspektorlary biržadan daşary bazarda şunuň ýaly geleşikleriň düzgünleşdirilişini berkitdiler. Täze kadalar bu assosiasiýanyň agzasy bolan firmalara özleri üçin hem, öz müşderileri üçin-de «gysga» satuwlary satyn alyjynyň bahasyna deň ýa-da bu bazarda iň soňky bahanyň öň ýanynda bellenen bahadan pes baha boýunça geçirmegi gadagan etdi. Aşaklatmak babatynda aýratyn işjeň oýunlaryň hümmetiň depginine ýaramaz täsirini iň pes derejä düşürmek maksady bilen, şunuň ýaly kadalar Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda hem kabul edildi. Getirilen mysal araçylar bilen döwletiň düzgünleşdiriji edaralarynyň özara hereketini aýdyň görkezýän köp sanly mysallaryň biridir. Bu birinjiden, telekeçilik bilen döwletiň bähbitleriniň birleşme nokatlarynyň bardygy (mysal üçin, gymmatly kagyzlar bazarynyň netijeli hereket etmegini saklamaga özara gyzyk-

lanmak) bilen düşündirlýär. Ikinjiden, bu bähbitleriň gabat gelýän ýerinde telekeçilik iň berk gözegçiligi we öz-özüňi düzgünleşdirmegi daşyndan iň bir gowşak goşulyşmadan gowy görýär.

Gymmatly kagyzlar bazarynda NASDAQ-yň çäreleri, örän ýaramaz netijelere getirip biljek aýratyn uly möçberlerdäki kezzapçylygy goşmazdan, düzgün bolşy ýaly, ylylaşyk şertnamalary diýilýäni gazanmaga syrygýar. Şunda emitentler, araçylar we maýa goýumçylar ýaly düzgün bozujylar günäni boýun almazdan ýa-da inkär etmezden jerime tölemäge razy bolýarlar ýa-da işler öz-özüňi düzgünleşdiriş guramasynyň (biržanyň we professional assosiasiýalaryň) garamagyna berilýär.

1980-nji ýyllaryň ahyry ABŞ-da we beýleki Günbatar ýurtlarda Beýik durgunlyk döwründen bäri iň uly birža çökgünliligi, şeýle hem özüne birleşdirilýän kompaniýalaryň töweregindäki insaýder geleşikleriniň görlüp-eşidilmedik gerimi bilen häsiýetlendirildi. Netijede, döwletiň düzgünleşdiriji edaralarynyň hem, bazara gatnaşyjylaryň öz wekilleriniň hem syýasatynda düýpli özgermeler bolup geçdi. Gymmatly kagyzlar bazarynyň durnuklylygynyň opurylmak howpy bazary öz-özüňi düzgünleşdiriş guramalaryny döwletiň düzgünleşdiriji edaralary bilen güýçleri birleşdirmäge we birža tolgunyşyklarynyň öňüni almaga gönükdirilen birnäçe çäreleri görmäge mejbur etdi.

1980-nji ýyllaryň ahyrynda ABŞ-da döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň güýçlenmegi, esasan, gymmatly kagyzlaryň ikinji bazaryna täsir etdi. Birinji bazarda bu döwürde döwletiň düzgünleşdiriş işiniň biraz gowşandygy göze ildi, bu kompaniýalaryň aýry-aýry toparlary (esasan hem kiçi we orta kompaniýalar) üçin gymmatly kagyzlary täzeden çykarmakda ýeňillikler berilmeginde ýa-da olary bellige almak işlerini ýatyrmakda ýüze çykdy. Şunuň ýaly çäre kiçi telekeçiligi uzak möhletli karzlary çekmegi ýeňilleşdirmek, şeýle hem gymmatly kagyzlaryň emissiýasyny geçirmekdäki çykdajylaryny azaltmak ýoly bilen ony goldamagy göz öňünde tutýardy. 1990-njy ýyllaryň başynda SEC şu ugurdaky işleri dowam etdirdi.

Gymmatly kagyzlar bazaryna ýüz tutmak ýoly bilen maliýeleşdirmegiň kiçi telekeçilik üçin elýeterliligini giňeltmäge gönük-

dirilen birnäçe teklipler öňe sürüldi, mysal üçin, täze kompaniýalar döredilende federal derejede hem, ştatlaryň derejesinde-de bellige alynmaga degişli bolmadyk emissiýalaryň möçberini 1 mln. dollara çenli artdyrmak teklip edildi. 1992-nji ýylyň fewral aýyna çenli täze döredilen kompaniýalar hiç hli bellige aldyrmazdan 500 müň dollara çenli möçberde emissiýa geçirip bilýärdiler, soňky 500 müň dollary ştatlaryň edaralarynda, ondan soňky emissiýalar SEC-de bellige aldyrylmalydyr.

Maýa goýum kompaniýalarynyň we maýa goýum geňeşçileriniň (dolandyryjy kompaniýalaryň) işi federal derejede hem, ştatlaryň derejesinde-de döwlet tarapyndan berk gözegçilikde saklanýar.

1996-njy ýylda ABŞ-da maýa goýum kompaniýalarynyň we maýa goýum geňeşçileriniň işini düzgünleşdiriji kanun (The National Securities Markets Improvement Act) kabul edildi, ol maýa goýumçylaryň howpsuzlygyna zyýan ýetirmezden maýa goýum kompaniýalarynyň işini aňsatlaşdyrdy. SEC we ştatlaryň *komissiýalary* tarapyndan maýa goýumçylary goramak maksady bilen, müşderileriň 25 mln. dollardan ýokary bolan işjeňlerini dolandyrýan maýa goýum geňeşçileri we düzgünleşdiriji *komissiýalaryň* bolmadyk ştatlaryndan hereket edýän özara gaznalar SEC-de bellige alynmalydyr, ştatlaryň düzgünleşdiriji *komissiýalary* aldawçylyk bolan halatynda maýa goýum geňeşçileriniň garşysyna iş gozgamak boýunça çäreleri geçirip bilerler.

Täze kanun SEC-e maýa goýum geňeşçisine soňky on ýylyň dowamynda haýsydyr bir iş boýunça ýyl kesilen bolsa, ony bellige almakdan boýun gaçyrmaga mümkinçilik berdi. Kanun SEC-i maýa goýumçylaryň islendik geňeşçi barada, onuň gonorary baradaky maglumaty hem goşmak bilen, maglumat almagyny üpjün etmäge borçly etdi.

Düzgünleşdiriji edaralar gaznalaryň maýa goýum syýsatyna goşulmazdan, maglumatlaryň öz wagtynda açylmagyna we buhgalter hasaba alşynyň dogrulygyna gözegçilik edýärler.

Diwersifisirlenen gazna derejesini almak isleýän gazna öz işjeňleriniň 75%-ni, olaryň 50%-den köp bolmadyk möçberiniň korporasiýalaryň biriniň paýnamalarynyň bir goýberilişine goýlar

ýaly görnüşde ýerleşdirmäge borçludyr; galan 25%-i gaznanyň öz garaýşyna görä goýlup bilner.

Ştatlaryň kanunçylygy gaznalaryň anyk bir ştatda hökmany suratda bellige alynmagyny talap edýär; ştatlaryň daşynda ýaşaýjylara bu gaznanyň paýnamalaryny satyn almak gadagan edilýär. Görkezilen kadanyň ýerine ýetirilişine gözegçilik edýän ýörite gulluklar bar.

Işjeňleriň ogurlanmagyna ýol bermezlik üçin maýa goýum kompaniýalary hakynda kanunda gaznalaryň täjirçilik banklary bilen depozitar hyzmat etmek hakynda şertnama baglaşmak borjy göz öňünde tutulýar. Depozitariý gaznanyň ähli işjeňlerini (nagt pullary we gymmatly kagyzlary) saklaýar; gazna tarapyndan satyn alnan gymmatly kagyzlaryň sertikatlaryny alýar, gaznanyň satyn alan paýnamalarynyň tölegini geçirýär, gaznanyň gündelik çykdajylary üçin serişdeleri bölüp berýär, oňa degişli diwidendleri we göterimleri alýar. Gymmatly kagyzlar bazarynyň depozitariý işine rugsat almak örän çäklendirilendir: amerikanyň 3 müň sany gaznasy üçin depozitariý bolup 20-den hem az iri banklar çykyş edýärler.

ABŞ-da NASDAQ düýpli üýtgedip gurmak meselesine seredilýär, oňa ýönekeý maýa goýumçylaryň hukuklaryny kemsitmekde yzygiderli günä ýöňkeýärler. Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça komissiýa, onuň işini erkinleşdirmek maksady bilen, NASDAQ-de reforma geçirmäge girişdi. Ownuk maýa goýumçylary hukuk babatda gazna bazarynyň iri gatnaşyjylaryna deňleşdirmek bilen olaryň bähbitlerini gorap bolar.

Ownuk maýa goýumçylara ähli gazna bazarlarynda iň ýokary nyrh kesme almaga mümkinçilik berýän teklipler garşylyga duçar bolýarlar, çünki munuň özi bazary saklaýan dellallaryň we dilerleriň girdejileriniň esli azalmagyna getirer. Emma ekspertler özgertmelerden hemmeler utuş gazanar we gazna bazaryna täze gatnaşyjylar çekiler diýip hasap edýärler.

VII bap GAZNA BIRŽASY: GÜNBATAR MODELI

7.1. Gazna biržasynyň döremegi we ösüşi

Giçki orta asyr döwründe Beýik geografik açyşlar netijesinde halkara söwdasynyň gerimi giňedi, bu bolsa uly pul möçberlerini talap etdi. Bu ýagdaý paýdarlar jemgyýetleriniň (iňlis we golland söwda kompaniýalarynyň) döredilmegine getirdi, olar gymmatly kagyzlaryň ilkinji iri emitentleri bolupdylar.

Gazna biržasy maýanyň başky toplanyş döwründe ýüze çykdy. Biržalaryň peýda bolmagy (niderland dilinde beurs – gapjyk diýmekdir) Brýuggeli Berziň maşgalasynyň işi bilen baglanyşdyrylýar, olaryň maşgala gerbinde üç sany gapjyk tablisalendirilendir.

Ilkinji söwda biržasy Antwerpende 1531-nji ýylda, ilkinji gazna biržasy bolsa Amsterdamda XVII asyrda döräpdir. XVIII–XIX asyrlarda gazna biržasy kapitalizmiň ösüşi we döwletiň dünýä döwletine öwrülmegi bilen bagly, Angliýada giňden ýaýrady.

Ilkibaşda biržanyň ösüşi döwlet bergisiniň artyşy bilen bagly bolupdy, çünki karz obligasiýalaryna goýlan maýalar islendik wagtda pula öwrülip bilýärdi. XVII asyrda ilkinji paýdarlar jemgyýetleriniň peýda bolmagy bilen, paýnamalar, esasan hem, Ost-Ind we West-Ind iňlis kompaniýalarynyň paýnamalary birža dolanyşygynyň obýekti boldy. Emma olaryň işi döwlet bergisiniň bardygy bilen hem kesgitlenýärdi, sebäbi paýdarlar kompaniýalary öz serişdeleriniň bir bölegini döwlet zaýomlaryna goýmak şerti bilen döredilýärdi. Bu komipaniýalar tarapyndan kolonial söwdadan alynýan ýokary peýdalar olaryň paýnamalarynyň hümmetiniň birden ýokarlanmagyna we birža spekulýasiýalaryna ýardam etdi. Şonuň üçin hem gazna biržasy kapitalizmiň emele gelýän döwründe belli bir derejede maýanyň başky toplanyşynyň möhüm faktory bolupdy.

Gazna biržasynyň ähmiýeti XIX asyryň ikinji ýarymynda, paýdarlar jemgyýetleriniň köpçülikleýin döredilmegi we gymmatly kagyzlaryň çykarylyşynyň artmagy bilen ýokarlandy. Önümçiligiň

ösüşi bilen deňeşdirilende pul maýasynyň has intensiw toplanmagy we rantýe gatlagynyň artmagy gymmatly kagyzlara bolan ýokary islegi kesgitledi, bu bolsa birža dolanyşygynyň artmagyna getirdi; gazna biržasynda esasy orny hususy kompaniýalaryň we kärhanalaryň paýnamalary we obligasiýalary eýeledi.

Hususy kompaniýalaryň paýnamalaryna we obligasiýlaryna, şeýle hem döwletiň gymmatly kagyzlaryna pul maýasyny goýmak biržalar arkaly amala aşyrylyp başlandy. Birža mehanizmi diňe bir uzak möhletli goýumlar üçin däl, eýsem, gysga möhletli karzlar üçin hem pul maýasyny jemlemegiň guralyna öwrüldi. Biržada gymmatly kagyzlary satyn almak üçin diňe bir öz serişdelerini däl, eýsem, banklardan alnan karz maýany hem peýdalanyp başladylar. Şeýle şertlerde birža dolanyşygynyň özi näçe köp bolsa we gymmatly kagyzlaryň hümmeti näçe ýokary bolsa, birža karz maýasyna şonça hem köp isleg bildirýär. Düzgün bolşy ýaly, senagatyň ýokary göteriliş döwründe gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň artmagynyň, şeýle hem olaryň hümmetiniň ýokarlanmagynyň hasabyna birža dolanygyşy ýokarlanýar.

Häzirki zaman kapitalizmi şertlerinde gymmatly kagyzlara pul goýmak wajyp bolup galýar. Gazna biržasyndaky ýagdaý, düzgün bolşy ýaly, ilatyň dürli gatlaklarynyň, hususy sektoryň we hökümetiň ünsüni özüne çekýär.

Birža kapitalistik ykdysadyýetiň gurluşynda, aýratyn hem dolanyşykda görnükli orun eýelemegini dowam etdirýär we senagata hem-de beýleki hojalyk pudaklaryna pul serişdeleriniň gelip gowuşmagynyň möhüm çeşmesi bolup hyzmat edýär. Ol ykdysadyýetdäki, hususy sektordaky konýunktura ýagdaýyny, ilatyň psihologik höwesini hem görkezýär.

Biržada bir tarapdan goşmaça pul serişdelerine mätäçlik çekýän korporasiýalaryň, karz-maliýe edaralarynyň gymmatly kagyzlaryny (esasan hem paýnamalaryny) satýan, beýleki tarapdan bolsa öz süýşürintgilerini peýdaly goýmaga çalyşýan şahsy taraplaryň, dürli guramalaryň olary satyn alýan bazary bolup durýar. Korporasiýalar düzgün bolşy ýaly, goýumçylara (satyn alyjylara) eýeçiligindäki emlägiň bir bölegini ýa-da özüniň ondaky doly paýyny satýar-

lar. Biržanyň aýratynlygy onuň üstünden ozalky goýberlişleriň paýnamalarynyň satylýanlygyndan, ýagny ozaldan bar bolan paýnamalaryň bir eýeden beýleki bir eýä geýçändiginden ybaratdyr. Şunuň ýaly amallar täze maýanyň emele gelmegine getirmeýär, ýöne nagt pullaryň artmagyna mümkinçilik berýän geçginli serişdeler diýilýänleri döredýärler. Geçginliligiň kepillendirilmedik halatynda goýumçylar paýnamalaryň täze goýberilişlerini satyn almazdylar. Gymmatly kagyzlaryň bazar bahasy (biržanyň maýalaşmagy) 1999-njy ýylda Angliýada 2855 mlrd, GFR-de 1432 mlrd, Şweýsariýada 695 mlrd, Fransiýada 1503 mlrd, Italiýada 728 mlrd dollara ýetdi. Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda maýalaşmak 11438 mlrd dollara, Tokionyň biržasynda 4455 mlrd dollara deňdir. 2001-nji ýylda paýnamalaryň maýalaşmagy ABŞ-da 13 983 849; Germaniýada 1 071 749; Beýik Britaniýada 2 149 501; Fransiýada 1 174 328; Italiýada 527 397; Şweýsariýada 527 356 mln dollara barabar boldy.

Amerikada Nýu-Ýorkuň gazna biržasy merkezi birža bolup durýar. Nýu-Ýorkda ýerleşen Amerikanyň gazna biržasy, Filadelfiýanyň, Los-Anjelesiň, San-Fransiskonyň biržalary sebitleýin biržalara degişlidir.

Beýleki senagat taýdan ösen ýurtlarda birža, esasan, paýtagtlarda ýa-da iri senagat-maliýe merkezlerinde ýerleşen merkezi biržalardan ybaratdyr. Germaniýada Maýn boýundaky Frankfurtdaky birža, Fransiýada Pariždäki birža, Angliýada Londandaky birža, Italiýada Rimdäki birža, Ýaponiýada Ýapon gazna biržasy (Tokio), Şweýsariýada Şweýsar biržasy (Bazel) merkezi gazna biržalary bolup durýarlar. ABŞ-da her günde merkezi gazna biržasynda 1,5 müňden gowrak korporasiýalaryň gymmatly kagyzlary satylýar we satyn alynýar.

Goýumçy tarapyndan paýnamanyň satyn alynmagy haýsydyr bir kärhananyň emläginiň bir bölegini edinmek bolman, eýsem, belli bir maliýe töwekgelçiligi bilen bagly jogapkärçilik hem bolup durýar. Paýnamany satyn alyjy eger korporasiýa ýa-da kompaniýa peýda alan ýagdýynda goşmaça girdeji alyp biler. Tersine bolan ýagdaýynda bolsa, paýdar diwidendsiz galar. Kompaniýa batan halatynda onuň öz goýumyny ýitirmegi hem mümkindir. Paýnamalar goýumçylary özleriniň gymmatynyň banklardaky goýumlara ýa-da döwletiň gymmatly kagyzlaryna garanyňda has çalt artyp biljekdigi bilen özüne çekýär.

Ykdysady ösüş (bum) şertlerinde we hümmetsizlenme ýagdaýlarynda paýnamanyň bahasy çalt ýokarlanýar. Şol bir wagtyň özünde şunuň ýaly ösüşden alynýan peýdanyň arassa teoretik ähmiýeti bardyr we diňe paýnamalar satylan halatynda ol hakykatdan hem peýdalanyp bilner. Maýany goýmagyň şu görnüşiniň özüne çekijiligi belli bir salgyt ýeňillikleri bilen hem düşündirilýär. Uruşdan soňky ýyllarda kapitalistik ýurtlarda paýdarlaryň sany artdy. 1970-nji ýyllaryň ahyrynda gymmatly kagyzlary saklaýjlaryň sany ABŞ-da 33 mln, Angliýanyň we Ýaponiýanyň her birinde 5 mln,, GFR-de 4,4 mln., Fransiýada 3,5 mln adama deň boldy. ABŞ-da olaryň sany 1950-nji ýyllaryň başynda 6,5 mln bolanlygyndan 1960-njy ýylyň başynda 30 mln.-a çenli köpeldi, bu bolsa, esasan, biržada paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanmagy bilen düşündirilýärdi, 70-nji ýyllarda bu san 25 mln adama çenli azaldy, bu uzak wagtlyk stagflýasion konýunktura bilen baglydyr. Emma 1980-nji ýyllarda olaryň sany ýene ýokarlandy we 35 mln, 2004-nji ýylda bolsa 68 mln. adama ýetdi.

Umuman alanyňda, birža goýumçylaryň aglaba bölegini gytaklaýyn ýol bilen, ýagny kärhanalaryň pensiýa gaznalarynyň üsti bilen çekýär, çünki pensiýa gaznalarynyň serişdeleri bölekleýin, biržanyň üstünden gymmatly kagyzlara goýulýar. Amerikanyň birža ekspertleriniň berýän bahasyna görä, 100 mln. golaý adam biržada potensial satyn alyjylar bolup durýar.

Uzak wagtlap ykdysatçylaryň birnäçesi gazna biržasynyň orny peseler, çünki güýçli karz-maliýe institutlary gymmatly kagyzlar bazarynda agalyk eder diýip nygtaýardylar. Ýöne iri banklar we beýleki karz-maliýe institutlary hususy goýumçylary gysdylar we onuň roly ýokarlandy. Bu edaralaryň biržanyň üsti bilen gymmatly kagyzlar bilen söwdalara gatnaşmagynyň giňelmegi onuň milli karz maýalary bazarlarynyň möhüm elementi hökmündäki ornuny berkitdi. Mundan başga-da, ABŞ, Beýik Britaniýa, Fransiýa ýaly ýurtlaryň we aýratyn hem kiçi ýurtlaryň (Şwesiýa we Finlýandiýa) biržalarynda hususy goýumçylaryň sanynyň artmagy bolup geçdi.

Bularyň ählisi biržanyň gaýtadan paýlamak wezipesini ýerine ýetirýän ikinji bazar bolup durýandygyna garamazdan, onuň pul

maýasyny jemlemekde we toplamakda möhüm orny ýerine ýetirmegi dowam etdirýändigine şaýatlyk edýär.

Önümçiligiň we maýanyň internasionallaşýandygy bilen baglanyşykly hem gazna biržasynyň ähmiýeti artýar, bu iri karz-maliýe institutlarynyň işinde ýüze çykýar.

Karz-maliýe we walýuta mezanizmi arkaly birža köp babatda önümçilik sikli bilen hem baglydyr, ol söwda we töleg balanslarynda, şeýle hem karz maýalar bazarlarynda üýtgemelere getirýän, walýuta hümmetiniň we göterim möçberleriniň üýtgemegi arkaly biržada belli bir durnuksyzlygyň bolmagyny şertlendirýär. Döwlet maliýesiniň býujetde uly ýetmezçilikler we döwlet bergisiniň artmagynda ýüze çykýan bozulmagy birža aýratyn täsir edýär. 1987-nji ýylyň oktýabr aýynda ABŞ-da biržanyň synmagy muňa mysal bolup biler, ol Günbatar Ýewropanyň we Günorta-Gündogar Aziýanyň biržalaryna hem utgaşma täsirini ýetiirdi. Tutuşlygyna alnanda, dünýäniň iri biržalarynda paýnamalaryň hümmetiniň gaçmagy 40%-e ýetdi.

Häzirki wagtda gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak işleri doly awtomatlaşdyryldy we kompýuterleşdirildi, bu çykdajylary esli azaldýar we geleşikleriň öndürijiligini ýokarlandyrýar. EHM-nyň kömegi bilen pullary has peýdaly ýerleşdirmek boýunça ýörite programmalar işlenip taýýarlanýar. Biržadaky spekulýasiýa hem üýtgedi. Häzirki wagtda «öküzleriň» we «aýylaryň» garşy durmalary korporasiýalaryň «içerki maglumatlaryny» almaga, ýagny özboluşly «içalyçylyk» işine mümkinçilik berýän kompýuterleri giňden ulanmak bilen alnyp barylýar.

Döwlet tarapyndan goldaw berilmegi biržanyň rolunyň güýçlenmegine ýardam edýär, sebäbi kanunçylyk arkaly düzgünleşdirme ulgamy uly möçberlerdäki spekulýasiýalara we kezzapçylyklara ýol bermeýär. Birža karz-maliýe institutlary ulgamy arkaly hem döwletiň karz goldawy üpjün edilýär.

Şeýlelikde, bank monopoliýalarynyň rolunyň güýçlenmegi bilen, biržanyň ykdysady roly ýokarlanýar: bu ýerde banklar we beýleki karz-maliýe institutlary kärhanalaryň, kompaniýalaryň we ilatyň pul serişdelerini jemlemek bilen gymmatly kagyzlar bilen amallary

geçirýärler. Häzirki wagtda fiktiw maýanyň möçberi ýokarlandy, gazna biržasy bu maýa ondan-oňa geçirilende araçy bolup çykyş edýär.

7.2. Biržanyň guramaçylykly gurluşy

Gazna biržalaryny hususy korporasiýalar – paýdarlar jemgyýetleri (Angliýa we ABŞ) ýa-da köpçülikleýin-hukuk institutlary (Germaniýa-Fransiýa) görnüşinde guralýar. Paýdarlar görnüşinde guralanda biržanyň peýdakeşleri biržanyň paýdarlary bolup durýarlar. Birža agzalary kabul etmek çäklendirilendir; biržadaky özbaşdak söwda onuň agzalarynyň monopoliýasy bolup durýar.

Birža birža komiteti ýa-da dolandyryjylar geňeşi ýolbaşçylyk edýär. ABŞ-da dellallara – şahsy taraplar ýa-da öz müşderileriniň (gurply şahsy taraplaryň, söwda-senagat korporasiýalarynyň we karz-maliýe edarlaarynyň) adyndan araçy wezipeleri ýerine ýetirýän dellalçylyk kompaniýalary gazna biržasynyň agzalary bolýarlar. Biržada amallary, esasan, öz hasaplaryna geçirýän dilerler we jobberler (spekulýantlar) hem hereket edýärler. Olar dellallar ýa-da öz biri-biri bilen geleşik baglaşmak bilen, gymmatly kagyzlaryň anyk görnüşi bilen amallar geçirýärler.

Birža – munuň özi, öňi bilen, söwda zaly bolup, onda dellallar gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak boýunça sargytlary ýerine ýetirýärler. Biržada öz traýderiniň bolmagy üçin maýa goýum dileri onuň agzasy bolmalydyr. Bu çylşyrymly iş bolup, dileriň hünär, maliýe we moral taýdan biržadaky işe ýaramlylygyny anyklamaga gönükdirilendir, ol biržanyň agzalyga kabul etmek barada arza bermekden başlanýar. Biržanyň ýolbaşçylygy, mysal üçin, dellalçylyk firmasynyň direktorlarynyň we hyzmatdaşlarynyň azyndan 40%-niň maýa goýum telekeçiligine işjeň gatnaşmagyny, oňa gatnaşygy bolmadyk adamlaryň bolsa firmanyň paýnamalarynyň 10%-den köpüsine eýelik etmezligi talap edip biler.

Arza bilen ýüz tutýan firmanyň esasy wezipelerinde talap edilýän hünär talabyny geçen adamlaryň oturandygyny subut etmelidir. Şondan soň arzanyň berlendigi barada habar çap edilýär. Mesele biržanyň ýolbaşçysy ýa-da ses bermek arkaly (sesleriň 3/2 bölegi

«razylyk» sesleri bolmalydyr) onuň ähli agzalary tarapyndan gutarnykly çözülýär.

Biržanyň agzasy bolmak bilen dellal onda «ýer» almalydyr, ýagny söwda etmek hukugyny, biržanyň söwda zolagynda öz treýderini saklamak we birža sanawyna girizilen gymmatly kagyzlar bilen amallary geçirmek hukugyny almalydyr.

Biržany dolandyrmak, onuň syýasatyny işläp taýýarlamak we amala aşyrmak onuň dolandyryş edarasynyň, ýagny biržanyň birnäçe gullukçylaryndan we belli bir möhlete dolandyryjy bolýan tejribeli dellallardan emele getirilýän birža komitetiniň ýa-da dolandyryjylar geňeşiniň wezipesi bolup durýar. Şeýle hem ýolbaşçylaryň hataryna dellalçylyk telekeçiligi bilen bagly bolmadyk tejribeli adamlaryň arasyndan saýlanýar ýa-da bellenýän daşary dolandyryjylar girýär. Daşarky dolandyryjylar maýa goýum goýýan giň köpçüligiň we biržada paýnamalaryna nyrh kesilen kompaniýalaryň bähbitlerine wekilçilik edýär. Biržada esasy wezipeli adam müdiriýet (dolandyryjylar geňeşi) tarapyndan bellenýän prezident bolup durýar.

Biržanyň agzalary bolup duran firmalaryň wekillerinde dürli komitetler döredilýär: auditorlyk, býujet, ulgamlar (kompýuter), birža indeksleri, opsionlar boýunça komitetler. Komitetleriň sany we düzümi üýtgäp durýar: diňe iki komitet, ýagny listing boýunça (paýnamalary birža sanawyna goşmak baradaky arzalara seredýär) we söwda zalynyň iş düzgünleri boýunça (bu komitet administrasiýa bilen bilelikde söwda düzgünini kesgitleýär we söwda zallarynda özüňi alyp barmagy düzgünleşdirýän görkezijileriň berjaý edilişine gözegçilik edýär) komitetler hemişelik hereket edýärler.

Köp ýurtlarda kanun biržalara giň hukuklar berýär, bu bolsa olary maýa goýum işini düzgünleşdirýän netijeli mehanizme öwürýär. Meselem, biržalaryň özleri maýanyň iň pes möçberini we kompaniýalar üçin özüňi alyp baryş standartlaryny belleýärler, listingleriň, sanaw gymmatlyklary bilen söwdanyň düzgün-tertibini işläp düzýärler, listing geçen kompaniýalaryň hasabatyna gözegçilik edýärler.

Adatça biržalar korporatiw girdeji salgydyny tölemekden boşadylan peýda gazanmaýan assosiasiýalardyr. Olaryň girdejileriniň esasy maddalary şular bolup durýar:

– söwda zalynda ýerine ýetirilen her bir sargyt üçin birža firmalaryndan alynýan goşmaça töleg (aksiz) (geleşik üçin salgyt);

– kompaniýalaryň öz paýnamalarynyň birža sanawyna goşulandygy üçin tölegi;

– kompaniýalaryň her ýyllyk gatançlary, bu birža tarapyndan olaryň listingini gowy ýagdaýda saklamak üçin harçlanýar;

– listingde üýtgetmeler üçin, meselem, özleriniň maýasynyň gurluşynda üýtgetmeler bilen baglanyşykly kompaniýalaryň tölegi;

– gündelik ýitgileriň üstüni ýapmak ýa-da zerur bolan ätiýaçlyk serişdeleri döretmek üçin birža firmalarynyň bölekleýin töleýän gatançlary;

– täze agzalaryň giriş gatançlary.

Täze goýberilişiň paýnamalary, adatça, maýa goýum banklarynyň, dellallaryň, dilerleriň araçylarynda ýazgydan geçirilýär we ilkibaşda birinji bazaryň üsti bilen ýa-da köçe bazarynyň üstünden ýerlenýär. Paýnamalar paýçylar tarapyndan satylandan we olaryň kanagatlanarly ýerleşdirilendigi barada subutnama alnandan soň olar bir ýa-da birnäçe biržalaryň nyrh kesiş sanawyna («list») düşüp bilýärler. Paýnamalary bu sanawa goşmak işine *listing* diýilýär.

Listing kompaniýa belli bir artykmaçlyklary berýär:

– paýnamalary çykaran kompaniýanyň abraýyny we maýa goýumçylaryň oňa bolan gatnaşygyny ýokarlandyrýar;

– listingden geçen kompaniýa karzlaşdyrmak üçin gowy şertleri alýar;

– paýdarlar listing boýunça geleşiklere we nyrh kesmelere ýeňil syn edip bilerler;

– obligasiýalary maliýeleşdirmek ýeňilleşýär, çünki geljekde listing kompaniýa erkin çalşylýan täze obligasiýalary, şeýle hem ýeňil satyp boljak beýleki obligasiýalary çykarmagy amala aşyrmaga mümkinçilik berýär;

– salgyt salmak maksady bilen, paýnamalara baha bermekde tapawut bolýar.

Listing iş düzgüni şu görnüşde bolýar. Ilkibaşda kompaniýa listing ýüztutmasyny doldurýar. Bu öz manysy boýunça anketa bolup, onuň kömegi bilen birža ýüz tutýan we onuň amallary barada jikme-jik maglumat alýar. Ýüz tutýan öz telekeçilik işi barada maddy häsiýet-

däki ähli faktlary habar bermelidir. Arzanyň ýanyna tertipnamanyň, emissiýanyň soňky prospektiniň, soňky ýyllardaky peýdalar we ýitgiler barada maglumatlary goşmak bilen, maliýe maglumatlarynyň nusgalary, paýdarlar sertifikatlarynyň nusgalyklaryny, ýyllyk hasabatlaryň we firmanyň hukuk geňeşçisiniň firmanyň guramaçylyk we onuň paýnamalarynyň goýberilişleri barada ähli meseleler boýunça netijenamasynyň nusgasy goşulýar.

Bu resminamalary bermek bilen kompaniýa listing barada resmi ylalaşyga gol çekýär we şeýle etmek bilen öz üstüne listingi gowy ýagdaýda saklamak, ýagny şu aşakdakylary birža bermek boýunça ylalaşykda görkezilen görkezijileri ýerine ýetirmek barada borçnama alýar:

– paýdarlar sertifikatlarynyň çaphana babatda ýerine ýetirýän işi barada maglumatlary;

– ýyllyk we aralyk hasabatlary;

– kompaniýanyň tarnsfer agenti we registri barada maglumatlary;

– kompaniýa barada umumy maglumat almak üçin birža tarapyndan her ýylda iberilýän anketanyň doldurylan görnüşini;

– kompaniýanyň orderlerinde we hukuklarynda geljekki üýtgetmeler baradaky maglumatlary;

– diwidendler we beýleki paýlanýan girdejiler barada maglumatlary;

– anderraýting, opsionlary çykarmak, paýnamalary satmak we çykarmak meýilnamalaryny;

– kompaniýanyň işinde öňde duran üýtgetmeler barada maglumatlary.

Şunuň bilen bir wagtda kompaniýa birža listing üçin birwagtlaýyn ýygym töleýär, onuň möçberi birža sanawyna goşulýan paýnamalaryň sanawyna baglydyr. Mundan başga-da, listingi talap edilýän ýagdaýda saklamak üçin her ýylda belli bir möçberde pul geçirmelidir. Birinji listingden soň goşmaça paýnamalaryň listingi üçin, maýalaşmak babatynda islendik üýtgetmeler (mysal üçin, paýnamalaryň bölünmegi) üçin, firmanyň adynyň üýtgändigi we birža degişli beýleki üýtgetmeler üçin ýygym alynýar.

Biržanyň listing boýunça komiteti arza we beýleki resminamalara seretmek bilen, çözgüt çykarýar we paýnamalaryň biržanyň söwdasyna goşulmaly senesini belleýär.

Uruşdan soňky döwürde gazna biržasynyň guramaçylyk gurluşynyň aýratynlygy Günbatar ýurtlarda merkezi biržadan başga-da sebitleýin biržalaryň döredilmeginden ybaratdyr, bu fiktiw maýanyň möçberiniň artmagy bilen baglydyr. Meselem, ABŞ-da ýaňy-ýakyna çenli 13 sany, Beýik Britaniýada 22, Germaniýada 8, Fransiýada 7, Ýaponiýada 9, Kanadada 5 sany birža bardy. Olaryň arasynda Nýu-Ýorkuň, Tokionyň, Parižiň, Londonyň, Frankfurtyň biržalary iň ululylary bolup durýar.

Biržanyň agzalary (dellallar ýa-da dilerler) öz araçy işleri üçin hyzmat hakyny (dellalçylyk haky ýa-da kurtaž) alýarlar.

Birža geleşiklerini guramakda elektron tablo örän möhüm tehniki element bolup durýar, onda korporasiýalar we olaryň paýnamalarynyň hümmetine kesilen nyrhlar görkezilýär. Düzgün bolşy ýaly, iri biržalaryň bäş kolonkaly tablosy bolýar, bu ýerde biržanyň açylan wagtyndaky, iň pes, iň ýokary (günüň dowamynda), şu wagtky we ýeke-täk hümmet ýazylyp bellenýär.

7.3. Birža amallary

Birža amallarynyň dürli görnüşleri bolýar, olaryň arasynda esasylary kassa we möhletli geleşiklerdir.

Kassa geleşikleri – bu geleşiklerde gymmatly kagyzlar satyjydan satyn alyja haýal etmän ýa-da gysga wagtdan soň geçýär we bir günden ýedi gün aralygyndaky möhletde nagt pul bilen tölegi geçirilýär. Kassa geleşiklerinde gymmatly kagyzlar, adatça, professional däl oýunçylar däl-de, maýany uzak ýa-da az wagtlyk goýmak üçin alýan maýa goýumçylar satyn alýarlar.

Möhletli geleşikler – bu geleşiklerde gymmatly kagyzlaryň gaýtargysy we olar boýunça hasaplaşyklar belli möhletden soň – bir hepdeden bir aýa çenli wagtdan soň geçirilýär. Meselem, Londanyň biržasynda gymmatly kagyzlar reg medio, ýagny aýyň ortasynda gaýtargy bermek we tölemek bilen ýa-da per iltimo aýyň ahyrynda gaýtargy we töleg geçirmek bilen satyn alynýar.

Möhletli geleşikleriň maksady – hümmet tapawudy görnüşinde spekulýatiw birža peýdasyny almak bolup durýar, bu peýda satyn alyja (gymmatly kagyzlaryň iberilýän pursadyna çenli olaryň hümmeti ýokarlansa) ýa-da satyja (şu wagta çenli hümmeti peselse) ýetýär.

Möhletli geleşikler nagt pul tölenýän geleşiklerden karz geleşikler ýa-da olaryň ABŞ-da atlandyrylyşy ýaly maržaly geleşik bolýandygy bilen tapawutlanýar. Paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanmagynda spekulýasiýa edýän, ýöne satyn alýan gymmatly kagyzlarynyň ählisiniň tölegini geçirmäge serişdesi bolmadyk adamlar bu kagyzlary «marža» bilen, ýagny bölekleýin töleg bilen satyn alýarlar. Şeýle ýagdaýda birža dellallary kagyzlaryň tölegi üçin puluň ýetmeýän bölegini öz müşlderilerine karz berýärler. Dellallaryň özi şunda kagyzlary täjirçilik banklaryna goýýarlar we olaryň hasabyna bank karzyny alýarlar. Maržaly geleşiklerde dellallar köp peýda gazanýarlar, çünki özleriniň bank töleýänlerine garanyňda müşderilerden has ýokary göterim alýarlar.

Maržaly geleşikler – bu birža amallaryny çaltlaşdyrmagyň guraly we birža çökgünligini ýitileşdirmegiň faktory bolup durýar. Birinjiden, olar gymmatly kagyzlara bolan islegi emeli ýol bilen ýokarlandyrmak we olaryň hümmetini gereginden artyk ýokarlandyrmak üçin peýdalanylýar. Ikinjiden, maržaly geleşikler boýunça satyn alnan paýnamalaryň hümmeti aşak gaçyp başlanda dellallar müşderilerden goşmaça pul möçberini talap edýärler, sebäbi paýnamalaryň hümmeti peselen ýagdaýynda bankdan alnan karzy üzmek mümkinçiligi howp astynda bolýar. Gatanjyň möçberi müşderi tarapyndan doly geçirilmedik bolsa dellallar paýnamany satyp başlaýarlar. Netijede paýnamalaryň köpçülikleýin satylmagy, başga bir maržaly paýnamalaryň satyn alynmagy bolup geçýär, bu bolsa olaryň hümmetiniň pese gaçmagyny has-da güýçlendirýär.

Dellal spekulýantlar (jobberler ýa-da dilerler) optimistlere ýa-da hümmetiň ýokarlanmagynda oýnaýan «öküzlere» we pessimistlere ýa-da hümmetiň peselmeginde oýnaýan «aýylara» bölünýärler. Düzgün bolşy ýaly, «aýylar» paýnamalaryň hümmeti ýokarlanan ýagdaýynda biržada dowul döredýärler. Şunuň ýaly töwekgelçilikli amallara iri hususy maýa goýumçylar, birža geleşikleriniň hasabyna paýnamalar bukjasyny artdyrmaga çalyşýan paýnamalaryň iri bukjalarynyň eýe-

leri ýa-da güýçli banklar, ätiýaçlandyryş we maýa goýum kompaniýalary, şeýle hem hususy pensiýa gaznalary ýüz urýarlar. Ýöne bu örän töwekgelçilikli amaldyr.

Biržalarda opsion we fýuçers amallary uly ösüşe eýe boldy.

Ozal belläp geçişimiz ýaly, opsion boýunça paýnamalar satyn alynmaýar-da, belli bir döwrüň (birnäçe aýyň) dowamynda belli bir baha boýunça olary satyn almaga hukuk satyn alynýar. Bu hukuk üçin goýumçy dellala hyzmat hakyny töleýär. Hümmetiň ýokarlanan möçberi hyzmat hakynyň möçberinden ýokary bolsa, goýumçy peýda alýar; hümmet ýokarlanmadyk ýagdaýynda bolsa ol paýnamalary satyn almakdan ýüz öwürýär we hyzmat haky görnüşinde tölän puluny ýitirýär.

Ösen ýurtlarda maglumatlaryň we çaklamalaryň dürli çeşmeleri bolup, şolar boýunça haýsy paýnamalary satyn almagyň peýdalygyny we nirä pul goýmalydygyny, ýagny paýnamalara ýa-da banklardaky hasaplara we beýleki karz-maliýe edaralaryna goýmalydygyny bilip bolýar. ABŞ-da işewür toparlaryň gazeti bolan Wall Street Journal, Barrons hepdeligi, Beýik Britaniýada Financial Times, Fransiýada Eco gazetleri şunuň ýaly çeşmeler bolup durýar. ABŞ-da Value Line atly ýörite žurnal hem çykarylýar, onda 1600 sany amerikan kompaniýasynyň paýnamalarynyň ýagdaýy barada maglumat çap edilýär.

Birža geleşikleriniň spekulýatiw häsiýeti bolan başga-da görnüşleri bardyr. Olara şular degişlidir:

– ***report geleşigi*** – paýnamalaryň bahalarynyň tapawudyna, ýagny täjirçilik bankynyň paýnamany müşderiden satyn alýan bahasy bilen olary oňa ýokarlanan gymmat bilen satýan bahasynyň arasyndaky tapawuda esaslanýar;

– ***deport geleşigi*** – kagyzlaryň özüni almazdan paýnamalaryň karzyna alynmagy göz öňünde tutulýar we satyn almak boýunça garşylyklaýyn geleşikde hümmetiň gaçmagyna bil baglanýar;

– ***baýrakly ýönekeý geleşikler*** – geleşigiň ýerine ýetirimeli gününde ony ýerine ýetirmekden boýun gaçyrmak. Şunuň ýaly hukuk üçin satyn alyjy satyja aýratyn baýrak görnüşinde töleg geçirýär, onuň möçberi öňünden kesgitlenýär;

– ***satyn alyjynyň opsiony*** – belli bir hak tölemek bilen satyjydan islendik wagtda paýnamalaryň belli bir möçberini möhletiň çäklerinde bellenen baha boýunça satyn alyp bolýar. Paýnamalaryň hümmeti geleşikde görkezilen bahadan ýokary bolanda satyn alyjy bu ýagdaýdan peýdalanýar;

– ***satyjynyň opsiony*** – satyn alyjy üçin iň pes bahadan paýnamalary ýerlemek;

– ***stellaž geleşikleri*** – bu geleşiklerde satyjy we satyn alyjy anyk kesgitlenen däldir. Geleşige gatnaşyjy satyja belli bir hak töläp öz garaýşyna görä islendik wagtda paýnamalary satmak ýa-da satyn almak hukugyny alýar.

Gymmatly kagyzlar bazaryndaky ýagdaý barada hemişe maglumat almak maksady bilen, birža indeksleri işlenip taýýarlanýar we olar hereket edýärler. ABŞ-da alty sany birža indeksi bar: Dou-Jons, Standart & Poors, Nýu-Ýork gazna biržasynyň, Amerikan gazna biržasynyň indeksleri, Value Line, Wilshere indeksleri.

Dou-Jons indeksi iň belli birža indeksi bolup durýar, ol Daw Jones Co maglumat gullugyny esaslandyran Çarlz Dou (Ch.Daw) tarapyndan 1884-nji ýylda işlenip taýýarlanypdyr. Bu indeks 30 sany iri senagat, 20 sany demir ýol we 15 sany kommunal kärhanalaryň indekslerinden durýar. Ol örän çylşyrymly ýol bilen hasaplanýar we biržanyň ýapylýan pursadynda paýnamalaryň bahasynyň paýnamalaryň denomitaryna (birža indeksiniň hasaplanýan görkezijisi) bölünen möçberinden ybarat bolup durýar. Dou-Jons indeksiniň maglumatlary Wall Street Journal gazetinde çap edilýär, soňra beýleki neşirler ony göçürip çap edýärler.

Standart & Poors indeksi Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda nyrh kesilen paýnamalaryň ähli görnüşlerini bazar bahasynyň 80%-ni görkezýär. 500 we 100 kompaniýanyň paýnamalary boýunça aýratynlykda hasaplanyp çykarylýar. 500 kompaniýanyň arasyna 400 sany senagat, 20 sany ulaglar, 40 sany kommunal we 40 sany karz-maliýe institutlary goşulandyr. Indeks 500 kompaniýanyň paýnamalarynyň ortaça ölçenen bazar bahasy hökmünde kesgitlenýär.

Nýu-Ýork gazna biržasynyň indeksi şu biržada öz gymmatly kagyzlaryny bellige aldyran amerikan kompaniýalarynyň ählisiniň

paýnamalarynyň hümmetiniň hereketiniň ölçelmedik bazar bahasy hökmünde bellenýär.

Amerikan gazna biržasynyň indeksi NASDAQ baha indeksi hökmünde kesgitlenýär, ol 3500 kompaniýanyň paýnamalarynyň ölçenen bazar bahasy boýunça hasaplanýar.

Value Line indeksi Nýu-Ýork we Amerikan gazna biržalarynda, şeýle hem biržadan daşary bazarda nyrh kesilen paýnmalaryň 1700 goýberilişleri boýunça ortaça geometrik baha hökmünde hasaplanýar. Indeks 1981-nji ýylda girizildi.

Wilshere indeksi 5 müň kompaniýa boýunça kesgitlenýär we Nýu-Ýork gazna biržasynda nyrh kesilen paýnamalaryň bahasyny görkezýär. Indeks Wilshere Assotiates hususy kompaniýasy tarapyndan hasaplanýar.

Günbatar Ýewropada we Ýaponiýada birža indeksleri azdyr we düzgün bolşy ýaly, esasy bir indeks hereket edýär. Meselem, Beýik Britaniýada ozal Reýter indeksi hereket edýärdi, häzirka wagtda FT-SE esasy indeks bolup durýar, Germaniýada 30 sany iri kompaniýanyň nyrh kesilen paýnamalaryna esaslanýan we 1988-nji ýylda girizilen Deutche Akzien Index (DAX) indeksi, Fransiýada CAC indeksi, Ýaponiýada Nikkey indeksi bar. Olaryň ähilsi dürli mukdardaky kompaniýalaryň paýnamalarynyň ortaça hasaplanan hümmeti hökmünde kesgitlenýär. Birža indeksleriniň esasy maksady gymmatly kagyzlaryň, aýratyn hem paýnamalaryň hümmetiniň hereketi barada maýa goýumçylara maglumat bermek bolup durýar.

Mundan başga-da, birža söwdasy üç görnüşdäki ýörite görkezmelere ýa-da birža buýruklaryna esaslanýar:

Bazar buýrugy – paýnamalaryň belli bir möçberini has peýdaly baha boýunça satyn almak we satmak, ýagny satyn almagy has pes baha boýunça, satmagy bolsa has ýokary baha boýunça amala aşyrmak baradaky buýrukdyr.

Limit buýrugy – paýnamalary ýörite görkezilen baha we has peýdaly şertlerde satyn almak we satmak buýrugydyr.

Bufer buýrugy – paýnamalaryň bahasy görkezilen derejä ýetende olary satyn almak we satmak barada buýrukdyr ýa-da görkezmedir.

Dellallar özleriniň biržadaky işinde buýruklardan başga-da şertleşiklere hem gollanýarlar:

– birinji şertleşik – dellal öz garaýşyna görä hereket edýär (geleşigi ýerine ýetirýär ýa-da ýatyrýar);

– ikinji şertleşik – «ýerine ýetirmeli» ýa-da «ýatyrmaly» buýrugyny haýal etmän ýerine ýetirmek baradaky buýruk;

– üçünji şertleşik – bu buýrugy bölekleýin ýerine ýetirmek barada şertleşik;

– dördünji şertleşik – iri tapgyrlar bilen amallaryň geçirilmegini buýruga goşýar;

– bäşinji şertleşik – geleşik baradaky buýruk biržanyň açylan ýa-da ýapylan wagtynda amala aşyrylýar.

Biržaiçi biržasynyň hersi bir biržada nyrh kesip boljak we beýlekide nyrh keçip bolmajak paýnamalary kabul etmek babatynda öz talaplaryny belleýär. Birnäçe kompaniýalyryň paýnamalary bir wagtyň özünde birža dolanyşygynda hem, biržadan daşary dolanyşykda hem bolup bier.

1980–1990-njy ýyllarda birnäçe ýurtlaryň gazna biržalary öz içlerinde goşmaça has kiçi ***biržaiçi ikinji bazarlary*** döredip başladylar, bu bazar üçin hasabatlylygyň berk bolmadyk kadalary bellendi, işjeňleriň we girdejililigiň möçberlerine, paýnamalary nyrh kesmek üçin kabul edilýän kompaniýalaryň paýdarlarynyň sanyna bildirilýän talaplar gowşadyldy. Kiçi kompaniýalar üçin uly biržalaryň elýeterliginiň çäklidigi, banklaryň bolsa kiçi firmalara höwes bilen karz bermeýändikleri sebäpli, biržaiçi biržasyndaky ikinji bazarlar olary maliýeleşdirmegiň çeşmesine öwrülýär.

Häzirki wagtda goşmaça ikinji bazarlar Beýik Britaniýada (London), Fransiýada (Pariž), Ýaponiýada (Tokio), Gollandiýada (Amsterdam), Şweýsariýada (Sýurih), Italiýada (Milan), Norwegiýada (Oslo), Ispaniýada (Madrid), Şwesiýada (Stokgolm), Belgiýada (Brýussel), Awstriýada (Wena), Germaniýada (Maýn boýundaky Frankfurt), Irlandiýada (Dublin), Awstraliýada (Melburn), Täze Zelandiýada (Oklend) we Hytaýda (Şanhaý) hereket edýär.

Gazna bazarlar diňe maliýäni jemlemek bilen çäklenmeýär. Olar kiçi kompaniýalara gymmatly kagyzlarynyň hemişe nyrh kesilmegine we şeýle etmek bilen olaryň maýa goýumçylaryň ünsüni çekmekleri üçin mümkinçilik döredýärler. Biržanyň ikinji seksiasynda nyrh

kesilen gymmatly kagyzlaryň baharyny kepillendirmek maksady bilen, hökmany şert hökmünde kompaniýanyň goýberişleriň likwidliliginri goldamak hakynda bank bilen ýa-da dellal bilen ylalaşygy bolmalydyr.

Likwidlilik diýmek birža söwdasynda esasy düşünjedir. Likwidli bazar hususy geleşikler, satyjynyň bahasy bilen satyn alyjynyň bahasynyň arasyndaky uly bolmadyk tapawut, ol geleşikden bu geleşige çenli bahalaryň az derejede üýtgeýändigi bilen häsiýetlendirilýär.

Bu kadalardan gyşarmalaryň ýagdaýyň ýaramaz ugur bilen ösmegine, maýa goýumçylaryň arasynda dowul ýaýramagyna getirip biler. Şonuň üçin birža likwidliligi, gymmatly kagyzlaryň akymynyň çeýeligini saklamak üçin elinden gelýän ähli işleri edýär.

Satyn almaga-satmaga gatnaşýanlaryň sany näçe köp bolsa, gazna bazarynyň likwidligi hem şonça ýokary bolýar. Bu babatda Ýaponiýa birinji ýerde durýar, bu ýerde hususy maýa goýumçylaryň paýyna paýdarlar emläginiň 25%-i, dolanyşygyň bolsa ýarysyndan gowragy düşýär.

Käbir ýurtlarda ***biržaiçi üçünji bazarlar*** hem hereket edýärler, bu bazara esasy we ikinji bazarlarda nyrh kesilmedik gymmatly kagyzlar düşýär. Şunuň ýaly bazarlar 1980-nji ýyllardan başlap Beýik Britaniýada, Ýaponiýada, Şwesiýada, Italiýada we başga-da birnäçe ýurtlarda işläp başlady.

7.4. Gazna biržalarynyň milli aýratynlygy

Gazna biržalaryny döretmegiň we emele getirmegiň umumy binýady, olaryň mehanizmi we gurluşy gymmatly kagyzlar, fiktiw maýa we pul toplanmalarynyň milli bazarlary hökmünde gazna biržalarynyň işiniň mahsus aýratynlygyny tapmaga mümkinçilik bermeýär. Her ýurtda gazna biržasy pul maýasyny ykdysadyýetiň dürli ugurlaryna gaýtadan paýlamagyň guraly hökmünde möhüm orun eýeleýär. Emma milli karz maýalary bazarynyň ornuna, karz-maliýe ulgamynyň köp pudaklylygyna, pul toplumynyň möçberlerine we olaryň üznüksiz önümçilige edýän täsirine baglylykda onuň ähmiýeti ýokary ýa-da pes bolup biler. Meselem, Günbatar Ýewropanyň

biržalary ABŞ-nyň we Ýaponiýanyň biržalaryndan geleşikleriň we biržada maýalaşmagyň möçberi boýunça yza galýar. ABŞ-da gymmatly kagyzlaryň biržada maýalaşmagy dünýädäki umumy möçberiň 35%-ne, Ýaponiýada 31,4%-ne, Günbatar Ýewropada 26,5%-e, şol sanda Angliýada 10,2%-e, Germaniýada 3,%-e, Fransiýada 3,5%-e deňdir.

Gazna biržasynyň ýagdaýy, pul maýasyny jemlemekde onuň orny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň häzirki zaman mehanizminde goşulyşma derejsine hem baglydyr. Gazna biržalarynyň milli öwüşgini her ýurduň pul-karz ulgamyny häsiýetlendirmek üçin zerurdyr. Häzirki wagtda ykdysady taýdan ösen her bir ýurtda bir merkezli we sebitlerde şahamçalary bolan gazna biržalarynyň giden ulgamy bar. Onsoňam, sebitlerdäki şahamçalar, esasan, uruşdan soňky döwürlerde döredi we ösüşe eýe boldy. Gazna biržalary ulgamynyň ösmeginiň esasy sebäbi fiktiw maýanyň artmagy ýa-da çişirilmegi boldy. Kärhanalaryň öz-özüni maliýeleşdirmeginiň ýokarlanmagyna we býujet serişdeleriniň alynýandygyna garamazdan, hususy kompaniýalar tarapyndan çykarylýan paýnamalar we obligasiýalar häzirki zaman kapitalizmi şertlerinde pul serişdelerini almagyň bir çeşmesi bolup galýar. Şu babatda birža (gymmatly kagyzlar bazarynyň bir bölegi hökmünde) ykdysadyýeti maliýeleşdirmek ulgamynda belli bir orun eýeleýär, onuň amallarynyň gerimi bolsa bu ulgamyň çäklerinde onuň ähmiýetini we ornuny kesgitleýär.

ABŞ. Häzirki wagtda ABŞ-da gazna biržalarynyň köp şahaly ulgamy bolup, olar Nýu-Ýorkda (iki sany), Çikagoda, Bostonda, San-Fransiskoda, Kanzas-Sitide, Los-Anjelesde, Detroýtda, Täze Orleanda, Dallasda, Filadelfiýada, Sinsinatide, Solt Leýk-Sitide ýerleşýär. Nýu-Ýorkuň gazna biržasy öňdebaryjy orun eýeleýär, onda paýnamalar bilen ähli amallaryň 70%-den gowragy geçirilýär. Onuň düzüminde 1366 agzasy bar, olaryň 1226-sy 523 sany hususy korporasiýalaryň bähbidine wekilçilik edýärler. Onuň 140-a golaý agzasy öz adyndan hereket edýär. 1999-njy ýylyň dekabrynda bir ýeriň bahasy 2,6 mln. dollara deň boldy.

Amerikan gazna biržasy (Nýu-Ýork) ähmiýeti boýunça ABŞ-da ikinji ýeri eýeleýär. Bu birža beýleki sebitleýin biržalar ýaly, paý-

namalaryň bahasynyň hümmetiniň hereketiniň esasy massasy boýunça Nýu-Ýork gazna biržasyndan ugur alýar. Sebitleýin gazna biržalary, esasan, uly bolmadyk ýerli hususy kompaniýalaryň paýnamalaryna nyrh kesmegi amala aşyrýarlar. Bu ýerde esasan hem gymmatly kagyzlaryň ozalky goýberilişleri (paýnamalar, hususy we döwlet obligasiýalary) bilen amallar geçirilýändigi Amerikanyň gazna biržalary, ulgamynyň aýratynlygy bolup durýar. Şunda döwletiň kagyzlary bilen geçirilýän amallar örän ujypsyzdyr. Hususy kagyzlaryň birža düşmegi 1 mln dollar möçberde arassa peýda bar bolanda, şeýle hem Gymmatly kagyzlar we gazna biržalary boýunça komissiýanyň Biržalary dolandyryjylar we bellige alyş geňeşiniň razylygy bolan şertlerinde mümkindir.

Beýik durgunlykdan soň, 1930-njy ýyllaryň başynda ABŞ-da gazna biržalaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň güýçlenmegi bilen ownuk maýa goýumçylara zyýan berýän spekulýatiw amallary çäklendirmäge gönükdirilen birnäçe kanunçylyk namalary kabul edildi. 1933-nji ýylda Gymmatly kagyzlaryň emissiýasy hakynda kanun, 1934-nji ýylda Gymmatly kagyzlaryň birža söwdasy hakynda kanun kabul edildi. Bu kanunlara laýyklykda, gymmatly kagyzlar federal hökümetiň söwda komissiýasynda bellige alynmalydyr; şeýle hem birža geleşikleriniň kadalary we gymmatly kagyzlar üçin göterim möçberleri düzgünleşdirildi.

Nýu-Ýork gazna biržasynyň aýratynlygy onuň agzalarynyň toparynyň differensirlenmegi; şeýle hem bu ýerde şu aşakdakylaryň işleýändigi bolup durýar:

1) belli bir gymmatly kagyzlar (bir ýa-da birnäçe) bilen amallar boýunça hünärmenler. Biržadaky her bir gymmatly kagyz belli bir hünärmene berkidilendir, onuň şol kagyz bilen geleşikleri geçirmekde agalyk (monopol) ýagdaýy bardyr. Hünärmenler söwda işinde esasy adamlar bolup durýarlar we biržanyň beýleki agzalary bilen bäsleşmek bilen, söwda edýän adamlary sargytlar bilen tanyşdyrýarlar. Geleşik tamamlanandan soň olar hyzmat hakyny alýarlar. Hünärmeniň diler hökmündäki borjy islegiň we teklibiň wagtal-wagtal ýüze çykýan deň gelmezliklerini iň pes derejä düşürmek üçin, özüne berkidilen gymmatly kagyzy bazarda saklamak, ýagny ony öz hasabyna satyn almak we satmak bolup durýar. Beýleki ýagdaýlarda hünärmene öz

hasabyna söwda etmek gadagan edilýär. 1990-njy ýyllaryň başynda Nýu-Ýork gazna biržasynda 55 topara birleşen 440 hünärmen bardy. Iň uly toparda 24 hünärmen bolup, bu topara paýnamalaryň 25 görnüşi berkidilipdi. Bu maglumatlar her ýylda üýtgäp durýar;

2) söwda zalynyň dellallary ýa-da birža dellallary, olar gazna biržasynyň agzalary bolup durýarlar we öz hasabyna amallary geçirmäge hukugy bolmazdan öz müşderileriniň sargytlaryny ýerine ýetirýärler. Şeýle hem olar belli bir sebäbe görä geleşikleri amala aşyryp bilmeýän beýleki dellallaryň tabşyryklaryny ýerine ýetirýärler.

3) birža maklerleri, olar söwda zalynda öz hasaplaryna amallary geçirýärler ýa-da tabşyryklar boýunça hereket edýärler, şol tabşyryklara olar paýçy bolup gatnaşýarlar (olaryň sany bary-ýogy 30 adama golaý).

4) assosirlenen agzalar, olar amallar zalyna girip bilýärler, ýöne geleşik geçirmäge hukuklary ýokdur. Düzgün bolşy ýaly, olar gazna biržasynyň agzasy bolan kompaniýalaryň we firmalaryň wekilleridir.

1990-njy ýylyň ikinji ýarymynda ABŞ-da 13 gazna biržasyndan 8-si galdy; biržalaryň birleşmeginiň hasabyna Çikagoda, Sent-Luisde, Kliwlendde, Minneapolisde, Sent-Polede we Täze Orleanda Orta Günbatar gazna biržasy döredildi. Los-Anjelesiň we San-Fransiskonyň biržalarynyň binýadynda Ýuwaş okean biržasy döredildi.

Beýik Britaniýa. Angliýada birža gaznalaranyň ulgamy 22 gazna biržasyny içine alýar. Esasy gazna biržasy Londonyň biržasydyr, ol ýurduň içinde geçirilýän gymmatly kagyzlar bilen amallaryň 60%-den gowragyna gözegçilik edýär we sebitlerdäki biržalar oňa tabyndyr. Bu ýerde söwdanyň 50%-den gowragy daşary ýurtlaryň gymmatly kagyzlarynyň paýyna düşýär, çünki London dünýäniň maliýe merkezleriniň biriniň roluny ýerine ýetrirmegi dowam etdirýär. Gazna biržalarynyň ulgamy Glazgonyň, Liwerpulyň, Mançesteriň we Birmingemiň biržalaryny hem gurşap alýar.

Beýleki birnäçe ýurtlardan tapawutlylykda iňlis gazna biržalarynyň işiniň özbaşdaklyk hukuk derejesi bardyr we hökümet olaryň işine goşulmaýar. Londonyň biržasy iň gadymy biržalaryň biridir, onuň işini düzgünleşdirmek XVII asyryň başynda başlandy, resmi taýdan bolsa 1773-nji ýylda döredildi. Bu uly möçberde esaslyk

maýasy bolan paýdarlar jemgyýetidir. Agzalarynyň sany, her ýylda üýtgäp durýandygyna garamazdan, ortaça 3,5 müň adama deňdir, olaryň 2,7 müňe golay dellallar we 800 sanysy dilerler we jobberlerdir.

1986-njy ýylyň oktýabrynda Londonyň gazna biržasy özüniň işläp gelýänine 213 ýyl geçenden soň ösüşiň täze tapgyryna geçdi. Ol makler firmalarynyň berk ýöriteleşdirilmegi we olaryň maliýe amallary çäklendirmeler aradan aýrylandan soň gymmatly kagyzlaryň söwdasynyň edilýän global merkezine öwrüldi, şonuň netijesinde Londonyň gazna biržasynyň agzalary paýnamalar we beýleki gymmatly kagyzlar bilen amallar boýunça kesgitli hyzmat hakyndan peýdalanmakdan mahrum boldular, daşary ýurt maýa goýumçylary bolsa biržanyň ähli amallarynda doly erkinlik aldylar. Angliýanyň hökümetiniň bu çäresi Günbatarda, öňi bilen ABŞ-nyň we Ýaponiýanyň iri birža spekulýantlaryna belli bir ýeňillik hökmünde baha berildi, olar bolsa, mälim bolşy ýaly, EHM-iň kömegi bilen paýnamalaryň örän giň dünýä söwdasyny alyp barýarlar.

Sitiniň köp sanly makler firmalary daşary ýurtly kompaniýalar tarapyndan özüne birleşdirildi. 1986-njy ýylyň ahyrynda 20 firmadan bary-ýogy sekizisi galdy. Angliýanyň makler firmalaryny satyn almakda esasy bölek amerikan maýasynyň paýyna düşdi.

Londonyň söwda biržasynyň üýtgedilip guralmagy 80-nji ýyllaryň ahyrynda maliýe geleşikleriniň ähli gurluşynyň üýtgemegine getirdi. Şunuň bilen baglanyşykly, görnükli maliýe eksperti A.Gamilton «indi korporasiýalaryň maliýe serişdeleri bilen täjirçilik kagyzlarynyň kömegi arkaly ýa-da paýnamalary çykarmak arkaly üpjün edilmeginiň arasynda takyk tapawut bolmaz. Uzak möhletli karzlar bilen gysga möhletli karzlaryň arasynda hem tapawut bolmaz. Munuň ýerine bergiler özara çalşylar, köp dürli gymmatly kagyzlaryň üznüksiz akymyna öwrüler, olary bolsa bir puldan beýleki pula ýa-da haýsydyr bir kagyza çalşyp bolar» diýip belläpdi.

Londonyň biržasynyň üýtgedilip guralmagy gymmatly kagyzlar bazarynyň girdejililik ýagdaýy bilen baglydyr. Meselem, gymmatly kagyzlar bilen amallar üçin hyzmat haky Sitide Nýu-Ýokrdaka we Tokiodaka garanyňda iki esse gymmatdyr. Netijede Londonyň biržasynyň halkara maliýe merkezi hökmündäki abraýy howp astynda

galdy. Hut şonuň üçin hem biržany erkin bazar mehanizmine öwürmek pikiri makul bilindi.

Londonyň biržasynda birža amallarynyň esasy görnüşli möhletli geleşikler bolup, olaryň esasan, serişdeleri jemleýji däl-de, spekulýatiw häsiýeti bardyr. Jobberler, düzgün bolşy ýaly, diňe dellallaryň üstünden geleşik baglaşmak bilen, belli bir gymmatly kagyzlar bilen amallary geçirýärler.

Londonyň biržasynda hususy paýnamalardan we obligasiýalardan başga-da, döwletiň merkezi we ýerli derejedäki gymmatly kagyzlary we daşary döwletleriň obligasiýalary dolanyşykda bolýar. Meselem, 1991-nji ýylda onda 4868 sany iňlis we 2393 sany daşary ýurt kompaniýalarynyň gymmatly kagyzlary dolanyşykda boldy.

Londonyň biržasynyň aýratynlygy *araçy (arbitraž)* ***geleşikleri*** diýilýänleriň baglaşylmagyndan ybapatdyr, bu geleşikleriň manysy gymmatly kagyzlaryň şol bir görnüşi bilen geleşigiň şol bir wagtyň özünde iki bazarda (olaryň biri Londonda, beýlekisi, mysal üçin, Germaniýada, Gamburgda we ş.m.) geçirilýändigi bolup durýar.

Angliýanyň gazna biržalarynda görkezene bermek şertli paýnamalara hem, hususy obligasiýalara-da, şeýle hem daşary ýurt kompaniýalarynyň atly we gymmatly kagyzlaryna nyrh kesilýär. Angliýanyň gazna biržalarynda kassa geleşiklerini (bir gije-gündiziň dowamynda tölemeli), forward amallaryny (14 günüň dowamynda tölenýär) we möhletli opsionlary geçirmäge rugsat berilýär. Londonyň biržasynda geleşikleriň iň pes möçberi adaty paýnamalar we obligasiýalar üçin 1 muň funt sterlinge we gymmatly kagyzlaryň islendik görnüşi üçin 100 funt sterlinge deňdir.

Biržalarda geleşikler boýunça dellalçylyk hyzmat haky döwletiň gymmatly kagyzlarynyň nominal bahasynyň 0,35%-ne, hususy obligasiýalaryň bazar bahasynyň 0,75%-ne we paýnamalaryň bazar bahasynyň 1,25%-ne barabardyr. 1980-nji ýyllarda Londonyň gazna biržasynda paýnamalaryň we obligasiýalaryň 7 müňden gowragy dolanyşykda boldy; umumy dolanyşygyň 95%-ni hususy obligasiýalar emele getirdi.

Fransiýa. Fransiýada sekiz sany gazna biržasy hereket edýär, olar Parižde, Bordoda, Lillede, Lionda, Marselde, Nanside, Nantede, Tuluzda ýerleşýärler. Parižiň gazna biržasy öňdebaryjy orny eýeleýär, fransuz biržalarynyň ählisiniň gymmatly kagyzlar bilen amallarynyň 98-99%-i onuň paýyna düşýär. Fransiýanyň gazna biržalarynda, esasan, hususy kompaniýalaryň paýnamalary we döwlet zaýomlarynyň obligasiýalary dolanyşykda bolýar. 1961-nji ýyla çenli Parižiň biržasynda iki bazar bardy: resmi bazary (maklerleriň bazary) we resmi däl bazar (kurtýe ýa-da «kulisa» bazary). 1961-nji ýylda resmi däl bazar ýapyldy, 1962-nji ýylda reforma geçirilip, tutuş ýurduň ähli biržalary üçin gymmatly kagyzlara nyrh kesmegiň ýeke-täk ulgamy bellenildi. Netijede, Parižiň biržasynyň roly ýokarlandy. Ol 1961-nji ýylda Parižde döredilen Gazna biržalarynyň halkara federasiýasynyň agzasy bolup durýar.

Parižiň gazna biržasy 1789-njy ýylda işläp başlady, şol wagt iňlis bankçysy we alymy Jon Lo Fransiýanyň döwlet býujetiniň ýetmezçiliginiň üstüni ýapmak üçin gymmatly kagyzlar bilen spekulýasiýa geçirip başlapdy. 1801-nji ýylyň kanuny boýunça birža dellallardan, ýagny hökümet tarapyndan saýlanyp alnan we tassyklanan adamlardan ybarat gurama boldy. 1967-nji ýylyň 30-njy martynda çykarylan dekret Fransiýanyň çäklerinde gazna biržalaryny guramagyň we ýatyrmagyň häzirki zaman tertibini tassyklady. Parižiň biržasynda, düzgün bolşy ýaly, diňe biržada nyrh kesilen kagyzlar bilen geleşikleri geçirip bolýar. Ol ýa-da beýleki korporasiýalaryň ýa-da kompaniýalaryň gymmatly kagyzlaryna biržada geleşikler üçin rugsat berilmegi onuň bazaryny döredýär. Gymmatly kagyzlary birža çykarmaga rugsat bermek baradaky çözgüdi dellallaryň korporasiýasy kabul edýär, daşary ýurtlaryň gymmatly kagyzlaryny birža çykarmaga rugsat bermegi Fransiýanyň ygtyýarly edarasy amala aşyrýar. Birža dellallary nyrh kesilmäge degişli hususy we döwletiň gymmatly kagyzlary bilen, şeýle hem kesekiniň hasabyna geçirilýän we beýleki wekseller, islendik söwda kagyzlary bilen geleşikleri geçirýärler.

Häzirki wagtda Parižiň gazna biržasy esasy üç elemente, ýagny resmi («parket»), resmi däl («kulisa») we erkin diýlip atlandyrylýan bazarlara bölünýär. Resmi bazarda dellallar geleşikleri baglaşýarlar

we resmileşdirýärler, olar belli bir möçberde girew geçirýärler. Resmi däl bazar bankçylaryň birleşigi hökmünde hereket edýär we bank bazary adyny göterýär. Nagt hasaplaşygyň hasabyna, şeýle hem belli bir möhlete gymmatly kagyzlary satyn almagy we satmagy amala aşyrýan dürli banklar «kulisanyň» agzalary bolup durýarlar. Kulisa bazarynda olar tarapyndan «bankçylaryň nagt geleşikler boýunça sindikaty» we «bankçylaryň möhletli geleşikler boýunça sindikaty» guraldy. «Kulisanyň» agzalary girew geçirýärler.

Erkin bazar resmi we kulisa bazaryna goýberilmeýän gymmatly kagyzlara esaslanýar. Onda islendik şahsy we kanuny tarap geleşikleri geçirip bilýär. «Kulisa» we erkin bazar pul maýasyny jemlemek işine hyzmat etmeýärler, bu ýerde geleşikler, esasan, spekulýatiw häsiýete eýedir.

2000-nji ýylda Parižiň biržasynda 854 sany fransuz we 230 sany daşary ýurt kompaniýalarynyň gymmatly kagyzlary dolanyşykda boldy.

Fransiýada gazna biržalarynyň ählisi döwlet edaralary bolup durýar. Gazna biržalarynda nyrh kesilen gymmatly kagyzlaryň arasynda görkezene bermek şertli obligasiýalar we paýnamalar esasy orun tutýar; atly gymmatly kagyzlar diňe ätiýaçlandyryş kompaniýalary üçindir. Gymmatly kagyzlaryň iň pes bellenilen gymmaty 50 ýewro golaýdyr. Gazna biržalarynda iki günden köp bolmadyk wagtyň dowamynda hasaplaşmak şerti bilen kassa geleşikleri we report möhletli geleşikler amala aşyrylýar.

Dellallaryň hyzmat hakynyň möçberi döwletiň obligasiýalaryna degişlilikde: kassa geleşikleri boýunça 0,3%-e we möhletli geleşikler boýunça 0,2%-e; hususy obligasiýalar boýunça 0,4 we 0,5%e we paýnamalar boýunça 0,7 we 0,5%-e deňdir.

Entek Umumy bazaryň döwründe Fransiýa şonuň çäklerinde biržalaryň işini tertipleşdirmäge we gymmatly kagyzlaryň ýeketäk bazaryny döretmekde olaryň roluny ýokarlandyrmaga çalşypdy. Döwlet gazna biržalarynyň we maklerleriň işine Birža amallary toparynyň üstünden gözegçilik edýär. 1960-njy ýyllaryň başynda Fransiýada biržany reforma etmek dürli ykdysady edaralaryň işini tertipleşdirmek we netijeliligini ýokarlandyrmak bilen bagly bolupdy.

Birža reformasynyň esasy maksady gymmatly kagyzlar bazaryny, esasan hem biržany ykdysady maksatnamalaryň çäklerinde geçirilýän karz pul we maliýe mehanizminiň häzirki zaman gurluşyna has çeýe uýgunlaşdyrmak, şeýle hem tutuşlygyna alanyňda gymmaty kagyzlar bazaryna döwlet tarapyndan gözegçiligi ýokarlandyrmak bolup durýar.

2000-nji ýylda gymmatly kagyzlaryň söwdasy we listingi Parižiň gazna biržasyna berildi.

Germaniýa. Germaniýanyň gazna biržalary ulgamy Maýn boýundaky Frankfurtda, Dýusseldorfda, Gamburgda, Mýunhende, Ştutgartda, Bremende, Gannowerde hereket edýän 8 biržany içine alýar. Birža amallarynda esasy orny German (ozalky Frankfurt) biržasy eýeleýär. Bu Germaniýanyň öňdebaryjy söwda-senagat korporasiýalarynyň we karz-maliýe edaralarynyň (banklaryň, ätiýaçlandyryş kompaniýalarynyň we ş.m.) ştab-kwartiralary ýerleşýär.

Häzirki wagtda Germaniýada Maýn boýundaky Frankfurtyň, Gamburgyň gazna biržalary iň uly biržalar hasap edilýär.

Germaniýada biržadan daşary bazar erkin düzgünleşdirilýän bazar diýilýän bazardan ybaratdyr, oňa esasan, täjirçilik banklary tarapyndan gözegçilik edilýär, bu banklar Hususy banklaryň federal birleşiginiň edarasy (organy) hökmünde Gymmatly kagyzlaryň biržadan daşary söwdasynyň meseleleri boýunça topary emele getirýär. Şu biržadan daşary bazarda söwdanyň iki esasy görnüşi bar: «kapasanyň aňyrsynda» (ýagny belli bir sagatda we belli bir ýerde) durup edilýän söwda we telefon boýunça söwda. Birinji ýagdaýda wagtly-wagtynda söwdalar tertibi, rugsat berme kadalary we gazna biržasyndaky ýaly kesilen nyrhlary çap etmek borjy hereket edýär. Birža kagyzlaryny goşmak bilen, diňe nyrh kesmäge rugsat edilen gymmatly kagyzlaryň söwdasy edilýär. Bu usul amerikanyň gazna biržasyndan soň emele gelýän, «kapasanyň üstünden» diýilýän biržadan daşary bazaryny ýatladýar.

Germaniýanyň gazna biržalary ýerleriň (welaýatlaryň) häkimiýetleri we ýerli söwda palatalary we söwda assosiasiýalary tarapyndan döredilýän döwlet edaralary bolup durýarlar. Germaniýada

gymmatly kagyzlaryň dolanyşygyna we biržanyň işine gözegçiligi ýerleriň hökümet edaralary geçirýärler, olar bu maksatlar üçin döwlet gözegçilerini berýärler. Gymmatly kagyzlary ýerleşdirmek boýunça bank işini federal edaralar düzgünleşdirýär. Germaniýada gazna biržalarynyň gündelik işine Biržalaryň müdiriýeti, Nyrh kesmäge rugsat etmek meseleleri boýunça topar we Maklerler palatasy ýolbaşçylyk edýär. Gazna biržalarynyň esasy subýektleri hümmet maklerleri we erkin maklerler bolup durýar. Olaryň birinjisi esasan, özlerine berkidilen gymmatly kagyzlaryň söwdasyny edýärler. Olar öz adyndan we öz hasaplaryna amallary geçirip bilmeýärler. Hümmet maklerleriniň esasy wezipesi özleriniň ýöriteleşýän gymmatly kagyzlarynyň satyn alynýan we satylýan hümmetini bellemekden ybaratdyr. Erkin maklerler öz müşderileriniň adyndan hem, öz atlaryndan hem birža geleşiklerini amala aşyryp bilýärler, ýöne düzgün bolşy ýaly, olaryň amallary resmi birža nyrhlary bellenilende hasaba alynmaýar, bu bolsa olary hümmet maklerleriniň kesilen nyrhlaryndan tapawutlandyrýar. Erkin maklerler biržadan daşary bazarda banklar üçin araçy amallary hem geçirýärler.

Italiýa. Italiýanyň gazna biržalary gymmatly kagyzlaryň dolanyşygynyň umumy tertibini we olary biržalarda ýerlemegiň tertibini kesgitleýän kanunlara laýyklykda, döwlet edaralary hökmünde hereket edýärler. Biržalaryň işine gözegçilik wezipesini Maliýe ministrligi, ýerli söwda edaralary we ýörite edara – Kompaniýalaryň we biržalaryň işleri boýunça milli komissiýa amala aşyrýar.

Döwlet gullukçylarynyň hukuk derejesi boýunça bellige alnan dellallar gazna biržalarynyň subýektleri bolup durýarlar. Her birža üçin dellallaryň sany kanunda bellenýär. Iň iri biržalaryň biri bolan Milan biržasynda 130-a golaý dellal bar, onda gymmatly kagyzlaryň 500-e çenli görnüşine nyrh kesilendir, olaryň üçden bir bölegi paýnamalardyr. Dellallar öz işleri üçin hyzmat hakyny alýarlar: döwlet obligasiýalary boýunça geleşigiň 0,15%-i we paýnamalar boýunça 0,01–0,07%-i möçberde hak alýarlar.

Hyzmat hakynyň möçberi Italiýanyň Dellallar assosiasiýasynyň geňeş bermegi bilen, Maliýe ministrligi tarapyndan bellenýär. Bu möçberler ýurduň ähli gazna biržalary üçin hökmanydyr. 1950-nji

ýyllaryň ortalaryndan başlap, dellallar daşary ýurtly satyn alyjylara italýan gymmatly kagyzlary ýerlenende araçy wezipesini hem ýerine ýetirýärler.

Şweýsariýa. Şweýsariýanyň iň uly biržalarynyň biri hem Sýurihiň, Bazeliň we Ženewanyň biržalaryny birleşdirmegiň netijesinde 1996-njy ýylda döredilen Şweýsariýa gazna biržasydyr. Ženewanyň gazna biržasy hem uly rol oýnaýar, ol birža amallaryny, gymmatly kagyzlara nyrh kesmegi geçirýär, araçylara hyzmat hakyny töleýär, amallary geçirmegiň tertibini kesgitleýär. Biržany birža palatasy dolandyrýar, bu palata biržanyň işgärlerini we sekretaryny belleýär. Onda geleşikler maklerler tarapyndan baglaşylýar. Dellalçylyk kompaniýalary we banklar, düzgün bolşy ýaly, Ženewanyň biržasyna öz maklerlerini berýärler, olar Ženewanyň birža palatasynyň doly ýa-da assosirlenen agzalary bolmalydyr.

Birža hümmeti biržanyň döwlet komissarlary tarapyndan resmi taýdan bellige alynýar. Maýasy 1 mln. şweýsar frankyna ýetmeýän kompaniýalaryň gymmatly kagyzlary biržada nyrh kesmek üçin kabul edilmeýär. Renta we obligasiýalar bilen amallar nagt hasaplaşyk arkaly geçirilýär. Birža häsiýetli amallar Şweýsariýanyň milli bankynyň ýa-da kliring banklarynyň geçirilýän bonlary bilen amala aşyrylýar. Emissiýanyň hasabyna geleşik geçirilýän gymmatly kagyzlar üçin birža palatasy ýörite likwidlilik tertibini kesgitleýär.

Birža hümmeti diýip gymmatly kagyzlaryň bäş görnüşiniň iň pes bahasyna ýa-da nominal maýanyň 500 müň frankyna düşünilýär. Daşary ýurt pulunda görkezilen gymmatly kagyzlar üçin 5 müň frankyň, takmynan, ekwiwalenti berilýär. Isleg we teklip gymmatly kagyzlaryň möçberi bilen kesgitlenýär: mysal üçin, bahasy 50 frankdan pes bolan kagyzlar üçin olaryň sany 25-den köp bolmaly däldir. Düzgün bolşy ýaly, isleg we teklip, diňe geleşige gatnaşýan bir tarapyň beýleki tarapyň islegini we teklibini kanagatlandyryp biljek ýagdaýynda bellige alynýar.

Şweýsariýanyň gazna biržalary ýerli edaralar (kantonlar) tarapyndan döredilýän döwlet edaralary bolup durýar. Beýleki ýurtlardan tapawutlylykda biržany dolandyrmagy Gazna biržalarynyň assosiasiýasy, Birža komissariaty, Birža komissiýasy, Birža arbitraž tribunaly amala aşyrýarlar. Edaralaryň bu ulgamynda ýokary edara Gazna

biržalarynyň assosiasiýasy bolup durýar, ol paýnamalary we we obligasiýalary biržada nyrh kesmäge rugsat bermek üçin şertleri goşmak bilen, biržanyň işiniň düzgünini kesgitleýär.

Şweýsariýanyň gazna biržalarynda obligasiýalaryň hümmeti göterimlerde, paýnamalar boýunça bolsa bir paýnama üçin franklarda bellenýär. Obligasiýanyň bahalary iň soňky kuponyň tölegi geçirilenden soň, paýnama babatynda iň soňky kuponyň diwidendi alnandan soň göterimiň ýokarlanmagyny hasaba almaýar.

Dellallaryň gazna biržalaryndaky we ugurdaş bazarlardaky amallardan ugur alnyp bellenýän hyzmat haklarynyň möçberi milli obligasiýalar üçin bazar bahasynyň 0,25%-ne we daşary ýurt obligaiýalary üçin 0,375%-ne hem-de hasaplanyp ýazylan göterime deňdir. Paýnamalar boýunça olaryň bazar bahasynyň 0,375%-i alynýar, ýöne şunda paýnamalaryň dürli görnüşleri üçin düzediş girizilýär. Atly gymmatly kagyzlar bilen geleşik geçirilende satyn alyjydan 2,5-den 50 franka çenli transfert ýygymy alynýar.

Şweýsariýanyň gazna biržalarynyň aýratynlygy olaryň üstünden pul we fiktiw maýalaryň halkara akymlarynyň uly möçberde jemlenmeginiň we gaýtadan paýlanmagynyň bolup geçýändigi bolup durýar. Bu ýagdaý şu ýurduň maýa bazarynyň we onuň düzüm bölegi bolan gymmatly kagyzlar bazarynyň ýurduň pul we gazna serişdelerine bolan isleginden has ýokary gelýändigi bilen baglydyr.

Niderlandlar. 1611-nji ýylda esaslandyrylan Amsterdamyň gazna biržasy dünýäde iň gadymy biržadyr. Gollandlar tarapyndan Indoneziýanyň öwrenilmegine ýolbaşçylyk eden Birleşen Ost-Ind kompaniýasy biržada paýnamalaryny satmak ýoly bilen maliýeleşdirilen ilkinji kompaniýadyr.

Amsterdamyň gazna biržasynyň bazar maýalaşmasy boýunça dünýäde 13-nji ýerde durandygyna garamazdan, onda bary-ýogy birnäçe iri kompaniýalaryň paýnamalary agdyklyk edýär. Meselem, Roýal Dutch Petroleum kompaniýasynyň paýyna bazar maýalaşmasynyň jemi möçberiniň 26%-e golaýy, beýleki bäş sany esasy kompaniýanyň (Roýal Dutch Petroleum, Rhilips, Unilever, Robeco we Nationale Nederlander) paýyna bolsa Amsterdamyň gazna biržasynyň gymmatynyň 47%-i düşýär.

Amsterdamyň gazna biržasy dünýäde iň bir internasionallaşan biržalaryň birine degişlidir, onuň nyrh kesme sanawyna daşary ýurt emissiýalary höwes bilen goşulýar: mysal üçin, bu ýerde Prielli Tire (Italiýa) we PoliGram (Germaniýa) kompaniýalarynyň paýnamalarynyň täze emissiýalaryny satmak barada uly teklipler amala aşyryldy. 1980-nji ýyldan Amsterdamyň gazna biržasy ABŞ-nyň kompaniýalarynyň paýnamalarynyň göni söwdasyny geçirip başlady.

Ýaponiýa. Ýaponiýanyň birža ulgamy dokuz biržadan (Tokio, Osaka, Nagoýa, Kioto, Kobe, Hirosimo, Fukuoka, Niigata, Sapporo) durýar. Olaryň iň ulusy bolan Tokionyň biržasy dolanyşyk boýunça dünýäde Nýu-Ýorkuň biržasyndan soň ikinji ýere çykmak bilen, Londonyň biržasyndan öňe geçdi. Tokionyň biržasynyň ähmiýeti 1960-njy ýyllaryň ortasyndan ýokarlanyp başlady, şol wagtlar ýapon monopolistik maýasy ýurduň içinde öz ornuny dikeltdi we amerikan we Günbatar Ýewropa maýasy bilen bäsleşip başlady. Ýaponiýada birža amallarynyň giňden ösmegine ykdysadyýetiň ýokary ösüş depginleri we tygşytlanan pullaryň ýokary ölçegi ýardam etdi.

Ýaponiýanyň gazna biržasy bar bolan milli kanunçylygyň çäklerinde, tertipnamanyň esasynda hereket edýän paýdarlar jemgyýetlerinden ybaratdyr. Biržalara müdiriýetler ýolbaşçylyk edýärler, olar biržanyň agzalary tarapyndan gizlin ses bermek bilen saýlanýarlar we agzalaryň bähbidine wekilçilik edýärler.

Biržalarda araçylar bolup dellallar çykyş edýärler, olar öz peýdasyna birža geleşiklerini baglaşyp bilmeýärler. Daşary ýurt kanuny şahslar ýurtda bellige alnanlaryndan soň (ýerleşýän ýerlerini görkezmek bilen, 66 mln. dollar maýasy we arassa ýyllyk girdejisi 10 mln. dollara çenli bolanda) kabul edilýärler. 1973–1974-nji ýyllarda Tokio gazna biržasyna birnäçe daşary ýurt kompaniýalarynyň paýnamalarynyň söwdasyna rugsat berildi.

Dolanyşykdaky gymmatly kagyzlaryň gymmaty boýunça Tokionyň gazna biržasy Nýu-Ýorkuň gazna biržasyndan soň ikinji ýerde durýar. Ýaponiýada biržalaryň işi gymmatly kagyzlar we biržalar hakyndaky kanuna laýyklykda, Maliýe ministrligi tarapyndan düzgünleşdirilýär.

Ýaponiýanyň gazna biržalary öz-özlerini dolandyrýan edaralar bolup durýar, olar gymmatly kagyzlara nyrh kesmäge rugsat bermegiň şertlerini belleýärler. Tokionyň, Osakanyň we Nagoýanyň biržalarynyň her birinde iki gazna bazary bar: birinji bazar has belli gymmatly kagyzlary (iri ýapon korporasiýalarynyň kagyzlary), ikinji bazar uly bolmadyk kompaniýalaryň kagyzlaryny içine alýar. Bu ýerde biržada nyrh kesmäge rugsat edilmedik kagyzlar üçin ugurdaş bazarlar hem hereket edýär. Maliýe ministrligi tarapyndan birža amallaryny geçirmäge ygtyýar berlen dellalçylyk firmalary gazna biržalarynyň agzalary bolup durýarlar. Olar öz wekilleriniň üsti bilen öz müşderileriniň adyndan we olaryň hasabyna, şeýle hem öz hasabyna we öz peýdasyna gymmatly kagyzlary satyn alýarlar we satýarlar.

Şeýle hem Ýaponiýada biržanyň agzalarynyň tekliplerini we ýüztutmalaryny bellige alýan we şonuň esasynda gymmatly kagyzlaryň hümmetini kesgitleýän ýörite araçy firmalar («santori») hereket edýärler. Bu firmalar pudaklaýyn firmalar we kompaniýalar boýunça ýöriteleşýärler. Paýnamalara nyrh kesmäge rugsat bermek mukdar taýdan hem, hil taýdan hem çäklendirilendir. Kompaniýanyň paýdarlar maýasynyň möçberi azyndan 1 mlrd. iýen, soňky ýylda salgytlar tölenmezden öňki peýda azyndan 400 mln. iýen (her paýnama 20 iýen) bolmalydyr; kompaniýa soňky bäş ýylyň dowamynda zyýan çeken bolmaly däldir; soňky ýylda diwidendler her paýnama üçin azyndan 5 iýen möçberde tölenen bolmalydyr; paýdarlaryň sany paýnamalaryň çykarylýan sanyna baglylykda tapawutlandyrylmalydyr. Daşary ýurtly kompaniýalary üçin mundan hem berk talaplar bellenýär: paýdarlar maýasynyň möçberi 10 mlrd. iýene çenli; soňky üç ýylda peýda salgytlar tölenmezden öň azyndan 2 mlrd. iýen, paýnamalaryň emissiýa edilen wagtynda paýdarlaryň sany 1 adam bolmalydyr.

Tokionyň gazna biržasy, esasan, hususy paýnamalaryň dolanyşygyna hyzmat edýär; kesgitli girdejisi bolan obligasiýalaryň dolanyşygy ýokary däldir. Nyrh kesilen paýnamalaryň we obliasiýalaryň esasy bölegi atly we görkezene bermek şertli gymmatly kagyzlardyr. Gazna biržalarynda birža dolanyşygy kassa geleşiklerine (gysga möhletli) esaslanýar, möhletli geleşikler usuly köp ýaýran däl-

dir. Söwda paýnamalaryň 1 müň sanysy bolan bukjalarda we nominal bahasy 50 müň iýen bolan lotlarda geçirilýär; biržalarda nyrh kesilen paýnamalaryň bahasy, esasan, 20–50 iýene deňdir.

Kanada. Bu ýerde bäş gazna biržasy, ýagny Monrealyň, Torontonyň, Wankuweriň, Kalgariniň, Winnipegiň biržalary hereket edýärler; jemi birža dolanyşygynyň 90%-i Monrealda we Torontoda jemlenendir. Kanadanyň maýasynyň ýurduň içinde amerikan monopoliýalaryna garşylykda öz ykdysady binýadyny berkidenden, ýurduň daşynda, öňi bilen hem ABŞ-da, öz täsir çygryny giňelden soň Kanadada birža amallarynyň görnetin janlanmagy bolup geçdi. Senagat korporasiýalarynyň üpjünçiligi köp babatda diňe bir bank ulgamynyň hasabyna däl, eýsem, gymmatly kagyzlar bazarynyň, hususan-da, biržanyň üstünden pul serişdelerini jemlemegiň hasabyna gazanyldy.

7.5. Gymmatly kagyzlar bazaryny kompýuterleşdirmek

Biržada awtomatlaşdyrmak we kompýuterleşdirmek işi ykdysadyýetiň beýleki pudaklaryna garanyňda has çalt bolup geçdi. Bu bir tarapdan, fiktiw maýanyň dolanyşygy bilen baglanyşykly çykdajylary azaltmak islegi bilen, beýleki tarapdan ýokarlanýan bäsleşik şertlerinde gymmatly kagyzlaryň satyn alnyşy we satylyşy barada maglumatlaryň alnyşyny çaltlandyrmak bilen baglydyr. Häzirki wagtda gazna biržalary iň kämil komunikasiýa serişdeleri bilen enjamlaşdyrylandyr.

Karz maýalary bazary awtomatlaşdyrylan kompýuter ulgamlarynyň we karz kartoçkalary ulgamynyň kömegi bilen nagt däl hasaplaşyklaryň mukdaryny azaltmak arkaly, jemgyýetçilik çykdajylarynyň tygşytlanyşyny artdyrmaga mümkinçilik berýär. Bu iş ABŞ-da has ýokary derejä ýetdi, bu bolsa karz ulgamynda zähmet öndürijiliginiň osüş depginlerini ýokarlandyrmaga ýardam berdi.

Iri karz-maliýe institutlarynyň gazna biržalarynda agalyk edýän bölege öwrülendigi sebäpli, olaryň amallarynyň kompýuterleşdirilmegi gymmatly kagyzlar bazaryna, şol sanda biržalara uly täsir etdi. Iri banklar öz amallaryny elektronlaşdyrmak üçin ägirt köp möçberde serişde harçlaýarlar. Meselem, 1979–1984-nji ýyllarda ABŞ-nyň

öňdebaryjy täjirçilik banklarynyň biri bolan Citi Bank bu maksatlar üçin 3,5 mlrd dollar, beýleki bir uly bank – Bank of Amerika – 5 mlrd. dollar harçlady. Iri iňlis banky Midland Bank 1990-njy ýyla çenli kompýuterleşdirmek işine 500 mln funt sterlinge golaý serişde goýberdi.

Häzirki wagtda banklarda Mars, Cash Connector, Cemlink, CWIFT awtomatlaşdyrylan ulgamlary hereket edýär. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygynyň artmagy we biržadaky geleşikleriň internasionallaşmagy iň kämil elektron tehnikasyny we internet ulgamyny peýdalanmagyň zerurlygyna getirdi. Onuň baş maksady maglumaty çalt almakdan we oňa çalt seslenmekden ybaratdyr. Şonuň üçin hem häzirki zaman biržalary çylşyrymly kommunikasiýa serişdeleri bilen enjamlaşdyrylandyr, şonuň ýaly ulgamlar biržadan daşary bazarlarda hem bar.

Gymmatly kagyzlar bazarlarynyň möçberleriniň artmagy, gazna biržalarynyň aýratynlygy we merkezi biržalarda kesilen nyrhlaryň dilerler üçin uly ähmiýetiniň bolmagy bilen baglanyşykly Günbatar ýurtlaryň birnäçesinde häzirki zaman aragatnaşyk we maglumatlary işlemek serişdelerini ulanmak zerurlygy ýüze çykdy. Bir bitewi elektron aragatnaşyk ulgamy bolan gymmatly kagyzlar bazarlarynyň birleşigi döredildi. ABŞ-da esasy biržalaryň dokuzysynyň ýeke-täk elektron, wizual we kompýuter ulgamy bar. Günbatar Ýewropanyň ähli ýurtlary, Ýaponiýa, Kanada we Awstraliýa kompýuter ulgamlarynyň kömegi bilen birleşdirilendir. Şunuň ýaly birleşmegiň manysy islendik biržadan gelip gowuşýan sargytlary has amatly nyrh boýunça ýerine ýetirmekden ybaratdyr. Dürli ýurtlaryň gazna biržalarynyň arasynda internet arkaly habarlar alşylýar, bu habarlar geleşikleri baglaşmak baradaky maglumatlar bilen çäklenmeýär. 1985-nji ýylda Amerikanyň we Torontonyň biržalary Günbatar dünýäde ilkinji bolup, biržalaryň ikisinde hem bellige alnan paýnamalara bir wagtda nyrh kesmek ulgamyny guradylar.

Kompýuter ulgamlarynyň ornaşdyrylmagy bilen sargytlaryň maýa goýumçylardan söwda zalyna geçmekligi kämilleşdirildi. Meselem, bölümleri bolmadyk dellallar özleriniň ýerlerdäki wekillerini biržadaky dilerler bilen birleşdirdiler. Şunuň ýaly ulgamlar ABŞ-da,

Kanadada, Günbatar Ýewropada, Ýaponiýada hereket edýär. Gazna biržalarynda baglaşylýan geleşikler kompýuteriň ýadyna berilýär we olardaky maglumatlar söwda zalyndaky ekrana, şeýle hem dilerleriň we dellallaryň monitorlaryna çykýar.

Gazna biržalarynyň amallarynyň iri we kiçi amallara bölünmegi bu geleşiklere hyzmat etmegiň ýöriteleşdirilen kompýuter ulgamlarynyň döredilmegini talap edýär.

Häzirki wagtda biržalaryň köpüsi kompýuter söwdasyna geçdiler. Täze gazna biržalary hem söwdanyň elektron ulgamyna gönükdirilendir. 2001-nji ýylda 50 sany gazna biržasynyň 17-si gymmatly kagyzlaryň söwdasyny sesli esasda geçirdiler, ýöne şunda kompýuter söwda ulgamyny hem peýdalandylar. Biržalaryň 33-de diňe elektron ulgamlar hereket etdi. Awtomatlaşdyrylan elektron ulgamlar birža buýruklarynyň görnüşleri, olary üzmegiň kadalary, bahalary kesgitlemegiň mehanizmleri, maglumatlaryň möçberleri, şeýle hem buýruklaryň özüniň awtomatlaşdyrylyş derejesi boýunça tapawutlanýarlar. Iri gazna biržalarynda kompýuter söwda ulgamlary girizilendir: Tokionyň biržasynda CORES söwda ulgamy; Parižiň biržasynda CAC, Londonyň biržasynda SEAQ, Frankfurtda XETRA, Torontoda CATS ulgamlary hereket edýär.

Özüniň tehniki mazmuny boýunça şuňa meňzeş kompýuter ulgamlary 1990-njy ýyllarda Italiýada, Ispaniýada, Belgiýada, Awstraliýada, Niderlandlarda we başga-da birnäçe ýurtlarda girizildi.

VIII bap GAZNA BIRŽASYNYŇ EWOLÝUSIÝASY

8.1. Birža we karz-maliýe institutlary

Paýdarlar we kooperatiw eýeçilik görnüşlerinde önümçiligiň we maýanyň jemlenmegi monopoliýalaryň döredilmegine getirýär. Paýdarlar görnüşi maýany merkezleşdirmek üçin has amatly mümkinçilikleri döredýär, munuň şeýledigi gymmatly kagyzlar bazarynda, hususan-da, biržada birnäçe täze meýiller bilen tassyklanýar.

Döwlet-monopol kapitalizmi döwründe gymmatly kagyzlaryň söwdasynda biržanyň roly gymmatly kagyzlar bilen söwdanyň agramly bölegini özünde jemlän kuwwatly karz-maliýe institutlarynyň döremegi sebäpli biraz peseldi. Meselem, 1990-njy ýyllaryň başlarynda karz-maliýe institutlarynyň gymmatly kagyzlar bilen amallardaky paýy Angliýada 89%-e (daşary ýurt gymmatly kagyzlary 23,4%), GFR-de 22%-e (1%), Fransiýada 13%-e (6), ABŞ-da 56%-e (7,3%), Ýaponiýada 30%-e (21,2%) deň boldy. Häzirki wagta çenli bu meýil saklanyp galýar. Obligasiýalaryň söwdasy hem dolulygyna diýen ýaly biržadan daşary bazara geçdi (ABŞ-da obligasiýalar bilen geleşikleriň 90-95%-i biržadan daşarda geçirilýär); gymmatly kagyzlaryň umumy möçberinde döwlet obligasiýalarynyň möçberi artdy, korporasiýalyryň emissiýalarynda paýnamalaryň paýy azaldy, 1929–1933-nji ýyllaryň çökgünliginden soň birža geleşiklerine berk dowlet gözegçiligi bellenildi.

Paýnamalaryň we obligasiqalaryň bukjalaryny ýerleşdirmek boýunça wezipeleriň bir bölegi biržadan maýa goýum we täjirçilik banklaryna, maýa goýum we ätiýaçlandyryş kompaniýalaryna geçdi, olar biržanyň agzalary bolup durmak bilen, gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak babatdaky syýasatlaryny alyp barmagy özlerine ynanan köp sanly hususy eýeleriň adyndan çykyş edýärler. Karz-maliýe edaralary, karz berijiler we eýeler bolmak bilen, paýnamalary goşmaça çykarmagyň ýa-da olaryň eýeleriniň sanyny artdyrmagyň hasabyna birža amallaryny giňeltmäge gönükdirilen syýasaty alyp barýarlar.

Biržanyň rolunyň gowşamagynyň ýene bir möhüm faktory karz-maliýe institutlary tarapyndan ownuk maýa goýumçylaryň biržadan gysylyp çykarylmagy, gymmatly kagyzlaryň ugurdaş bazarlarynyň ösmegi, şeýle hem ykdysady konýunkturanyň durnuksyzlygynyň täsiri sebäpli paýnamalaryň hümmetiniň peselmegi netijesinde hususy maýa goýumçylaryň biržadan gaçmagy bolup durýar. Ownuk maýa goýumçylara ýokary hak tölenýän gullukçylar we işçiler, ownuk buržuaziýa, şeýle hem erkin hünärdäki adamlar degişlidir. Soňky ýyllarda olar öz süýşürintgilerini banklaryň süýşürintgiler hasaplarynda, ömri ätiýaçlandyrýan kompaniýalarda, pensiýa gaznalarynda we maýa goýum kompaniýalarynda saklamagy ileri tutýarlar. Netijede karz-maliýe instuitutlary gymmatly kagyzlaryň ähli görnüşlerini saklaýan monopolistlere öwrülip barýarlar, bu bolsa biržada nyrh kesilen paýnamalar bukjalarynyň birleşmegine (ulalmagyna) getirýär.

Biržadaky täze meýiller onuň işinde birnäçe netijeleriň ýüze çykmagyna getirdi. Ownuk bukjalaryň iri bukjalar bilen çalşylmagy amala aşyrylýan geleşikleriň sanyny azaltdy, paýnamalaryň hakyky bahasynyň emele getirilişine ýaramaz täsir etdi, kompaniýalaryň goşulyşmagynyň bolup geçýän şertlerini döretdi.

Gymmatly kagyzlaryň ägirt uly bukjalarynyň karz-maliýe institutlarynda jemlenmegi olara gymmatly kagyzlary ýerlemek we satyn almak boýunça göni geleşikleri amala aşyrmaga ýol berýär, bu bolsa ozal dellalçylyk firmalaryna we birža komitetlerine tölenen hyzmat haklarynda we beýleki ýygymlarda serişde tygşytlamaga mümkinçilik berýär. Gymmatly kagyzlary ýerleşdirmegiň täze görnüşleriniň ösmegi fiktiw maýalaryň söwdasynyň geçirilýän birnäçe bazarlarynyň döremegine ýardam etdi, olar biržalaryň işini biržadan daşary dolanyşykda gymmatly kagyzlara kesilen nyrhlary bellige almaga çenli çäklendirýär. Häzirki wagtda gymmatly kagyzlaryň bazarlary paýnamalary we obligasiýalary ýerleşdirmegiň usullaryna we olaryň çykarylýan möhletlerine baglylykda differensirlenýär.

Obligasiýalaryň täze goýberilişleri, düzgün bolşy ýaly, biržadan daşarda ýerleşdirilýär (biržadan daşary dolanyşyk). Şunda karz-maliýe institutlarynyň arasynda araçylar bolup maýa goýum banklary çykyş edýärler. Kähalatlarda karz-maliýe institutlary obligasiýalary

gönüden-göni söwda-senagat korporasiýalaryndan satyn alýarlar; bu görnüşi *göni ýerleşdirme* diýip atlandyrylýar, şunda ýygymlary tölemekde serişde tygşytlanýar. Obligasiýalaryň has kiçi tapgyrlary bäsleşikli söwdalar ýoly bilen ýerleşdirilip bilner, şeýle bolanda satyjylaryň toparyna lider, düzgün bolşy ýaly, maýa goýum ýa-da täjirçilik banky ýolbaşçylyk edýär.

Obligasiýalaryň we paýnamalaryň öňki goýberilişleri gazna biržasynda, şeýle hem karz-maliýe institutlarynyň gymmatly kagyzlaryň biržada bellige alnan we bellige alynmadak iri bukjalary bilen amallary geçirýän biržadan daşary bazarynda satylýar we satyn alynýar. Gymmatly kagyzlaryň ugurdaş bazarlarynyň hereket etmegi birža dolanyşygyny azaldýar.

Emma biržanyň rolunyň gowşamagy maýanyň biržanyň özünde jemlenmegi we merkezleşmegi, onuň amallarynyň kompýuterleşdirilmegi, şeýle hem maglumatlaryň toplamagyň, gowşurmagyň we işlemegiň görnüşleriniň we usullarynyň kämilleşdirilmegi, biržanyň amallarynyň göni döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi, birža geleşikleriniň internasionallaşma meýilleriniň güýçlenmegi bilen baglanyşykly gymmatly kagyzlaryň söwdasynda onuň ähmiýetini peseltmeýär.

Ykdysady konýunkturanyň ýaramazlaşmagy, spekulýatiw geleşikleriň uly möçberleri bilen şertlendirilen batyp galmalaryň we biržalaryň çökgünleriniň toplumy maýanyň biržada jemlenmegine we merkezleşmegine getiirdi. ABŞ-da 1970–1980-nji ýyllardaky batyp galmalar we özüne birikdirmeler Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň agzalary bolup duran firmalaryň sanyny azaltdy. 1960-njy ýylda olar 681 sany bolan bolsa, 1968-nji ýylda 646-a çenli azaldy; 1975-nji ýylda birža agza bolan firmalaryň sany 505-e çenli, 1978-nji ýylda bolsa 465-e çenli azaldy we her ýylda üýtgäp durdy.

1970-nji ýyllaryň ikinji ýarmynda Nýu-Ýork gazna biržasynyň köp agzalary goşulyşmaga mejbur boldular. Bu aýratyn hem delalçylyk firmalaryna täsir etdi. Şol döwürde ýüze çykan, hususan-da Nýu-Ýork gazna biržasynda emele gelen meýilleriň biri gymmatly kagyzlar bilen söwdanyň we araçyllyk işiniň esasan, iri dellalçylyk firmalary, maýa goýum banklary we bankçylar öýleri tarapyndan amala aşyrylandygy bolup durýar.

Nýu-Ýork gazna biržasynda amallaryň monopollaşdyrylmagyna garamazdan öňdebaryjy firmalar öz işlerinde belli bir kynçylyklara gabat geldiler. Gymmatly kagyzlar bilen söwdadan alynýan peýdanyň azalmagy, öňi bilen, 1970-nji ýyllardaky we 1980-nji ýyllaryň başyndaky çökgünlikler, hümmetsizlenmäniň ýokarlanmagy we gymmatly kagyzlar bazarynyň rolunyň peselmegi bilen baglydyr. Peselme meýli hatda paýnamalaryň bahasynyň artýan wagtynda hem ýüze çykýardy.

1970-nji ýyllardaky we 1980-nji ýyllaryň başynda ABŞ-daky stagflýasion konýunktura karz-maliýe institutlarynyň arasynda we gazna biržasynda bäsleşigi ýitileşdirdi, bu bolsa araçyllyk işinden alynýan girdejiniň peselmegine we käbir firmalaryň birža amallaryndaky paýynyň azalmagyna getirdi. Merill Linsh maýa goýum bankynyň Nýu-Ýorkuň gazna biržasyndaky amallaryndaky paýy 1977-nji ýylda 9,7%-e çenli aşak gaçdy, 1957-nji ýylda bolsa ol 13.7%-e deň bolupdy. Birnäçe dellalçylyk firmalary, maýa goýum banklary we bankçylar öýleri beýleki karz-maliýe institutlaryndan karz almaga mejbur boldular. Gazna biržasynyň agzalary bolan köp firmalar maržaly geleşikleri, ýagny karz geleşiklerini köp amala aşyryp başladylar. 1976-njy ýyldan 1978-nji ýyllar aralygynda şunuň ýaly amallar, ýylda 7% tölemek bilen, 9,8 mlrd dollara golaý möçberde geçrildi. Maýa goýum banklarynyň we bankçylar öýleriniň birnäçesi uzak möhletli karz aldylar.

Biržalaryň monopollaşmagynyň güýçlenmegi milli karz maýalar bazarynyň mehanizmini bozýar, sebitlerdäki dellalçylyk firmalarynyň tozmagyna getirýär, paýnamalaryň uly institusional bukjalarynyň geçginliligini peseldýär, hususy maýa goýumçylary hyzmat hakyny isleglerine görä ýokarandyrýan iri firmalara bagly edip goýýar.

Biržanyň monollaşdyrylmagy we bäsleşigiň güýçlenmegi karz maýalar bazarynyň ösüşinde beýleki çuň üýtgetmeleri döretdi, biržalaryň birleşmegine: olaryň internasionallaşmagyna, fiktiw maýany döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň güýçlenmegine getirdi.

1970-nji ýyllarda ABŞ-da gazna biržalarynyň birleşmegi işjeňleşip başlady. Filadelfiýa-Baltimor-Waşington biržasy, Ýuwaş okean kenarynyň gazna biržasy (San-Fransiskonyň we Los-Anjelesiň biržalarynyň birleşmeginiň netijesi hökmünde), Orta Günbataryň gaz-

na biržasy döredildi. Emma sebitleýin biržalar, esasan, ýerli ähmiýeti bolan orta we kiçi firmalaryň gymmatly kagyzlaryny jemleýärler.

Karz maýalar bazarynda söwda-senagat monopoliýalarynyň we karz-maliýe institutlarynyň agalyk etmegi dellalçylyk firmalarynyň öz müşderilerine bagly bolmagyna we olaryň hakykat ýüzünde golçur kompaniýalara öwrülmegine getirdi.

Garaşsyz dellallaryň iri dellalçylyk firmalary, maýa goýum banklary we bankçylar öýleri tarapyndan, gymmatly kagyzlaryň bukjalarynyň hususy eýeleriniň kollektiw eýeler tarapyndan gysylmagy karz maýalar bazarynyň elementleriniň biriniň monopollaşmagyny aňladýar. Eger-de 1963-nji ýylda karz-maliýe institutlarynyň paýyna Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda gymmatly kagyzlaryň dolanygynyň bahasynyň 35%-i düşen bolsa, 1973-nji ýylda olaryň paýy 70%-e, beýleki biržalarda 90%-e ýetdi. Häzirki wagtda bu meýil saklanyp galýar.

Karz-maliýe institutlary üçin fiktiw maýa eýelik etmegiň möhüm görnüşi paýnamalar, aýratyn hem adaty, iri korporasiýalaryň paýdarlarynyň ýygnagynda ses bermäge hukuk berýän paýnamalar bolup durýar.

Birža geleşikleriniň monopollaşdyrylmagy islegler we teklipler kanunyny bozmak bilen, kapitalistik ykdysadyýetiň özakymyna düzgünleşdirilýän mehanizmini hem bozýar. Karz-maliýe institutlarynyň gymmatly kagyzlar bazaryndaky işi, olaryň satyn alyjylar we satyjylar hökmündäki bitewi syýasaty spekulýatiw meýillere ýardam edýär we biržada paýnamalaryň we obligasiýalaryň bahasynyň birden üýtgäp durmagyny şertlendirýär, bu bolsa diňe bir hususy şahslar üçin däl, eýsem, korporasiýalar üçin hem gymmatly kagyzlary satyn almagy kynlaşdyrýar.

Birža amallarynyň monopollaşdyrylmagy bäsleşigi aradan aýyrmady, ýöne gazna biržasyny köp sanly we gödek gapma-garşylyklaryň merkezine öwürmek bilen, bäsleşik mehanizmini çylşyrymlaşdyrdy.

1970–1990-njy ýyllarda ownuk maýa goýumçylaryň biržadan gitmekleri sebäpli, şeýle hem durnuksyz ykdysady konýukturanyň netijesinde iri karz-maliýe institutlary tarapyndan biržanyň monopollaşdyrylmagy dowam etdirildi. Köp bolmadyk maýa pul maýasyny goýmak hümmetsizlenmek we konýunkturanyň ýygy-ýygydan

peselmä tarap üýtgemegi sebäpli barha tozduryjy amala öwrülýärdi. Emma gazna biržasy monopolistik maýanyň haýryna wagtlaýyn erkin pul serişdelerini jemlemekde möhüm roly ýerine ýetirmegi dowam etdirýär.

Häzirki wagtda birža söwdasynyň we spekulýasiýasynyň esasy merkezleri Nýu-Ýork (ABŞ), London (Beýik Britaniýa), Maýn boýundaky Frankfurt (Germaniýa), Sýurih (Şweýsariýa), Tokio (Ýaponiýa) Gonkong, Singapur we Şanhaý (Hytaý) bolup durýar.

Biržada iri karz-maliýe institutlarynyň agalyk etmegi gymmatly kagyzlar bazarynyň internasionallaşmagyna ýardam etdi, olar hakykatdan transmilli bazarlar bolup durýar. Häzirki wagtda Günbataryň öňdebaryjy ýurtlarynyň merkezi biržalary hakykat ýüzünde halkara bazarlardyr. Gymmatly kagyzlaryň söwdasy uly halkara merkezlerinde ýa-da uly bolmadyk ýurtlaryň ýörite maliýe anklawlarynda alnyp barylýar. Meselem, Lýuksemburgyň milli bank ulgamy 1970-nji ýyllaryň başynda karz maýalaryň dünýä bazarynda ujypsyz orun tutýardy, bu ýerde hereket eden 44 bankyň bary-ýogy 8 sanysy ýerli banklardy. Emma 1980-nji ýyllarda Lýuksemburg iri halkara bank merkezine öwrüldi, indu bu ýerde amerikan, nemes, şweýsar, belgiýa we fransuz banklary amallary geçirýärler. Lýuksemburgyň gazna biržasy barada hem şolary aýdyp bolar, onda gymmatly kagyzlaryň ujypsyzja möçberi hususy, hökümet we munisipal kompaniýalara degişlidir (bellige alnan 806 görnüşiň 69 görnüşi). Amerikanyň we Ýewropanyň banklaryň topary SEDEL kliring palatasyny döretdiler, oňa 500-e golaý banklar we bankçylar öýleri gatnaşýar. Lýuksemburg barha ýewroobligasiýalara nyrh kesilýän dünýä merkezine öwrürilip barýar.

1980-nji ýyllaryň başynda Ýaponiýada daşary ýurt karzlary bazarynyň iýendäki möçberleri ýokarlandy, Tokiodaky daşary ýurtlaryň iýendäki obligasiýalarynyň sany we ululygy görnetin artdy, daşary ýurtlylar üçin elýeterli bolan «Gensaki» bazary ösdi, bu bazarda şol bir wagtyň özünde gymmatly kagyzlaryň anyk görnüşleri, bellenen möhletlerde kesgitlenen bahalar boýunça satmak (satyn almak) we gaýtadan satmak (gaýtadan satyn almak) amala aşyrylýar. Bu bazara gatnaşyjylar geleşigiň görnüşine garamazdan karz alyjylar ýa-da karz berijiler bolup sykyş edýärler; deport we report amallaryň diňe spekulýatiw häsiýeti bardyr.

Her bir gazna biržasynyň we onuň işiniň ykdysadyýetiň aýratynlygy, gymmatly kagyzlar we maýalar bazary, karz-maliýe ulgamynyň ösüş derejesi bilen kesgitlenýändigi mälimdir. ABŞ-daky gazna biržalarynyň Günbatar Ýewropadaky we beýleki ýurtlardaky gazna biržalaryndan tapawutlanýandygy hem tebigy ýagdaýdyr. Soňky ýyllarda Tokionyň gazna biržasy tapawutlanýar, onuň mese-mälim (6 esse) ösen döwri soňky ýigrimi ýyla düşýär.

Tokionyň biržasynyň ösüş we ýokary galyş şertleri beýleki ýurtlardaky şertlerden düýpli tapawutlanýar:

– Tokionyň gazna biržasynda «baha – girdeji» gatnaşygy ýokarydyr, 60 – 11 (Dou-Jonsuň indeksi boýunça);

– Ýaponiýada Günbatar Ýewropa ýurtlaryna we ABŞ-a garanyňda ilatyň arasynda süýşürintgiler ölçegi mydama örän ýokary bolupdy, ABŞ-daky 4-5% bilen deňeşdirilende 17%;

– ýapon korporasiýalary bellige alnan paýnamalaryň 60%-ne eýelik edýärler, olary seýrek satýarlar;

– biržanyň kadalary günüň dowamynda bahalaryň hereketini 10-20% derejede çäklendirýär;

– biržadaky maýa goýumçylara salgyt salynmaýar we olar satuw möçberiniň bary-ýogy 1%-ni töleýärler;

– süýşürintgiler hasaplary boýunça pes girdejiler (bary-ýogy 0,75%) özbaşdak goýum goýýan adamlary öz süýşürintgilerini paýnamalara goýmagyň ýoluny gözlemäge mejbur edýär. Mundan başgada, kanunçylyk gymmatly kagyzlary satmaga we satyn almaga iterýär, biržadaky geleşikleriň 60%-e bolsa dört sany dellallar firmasy we olaryň şahamçalary gözegçilik edýärler.

Amerikanyň dellalçylyk firmalary we maýa goýum banklary gymmatly kagyzlaryň söwdasynda araçynyň golunda çykyş etmek we şunda uly peýda gazanmak bilen Ýaponiýanyň gymmatly kagyzlar bazaryna aralaşdylar. Amerikan maliýeçileri Ýaponiýanyň belli bir derejede ýapyk bazarynda amallary giňeltmäge däl, eýsem, geljek üçin strategiýany işläp taýýarlamaga çalyşýarlar. Bu babatda liderlik Salomon Brothers bankçylar öýüne we Morgan Stanli, Merill Linch, First Boston maýa goýum banklaryna degişlidir, olaryň araçyllyk işiniň peýdasy bir ýylda 1 mlrd. dollara golaý boldy.

8.2. Birža spekulýasiýalarynyň emele gelşi

Birža spekulýasiýalary baradaky meselä seretmek bilen, gymmatly kagyzlaryň gazna bazarynyň işiniň iki tarapyny bölüp görkezmek zerurdyr: birinjiden, pul maýasyny gymmatly kagyzlara goýmak, onuň üsti bilen kapitalistik üznüksiz önümçiligiň hakykatdan maliýeleşdirilmegi amala aşyrylýar; ikinjiden, paýnamalaryň, hususy we döwlet obligasiýalarynyň hümmet tapawudynyň esasynda peýda gazanmaga çalyşmak. Birža spekulýasiýalarynda hususy we beýleki kagyzlar, aýratyn hem paýnamalar ileri tutulýar. Birža diňe bir özboluşly bazar bolman, eýsem, gymmatly kagyzlar bilen amallarda belli bir derejede çalt baýamak usuly hem bolup durýar.

XIX asyrda we XX asyryň başynda iri senagat we maliýe magnatlarynyň birža spekulýasiýalary adaty zada öwrülipdi. Häzirki wagtda aýry-aýry korporasiýalaryň, banklaryň we beýleki karz-maliýe institutlarynyň spekulýasiýalary ýa-da kollektiwleýin spekulýasiýalar, ýagny biržada ol ýa-da beýleki amallary geçirýän haýsydyr bir kompaniýalaryň birleşikleriniň spekulýasiýalary uly rola eýe bolýar. Birža spekulýasiýalary ykdysady, durmuş, syýasy we döwlet çäreleriniň ulgamyna barha ýakyndan goşulyşýar.

Düzgün bolşy ýaly, biržadaky ykdysady we syýasy konýunktura bilen şertlendirilen ýokary göterilişler, şeýle hem hümmeti aşak gaçyrmak ýa-da ýokarlandyrmak oýunlary bilen şertlendirilen arassa spekulýasiýa 1930-njy ýyllardaky ýaly çökgünlige örän seýrek getirýär. Birža, esasan, gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň aşak gaçmagyny ýuwaş-ýuwaşdan üzmek mahsusdyr. Bu ýagdaýyň esasy sebäpleri, birinjiden, gymmatly kagyzlar bazaryny, aýratyn hem biržany döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň usullarynyň belli bir derejede köp bolmagy; ikinjiden, gazna gymmatlyklarynyň ägirt uly möçberi; üçünjiden, biržanyň ykdysadyýetiň ýagdaýy bilen, öňi bilen bolsa karz-maliýe institutlary bilen bagly bolmagy bolup durýar, bu bolsa monopolistik maýany we maliýe obligasiýasyny, dolanyşygyň üsti bilen amala aşyrylýan üznüksiz önümçilige zyýan ýetirmezlik üçin olary öz spekulýasiýalaryny azaltmaga mejbur edýär.

Birža täze kompaniýalar döredilende esaslandyryjynyň roluny ýerine ýetirmegi bes etdi; onuň baş ölçegi ýokary peýda almakdyr.

Birža geleşikleriniň iki görnüşi, ýagny maýa goýum we spekulýatiw görnüşleri baş maksada – ýokary peýda almaga gönükdirilendir. Emma biržanyň uzak möhletli peýdasy ykdysady konýunkturanyň ýa-da syýasy ýagdaýyň amatsyz üýtgemegi bilen düzedilip (aradan aýrylyp) bilner.

Birža peýdasyny esasy alyjylar maýa goýum banklary, maşgala bankçylar öýleri, iri söwda-senagat korporasiýalary, karz-maliýe institutlary, iri hususy bukjalaryň eýeleri bolup durýar. Bu birža subýektleri baýlaşmagyň dürli usullaryna ýüzlenýärler, olaryň iň esasysy ýapyk gizlin maglumaty bilmek we hümmetiň emeli üýtgäp durmagy bolup durýar. Birinji ýagdaýda ýapyk maglumatyň elýeterli bolmagy hümmeti aşak gaçyrmak we ýokarlandyrmak oýnunda maksady dogry saýlap almaga mümkinçilik berýär, ikinji ýagdaýda ep-esli peýda almak maksady bilen, gymmatly kagyzlaryň hümmetini öňünden bilip başlangyç bilen täsir etmek bolup geçýär. Hümmete täsir etmegiň mekir usullarynyň biri hem tekjeleri bezemek usulydyr. Haýsydar bir kompaniýanyň paýnamalaryny ownuk tapgyrlar bilen kem-kemden satyn almak, şeýle hem ýalan maglumatlary ýaýratmak ýoly bilen spekulýant paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanmagyna ýardam edýär.

Düzgün bolşy ýaly, birža spekulýasiýalary öňünden taýýarlanan ssenariýleri boýunça, uzak döwre çekilen, ykjam taýýarlanan deslapky çärelerden soň amala aşyrylýar. Şunda adatça, ownuk we orta goýumçylar biržada ažiotaž döredýärler, hakykatdan olar uly birža amallary üçin esas taýýarlaýarlar, oňa iri korporasiýalar, banklar we beýleki karz-maliýe institutlary gatnaşýarlar.

Haýsydyr kompaniýanyň ol ýa-da beýleki gymmatly kagyzlaryna ýa-da paýnamalaryna we obligasiýalaryna gyzyklanma has iri korporasiýa bilen birleşmek barada maglumat bolanda, ol ýa-da beýleki kompaniýada ylmy-tehniki açyşlaryň garaşylýandygy, kompaniýalyryň dürli meseleler (uly möçberdäki döwlet sargytlaryny paýlamak hakynda, bu aýratyn hem iri harby-senagat kompaniýalyryna degişlidir we ş.m.) boýunça işewür gepleşikler geçirýändikleri barada maglumatlar bar bolanda ýüze çykýar. Şunuň ýaly maglumatyň (çyn ýa-da ýalan) ýaýramagy birža spekulýantlaryna hümmeti galdyrmak üçin güýçli itergi berýär. Şunda gymmatly kagyzlar bilen geleşigi

biržanyň işiniň tamamlanmazyndan birnäçe minut öňünden amala aşyrmak möhümdir, çünki bellenen hümmet diňe bir gutarnykly bolman, eýsem, geljekki bir – iki gün üçin kesgitleýji hümmet bolmagy mümkindir.

ABŞ-da flog traders seksulýasiýasy giň ösüşe eýe boldy. Uly bolmadyk möçberlerde durnukly hümmet tapawudyny alýan birža agzalary şeýle artlandyrylýar. Biržada şowhun (bum) bolan halatynda olar biri-birine paýnamalary satýarlar. Bu iş hümmetiň peselýän pursadyna çenli olaryň gymmatly kagyzlary ýerläp ýetişmeklerini göz öňünde tutýar. Düzgün bolşy ýaly, şu ýagdaýlarda öz müşderileriniň haýryna hereket edýän satyn alyjy dellallar tapylýar.

Bu usul diňe bir ol ýa-da beýleki gymmatly kagyzlaryň dolanyşygynyň artmagyna däl ýardam etmän, eýsem, biržada ýokarlanma meýli üçin goşmaça höweslendirmeleri hem üpjün edýär. Mundan başga-da, bu ol ýa-da beýleki kompaniýanyň ýa-da korporasiýanyň gymmatly kagyzlaryny mahabatlandyrmak hem bolup durýar.

Döwlet gözegçilik edaralary ýokarlandyrma oýunlaryny emeli höweslendirmegi gadagan edýärler. Emma hakykatdan şunuň ýaly düzgünleşdirmek seýrek gabat gelýän ýagdaýdyr, eger ol bolaýanda-da bu amallar üçin, düzgün bolşy ýaly, ownuk spekulýantlara temmi berilýär. Emeli ýokarlandyrma ýüze çykarylanda düzgünleşdiriji edaralar biržada geleşikleri gadagan edip bilerler, bu bolsa spekulýantlara we tutuş birža konýunkturasyna aýňaldyryjy täsir edýär.

Diňe bir paýnamalar däl, eýsem, hususy kompaniýalaryň we korporasiýalaryň obligasiýalary hem birža spekulýasiýalarynyň obýekti bolup hyzmat edýärler, olar dürli aldawçylyklar we kezzapçylyklar üçin peýdalanylýar. Şunda spekulýatiw peýda, eger-de birža dolanyşygyna karz alnan obligasiýalar gatnaşýan bolsa, örän ýokary bolup biler. Karz-maliýe inistitutlarynyň söwda-senagat korporasiýalarynyň obligasiýalarynyň köp mukdaryna eýelik edýändikleri, şeýle hem beýleki gymmatly kagyzlaryň uly bukjalaryny öz ellerinde jemländikleri bilen baglanyşykly şunuň ýaly amallar giňden ýaýrady. Bu öňi bilen, ömri ätiýaçlandyrýan kompaniýara, saýlama pensiýa gaznalaryna, täjirçilik banklarynyň trast bölümlerine degişlidir. Bu edaralar goşmaça peýda gazanmak islegi bilen, belli

bir hak alyp, obligasiýalary birža spekulýantlaryna belli bir möhlete karzyna berýärler. Spekulýasiýanyň mehanizmi uzak möhletli we gysga möhletli obligasiýalar, şeýle hem bank goýumlary boýunça göterimleriň arasyndaky we döwletiň gymmatly kagyzlaryny goşmak bilen, obligasiýalaryň her bir görnüşi boýunça göterimleriň arasyndaky tapawuda esaslanýar. Göterim möçberleriniň arasyndaky tapawudyň bar bolan hereketi ýygy-ýygydan üýtgäp duran ykdysady konýunktura bilen kesgitlenýär, bu bolsa karz alnan obligasiýalar bilen speklýasiýa etmek üçin amatly ýagdaý döredýär.

Obligasiýalar bilen spekulýasiýa geçirmek maksady bilen, öz telekeçilik işini göterimleriň üýtgeme derejesinde gurýan ýörite kompaniýalar döredilýär. Şunuň ýaly galp kompaniýalary guramakda we maliýeleşdirmekde obligasiýalary karzyna bermek bilen baglanyşykly geleşiklerde goşmaça peýda alýan täjirçilik banklary uly rol oýnaýarlar. Şunuň ýaly amallara saldamly maliýe serişdeleri bolan beýleki karz-maliýe institutlary, mysal üçin ätiýaçlandyryş kompaniýalary hem gatnaşýarlar, ABŞ-da ätiýaçlandyryş kompaniýalary işjeňleriň möçberi boýunça täjirçirlik banklaryndan we pensiýa gaznalaryndan soň üçünji ýeri eýleýärler.

Birža amallary ogurlyklar we galplyklar bilen hem bagly bolýar. Meselem, ABŞ-da 1980-nji ýyllaryň ahyrynda galp ýasalan we ogurlanan gymmatly kagyzlaryň bahasy 3,6 mlrd. dollara deň boldy. Şunuň ýaly aldawçylyklaryň möçberi ýokary bolmak bilen, diňe bir döwletiň düzgünleşdiriji edaralarynyň däl, eýsem, telekeçileriň, aýratyn birža telekeçileriniň arasynda howsala döredýär. Netijede birža oýnuna gatnaşýan goýumçylar barada maglumatlary toplaýan we seljerýän ýörite firmalar döredilýär. Maýa goýumçylar barada belli bir maglumatlary bar bolan maýa goýum banklary hem muňa goşulýarlar. Fiktiw maýanyň we onuň bilen spekulýasiýalaryň möçberiniň yzygiderli artýan häzirki zaman şertlerinde gazna biržasynyň özüniň gözegçilik mehanizmi bolýar, ol gymmatly kagyzlaryň ähli görnüşleri boýunça diýen ýaly amallary hemmetaraplaýyn seljermäge mümkinçilik berýär.

Ýapyk maglumaty almak birža amallarynda örän çalt baýamaga mümkinçilik berýär. 1980-nji ýyllaryň ortasynda – 1990-njy ýyllaryň

başynda ABŞ-da maklerleriň çalt baýamagy bilen baglanyşykly birnäçe uly birža dawalary bolup geçdi.

1990-njy ýylda Nýu-Ýorkda maliýeçi M.Milken özüniň biržadaky aldawçylygy üçin on ýyl türmä basyldy we 600 mln. dollar möçberde jerime töledi.

Şeýlelikde, birža geleşiklerini berk düzgünleşdirmegiň bar bolan ulgamy birnäçe ýagdaýlarda netije bermeýär. Biržalary wagtal-wagtal şowhunlar (bum), ýokary galyşlar we çökgünlikler howsala salýar, bu hem köp babatda onuň funksional mehanizmi bilen baglydyr.

Birža öz tebigaty boýunça durnuksyzdyr, çünki ol adamlary ýeňil gazanjy wada bermek bilen özüne çekýär, şunuň ýaly gazanja höwes döredýär we olaryň maliýe duýgurlygy üçin baýrak hökmünde has köp ýeňil gazanjy wada berýär. Biržanyň durnukçyzlygyny onuň spekulýatiw mehanizmi bilen döredýär. Amatly ykdysady konýunktura, jemi milli önümiň (JMÖ) artýan we gyşarnyksyz hümmetsizlenme şertlerinde paýnamalaryň bahasy ýokarlanýar, bu bolsa birža maýa goýumçylary çekýär we hümmetiň mundan beýläk hem ýokarlanmagyna sebäp bolýär. Netijede satyn alyjylaryň paýnamalara bolan gyzyklanmasy barha güýçlenýär. Paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanmagynda gazanç etmegi göz öňünde tutup, satyn alyjylar hakykatdan olaryň bahasyny kesgitleýär. Ol ýa-da beýleki tapgyrda, haýsydyr bir möhüm syýasy ýa-da ykdysady wakanyň täsiri bilen paýnamalary satyn almaga isleg gowşaýar ýa-da asla togtaýar. Paýnamalaryň bahasy gaçyp başlaýar we maýa goýumçylar gymmatly kagyzlaryň ol ýa-da beýleki möçberinden dynmaga çalyşýarlar. Paýnamalaryň hümmetiniň gaçmagy biržalaryň synmagyna getirip bilýän derejede çalt bolup bilýär. Şeýlelikde, paýnamalaryň bahasy näçe ýokary bolsa, olar çalt baýamak isleýän satyn alyjylaryň gelmegine şonça-da bagly bolýarlar.

1970-nji ýylyň maýynda ABŞ-da bolan birža çökgünligi spekulýatiw mehanizmiň ýüze çykmasy boldy, şonda paýnamalaryň bahasy 300 mlrd. dollardan hem aşak gaçdy. Birža tolgunyşyklarynyň tolkuny diňe bir ownuk maýa goýumçylara däl, eýsem, iri korporasiýalara hem düýpli zyýan ýetirdi. Biržanyň durnuksyzlygy köp sanly iri korporasiýalaryň köpüsi üçin tölege ukyplylyk çökgünligini döret-

di. Iri demir ýol kompaniýasy bolan Renn Sentral hökümetiň kepillendirilen karzyny almaga we özüniň Nýu-Ýorkdaky gozgalmaýan emläkleriniň esli bölegini satyşdyrmaga mejbur boldy. Biržadaky şunuň ýaly ýagdaý stagflýasiýa şertlerinde spekulýatiw tolkunyň netijesinde 1970–1980-nji ýyllaryň ortasynda hem emele geldi.

1980-nji ýyllaryň başy biržada paýnamalaryň hümmetiniň ýokary möçberde täzeden aşak gaçmagy bilen bellenildi. 1980-nji ýylda ol iki aýlap dowam etdi we pese gaçyşlygyň derejsi 16%-e ýetdi. 1981-nji ýylda pese gaçyş döwri Dou-Jonsuň indeksiniň 17% peselen derejesinde dört aýa çekdi; ýitgileriň möçberi 172 mlrd. dollara deň boldy. 1981-nji ýylda biržadaky täze başagaýlygy işewür toparlar belli bir babatda göterim möçberleriniň ýokarlanmagy bilen baglanyşdyrdylar.

1982-nji ýylda biraz ýokarlanandan soň, Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda paýnamalaryň hümmeti diňe bir günüň içinde, 26-njy awgustda 36 punkt aşak gaçdy, muny aşak gaçyşlygyň derejesi boýunça 1929-njy ýylyň «gara sişenbesi» bilen deňeşdirip bolar. 1970-nji ýyllaryň başyndan döwlet bergisiniň artmagy we pul maýasyna bolan islegiň teklipden ýokary gelmegi sebäpli karz maýalar bazarynyň funksional mehanizmindäki çökgünlik ýagdaýlarynyň güýçlenmegi bilen baglanyşykly göterim möçberleri galyp başlady. 1980-nji ýyllaryň başynda möçberleriň artma meýli güýçlendi. Emma olaryň ýokarlanýan döwründe hem wagtal-wagtal pese gaçmalar boldy. Möçberleriň gysga wagtlaýyn peselmeginiň netijesinde gymmatly kagyzlaryň biržada hümmeti ýokarlandy. 1983-nji ýylyň awgustynda iri we ownuk, hususy we guramaçylykly goýumçylaryň ýüzlerçe müňüsi biržada hümmetiň ýokarlanmagynda gazanç etdiler. Citi Bankyň başlangyjy bilen göterim möçberleri täzeden ýokarlananda paýnamalaryň hümmeti pese gaçyp başlady.

1983-nji ýylda 500 kompaniýanyň paýnamalarynyň hümmetiniň indeksi, Standard & Pors firmasynyň berýän bahasyna görä, 67%, arzan paýnamalar boýunça bolsa 152% ýokarlandy. Value Line firmasy tarapyndan hasaplanan, köp sanly ownuk maýa goýumçylar tarapyndan yzarlanýan düzümleýin indeks 86% artdy.

1981-nji ýylyň ýazynda düýbünden başgaça ýagdaý emele geldi, şol wagt paýnanalaryň we beýleki gymmatly kagyzlaryň (obli-

gasiýalaryň) hümmeti esli peseldi. 1981-nji ýylyň sentýabrynda Dou-Jonsuň indeksi 21%-e golaý pese gaçdy. Durnukly göterimi bolan hususy obligasiýalaryň bazary entek 1979–1980-nji ýyllaryň çökgünligi sebäpli ýüze çykan tolgunyşyklardan aýňalmandy. Paýnamalary we pul borçnamalarynyň üpjünçiligini goşmak bilen, gymmatly kagyzlaryň dürli görnüşleriniň eýeleriniň çeken zyýanynyň umumy möçberi 2 trln dollara golaý boldy. Gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň şunuň ýaly aşak gaçmagy diňe bir hususy kompaniýalaryň gysga möhletli borçnamalarynyň çökgünlikden soň jemlenmegini däl, eýsem, täze maýa goýumlaryň maliýeleşdirilmegini hem kynlaşdyrdy.

Gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň çökgünlik we göterim möçberleriniň ýokarlanmagy sebäpli aşak gaçmagy maýanyň merkezleşdirilmeginiň çaltlaşmagyny şertlendirdi. Iri korporasiýalar 2,4 müň kompaniýany özlerine birleşdirler, şu maksat üçin 80 mlrd dollara golaý serişde harçladylar. Şeýlelikde, gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň önümçiligiň peselmegi we göterim möçberleriniň ýokary derejesi bilen bagly peselmegi, umuman alanyňda ABŞ-nyň iri korporasiýalary üçin bähbitli boldy.

1983-nji ýylda gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň ýokarlanmagynyň barşynda üznüksiz önümçilik predmetleri, antikwariatlar, monetler, markalar ýaly pul goýmagyň 1970-nji ýyllarda meşhur bolan usullary ähmiýetini ýitirip ugrady. Mundan başga-da, gazna biržasy 1970-nji ýyllaryň dowamynda pul maýasyny çekmek bilen, bahalaryň gymmatlaýandygyna garamazdan, olary gymmatly metallara, brilliantlara we ýere goýup başlady. Biržada şowhunlaryň (bumuň) netijesinde paýnamalaryň her günki satylýan möçberi artdy. 1983-nji ýylyň iýul aýyndan awgust aýy aralygynda bir günde ortaça 50–86 mln paýnama elden-ele geçdi. Deňeşdirmek üçin: 1940-njy ýyllaryň ahyrynda her günki dolanyşyk 1 mln paýnama, 1960-njy ýyllarda 6 mln. paýnama ýetipdi. Paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanmagynyň netijesinde ägirt uly baýlyklar gazanyldy. Wilshere indeksine laýyklykda, 5 müň paýnama sentýabrda 660 mlrd. dollar möçberde potensial peýda berdi, bu iýunda bellige alnan 700 mlrd. dollardan biraz azdyr, şonda paýnamalaryň hümmeti rekodr derejä barypdy.

Paýnamalaryň mundan ozal köp sanly aşak gaçmalaryny hasaba alanyňda, 1983-nji ýylda olaryň ýokarlanmagy köp maýa goýumça ýitgileriň öwezini dolmakdan başga hiç zat bermedi diýen ýalydyr. Meselem, hümmetsizlenmeden yza galmazlyk üçin, Dou-Jonsuň indeksi 1982-nji ýylda 1051 däl-de, 2446 deň bolmalydy. Şol döwürde dellalçylyk kompaniýasynyň berýän bahasyna görä, paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanmagyndan ykdysadyýetiň ähli pudaklary utuş gazandylar. Uol-stritdäki maklerçilik kontoralarynyň paýnamalarynyň hümmeti has ýokary galdy we 326%-e deň boldy, altyn gazyp çykarýan kompaniýalaryňky 223%-e, aragatnaşyk kompaniýalaryňky 213%-e, karz-maliýe institutlarynyňky 206%-e, gurluşyk kompaniýalarynyňky 204%-e barabar boldy. Awtomobil we dokma kompaniýalarynyň paýnamalarynyň hümmeti iki esse artdy, metallurgiýa senagatynda 57%, temmäki, elektroenergetika kompaniýalarynyň we tomaşa edaralarynyň paýnamalarynyň hümmeti 30% ýokarlandy. Birža şowhuny amerikan administrasiýasynyň birnäçe pul-karz we salgyt çärelerini geçirmegi netijesinde gazanylan hümmetsizleme depginleriniň peselýän şertlerinde bolup geçdi.

Paýnamalaryň hümmetiniň uzak wagtyň dowamynda ýokarlanmagy goýumçylary çekdi we 1983-nji ýylda olaryň sany 32 milliona ýetdi. 1980-nji ýyllaryň ikinji ýarymynda ABŞ-da, esasan, ykdysadyýetiň durnukly ösmegi, hümmetsizlenmäniň pes derejesi, maýa bazarynyň belli bir derejede durnuklylygy bilen baglanyşykly paýnamalaryň, şeýle hem beýleki gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň ýokarlanmagy bolup geçdi. Ýöne umumy otnositel durnuklylyk federal býujetiň ýetmezçiliginiň artmagy we döwlet bergisiniň köpelmegi bilen bilelikde bolup geçdi. Ahyrnetijede soňky faktor 1989-njy ýylyň oktýabrynda Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda nobatdaky birža çökgünligine getirdi. Birnäçe günüň dowamynda paýnamalaryň hümmetindäki ýitgiler 1 trln. dollara golaý boldy, ol Günbabatar Ýewropanyň ýurtlarynyň, Günorta-Gündogar Aziýanyň we Ýaponiýanyň biržalaryna ýaramaz täsir etdi. Diňe hökümetleriň goşulyşmagy, biržalaryň wagtlaýyn ýapylmagy we ABŞ-nyň prezidentiniň býujetiň ýetmezçiligini azaltmak boýunça çäreler görjekdigi barada wada bermegi ýagdaýy durnuklaşdyrmaga mümkinçilik berdi.

1990-njy ýylyň ýanwarynda Tokionyň gazna biržasy düýpli tolgunyşygy başdan geçirdi. Nikkey indeksine laýyklykda, paýnamalaryň hümmeti 1989-njy ýylyň dekabry bilen deňeşdirilende, 10 punkt pese gaçdy. Iýen görnüşinde pese gaçyşlyk 17%-e, dollarda 23%-e deň boldy. Paýnamalaryň hümmetiniň şeýle aşak gaçmagynyň esasy sebäbi ýokary bank möçberi we iýeniň dollara gatnaşygynyň peseldilen bahasy bolup durýar. Bu ýagdaý maýa goýumçylaryň 1990-njy ýylyň dowamynda gymmatly kagyzlary satyn almakda örän seresaply bolmaklaryny şertlendirdi, çünki göterim möçberi ýokary, iýeniň bahasy bolsa pes bolup galýardy. Banklar we ätiýaçlandyryş kompaniýalary işjeňleriniň köp bölegini nagt görnüşde saklamagy we 7,3 göterimden ugur almak bilen gysga möhletli karz bermegi ileri tutdular.

Tokionyň gazna biržasynda ikinji iri tolgunyşyk 1990-njy ýylyň 26-njy fewralynda bolup geçdi, şunda paýnamalaryň hümmeti 1569 punkt ýa-da 4,5% pese gaçdy. Ýöne eýýäm 27–28-nji fewralda paýnamalaryň hümmeti 1270 punkt ýokarlandy. Nobatdaky pese gaçyşlygyň sebäbi hümmetsizlenmegiň depginleriniň artmagyndan gorky, ýokary göterim möçberleri, iýeniň gowşamagy, harytlary ýerlemegiň geljege niýetlenen maksatnamalary we Ýaponiýanyň taryhynda görlüp-eşidimedik ýagdaý, ýagny merkezi bank bilen hökümetiň arasyndaky gapma-garşylyk boldy.

Soňky uly tolgunyşyk 1997-nji ýylyň oktýabrynda ýüze çykan Aziýa maliýe çökgünligi boldy, ol Günorta-Gündogar Aziýanyň ýurtlaryna, şol sanda Ýaponiýa täsirini ýetirdi. Tokionyň biržasynda we Ýaponiýanyň beýleki biržalarynda paýnamalaryň hümmetiniň pese gaçmagy bolup geçdi.

1997-nji ýylyň oktýabr-noýabr aýlarynda banklaryň we dellalçylyk firmalarynyň paýnamalarynyň hümmeti 6,9–30%, Nikkey indeksi 5,1% pese gaçdy.

Şeýlelikde, birža özüniň spekulýatiw tebigatynyň, şeýle hem ykdysadyýetiň möhüm konýunktura görkezileriniň yzygiderli üýtgäp durmagynyň täsiri bilen, hemişe durnuksyz we galagoply ýagdaýda bolup galýar.

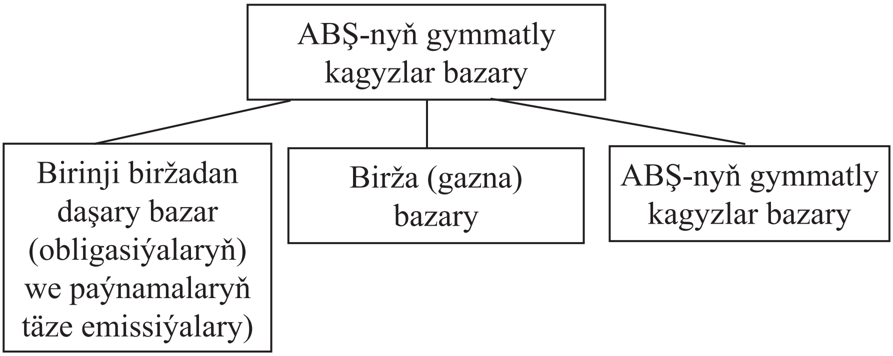
IX bap ABŞ-nyň GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

9.1. Bazaryň gurluşy

ABŞ-nyň gymmatly kagyzlar bazary Günbatar ýurtlaryň milli bazarlarynyň arasynda iň kuwwatly we köp şahaly bazardyr. Ol beýleki ýurtlaryň bazarlaryna düýpli täsir edýär we olar bilen ýakyn özara gatnaşyk saklaýar. Häzirki wagtda ABŞ-nyň gymmatly kagyzlar bazary gurluş babatda birinji (biržadan daşary) bazardan, birža bazaryndan (gazna biržalary) we köçe bazaryndan durýar (*21-nji tablisa*).

21-nji tablisa.

ABŞ-nyň gymmatly kagyzlar bazarynyň düzümi



Gymmatly kagyzlar bazary ABŞ-nyň esasy maýany täzelemek üçin milli ykdysadyýeti serişdeler bilen üpjün edýän karz maýalar bazarynyň (maliýe bazarynyň) düzümine girýär.

ABŞ-nyň gymmatly kagyzlar bazary ýeterlik derejede köp şahaly bolmak bilen, emitentiň hem, maýa goýumçynyň hem isleglerini kanagatlandyryp biler. Bu gurluşyň çäklerinde aýry-aýry bazarlaryň arasyndaky gatnaşyk ykdysady, syýasy we global faktorlaryň täsiri bilen üýtgeýär.

Mundan başga-da, soňky döwürlerde olaryň arasynda bäsleşik ýokarlandy. Bir tarapdan köçe bazary bilen gazna biržalarynyň ara-

synda, beýleki tarapdan birinji we köçe bazarlarynyň arasynda bäsleşik has-da güýçlendi.

Gymmatly kagyzlaryň birinji biržadan daşary bazary. ABŞ-da uruşdan soňky ýyllarda maýany jemlemek boýunça has ähmiýetli bazar birinji biržadan daşary bazar boldy, bu ýere hususy obligasiýalaryň we paýnamalaryň uly möçberleri goýberildi. Hut şu bazar mikro we makro derejede gymmatly kagyzlaryň ähli bazarlarynyň üsti bilen amerikan ykdysadyýetini maliýeleşdirmekde öňdebaryjy roly oýnady.

Ilkinji bazara esasy gatnaşyjylar şulardan ybaratdyr: emitentler – iri senagat, ulaglar we söwda korporasiýalary, maýa goýumçylar – ätiýaçlandyryş (esasan hem ömri ätiýaçlandyryş kompaniýalary), açyk we ýapyk görnüşli maýa goýum kompaniýalary we hususy pensiýa gaznalary. Bu bazarda emitentler bilen maýa goýumçylaryň arasynda araçy bolup güýçli maýa goýum banklary çykyş edýärler, käbir ýagdaýlarda olara bankçylar öýleri we iri dellalçylyk firmalary goşulyp biler.

ABŞ-da gymmatly kagyzlaryň birinji bazary obligasiýa bazary bolup durýar, çünki korporasiýalaryň hususy obligasiýalarynyň paýyna ähli gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň 70-80%-i (käbir ýyllarda 90%-i) düşýär, paýnamalaryň paýy bolsa 10-dan 30%-e barabardyr. Bazardaky şunuň ýaly balans esasy maýany täzelemek we ylmy-tehniki rewolýusiýanyň soňky gazananlarynyň esasynda iň täze tehnologik prosesleri durmuşa geçirmek maksady bilen, iri kompaniýalar üçin uly möçberdäki uzak möhletli pul serişdelerini jemlemäge mümkinçilik berýär.

Obligasiýa zaýomlary görnüşinde obligasiýalary satyn almak bilen, ätiýaçlandyryş we maýa goýum kompaniýalary, hususy pensiýa gaznalary ABŞ-nyň dürli maliýe däl korporasiýalaryna 20 ýyldan 100 ýyla çenli möhlet bilen pul serişdelerini berýärler. Möhletleriň uzaklygy bu bank däl institutlaryň işiniň häsiýeti bilen kesgitlenýär.

Ömri ätiýaçlandyrýan kompaniýalar we hususy pensiýa gaznalary gatanjyň alynýan we ätiýaçlandyryş ýa-da pensiýa öwez tölegleriniň tölenýän döwrüniň arasyndaky wagt tapawudynyň netijesinde ägirt uly möçberlerde pul serişdelerini toplaýarlar, uzak möhletiň dowamynda olarda uly möçberde ätiýaçlandyryş we pensiýa üçin pul serişdeleri emele gelýär, bu pul serişdelerini olar hususy obligasiýala-

ra we paýnamalara maýa goýum hökmünde goýýarlar. Öz gezeginde maýa goýum kompaniýalary öz paýnamalaryny belli bir derejede pes bahalar boýunça kanuny şahslara hem-de şahsy taraplara satýarlar, şeýle hem olara uly pul serişdelerini toplamaga mümkinçilik berýärler, bu serişdeler hem bazarda iri amerikan kompaniýalarnynyň paýnamalaryna we obligasiýalaryna goýulýar.

ABŞ-yň birinji bazarynyň möhüm aýratynlygy täjirçilik, süýşürintgiler we beýleki banklar üçin gymmatly kagyzlaryň täze emissiýalaryna goýum goýmagyň çäklendirilmegi bolup durýar. Amerikanyň banklarynyň gymmatly kagyzlar bukjasy häkimiýetiň dürli derejeleriniň (federal, ştat, sebitleýin, şäher häkimiýetleriniň) döwlet obligasiýalaryndan emele gelýär.

Birinji bazaryň ösenligi, köp şahalylygy we hereket edişiniň çeýeligi ýerleşdirmegiň durnukly araçyl mehanizmini döretmäge ýardam etdi. ABŞ-da bu bazarda hususy obligasiýalary we paýnamalary ýerleşdirmegiň bäş usuly giňden ulanylýar.

1. ***Anderraýting*** *(inderwriting)* – maýa goýum banklary (bir ýa-da birnäçe) korporasiýadan obligasiýa zaýomyny satyn alýarlar we soňra maýa goýumçylara ýerleýärler (satýarlar), ýerleşdirmek we geňeş üçin hak alýarlar.

2. ***Göni ýerleşdirmek*** *(direct placement)* – emitent öz serişdelerini maýa goýum banklaryndan sowlup geçmek bilen, maýa goýumçylarda ýerleşdirýär, şunda maýa goýum banklary şu hili ýerleşdirmede geňeşdar bolup we diňe geňeş üçin hyzmat hakyny alyp bilerler.

3. ***Köpçülikleýin teklip*** *(public offer)* – maýa goýum banklary emitent bilen maýa goýumçynyň arasynda araçy bolup çykyş edýärler we gymmatly kagyzlary emitentden alman olary ýerleşdirýärler, ýöne ýerleşdirmek we geňeş üçin hak alýarlar.

4. ***Bäsleşikli söwdalar*** *(complettitiwe bidding)* – maýa goýum banklarynyň topary emitentiň adyndan auksion esasynda söwdalary geçirýär, gymmatly kagyzlary ýokary bahany teklip eden maýa goýumça (maýa goýumçylara) satýarlar, ýerleşdirmek we geňeş üçin hak alýarlar.

5. ***Ýerleşdirmegiň täze tehnologiýasy*** *(new tehnology placement)* – emitent korporasiýa gymmatly kagyzlary bazarda özi ýerleşdirýär, munuň üçin ýörite maliýe birligini döredýär, ol häzirki

zaman aragatnaşyk serişdeleriniň kömegi bilen maýa goýumça onuň gymmatly kagyzlaryny satyn almagy teklip edýär. ABŞ-da şunuň ýaly usul 1990-njy ýyllaryň başynda ösüp başlady, ýöne birnäçe sebäplere görä ýeterlik derejede giň ösüşe eýe bolup bilmedi: birinjiden, korporasiýanyň çäklerinde ýörite birligiň döredilmegi çykdajylaryň artmagyna getirýär; ikinjiden, korporasiýada bazardaky isleg barada doly maglumat bolmaýar; üçünjiden, täze usul hyzmat hakyny ýitiren maýa goýum banklarynyň güýçli nägileligine sebäp boldy, dördünjiden, bu usul emitent (korporasiýa) bilen maýa goýum banklarynyň wekilçiligindäki araçynyň arasynda emele gelen uzak wagtlyk aragatnaşygy bozdy.

Häzirki wagtda ýerleşdirmegiň başky dört usuly öňküleri ýaly ileri tutulýar. Şeýlelikde, ABŞ-da birinji bazarda ýerleşdirmegiň emitentleriň hem-de araçylaryň isleglerini kanagatlandyrmaga mümkinçilik berýän, ýeterlik derejede çeýe ulgamy emele geldi.

ABŞ-nyň birža bazary (gazna biržasy). Gymmatly kagyzlara pul goýmak häzirki zaman amerikan jemgyýetiniň häsiýetli aýratynlygydyr. Gazna biržasyndaky ýagdaý ilatyň, hususy sektoryň, hökümetiň ünsüni özüne çekýär.

ABŞ-nyň gazna biržasy amerikanyň ykdysadyýetiniň gurluşynda, aýratyn hem dolanyşyk ulgamynda görnükli orun eýeleýär we senagata hem-de hojalygyň beýleki pudaklaryna pul serişdeleriniň gelip gowuşmagynyň möhüm çeşmesi bolup hyzmat edýär. Birža ykdysadyýetdäki, hususy bölekdäki konýunkturanyň ýagdaýyny, ilatyň ol ýa-da beýleki ykdysady ýa-da syýasy wakalara gatnaşygyny görkezýär.

ABŞ-da biržalar bir tarapdan, goşmaça pul serişdeleri zerur bolan korporasiýalaryň we karz-maliýe edaralarynyň özleriniň gymmatly kagyzlaryny (esasan hem paýnamalaryny) satýan, beýleki tarapdan bolsa, özleriniň şahsy pul süýşürintgilerini peýda getirer ýaly goýmaga çalyşýan şahsy adamlaryň, dürli korporasiýalaryň şol kagyzlary satyn alýan bazarydyr. Korporasiýalar biržada paýnamalary satmak bilen goýumçylara (satyn alyjylara) özleriniň emläginiň bir bölegini ýa-da paýyny satýarlar. Biržanyň gymmatly kagyzlar bazary hökmündäki aýratynlygy bar bolan paýnamanyň bir eýeden beýleki

eýä geçmeginiň onuň üstünden amala aşyrylýandygy bolup durýar. Şunuň ýaly amallar, düzgün bolşy ýaly, täze maýanyň emele gelmegine getirmeýär, ýöne nagt pullaryň mukdaryny artdyrmak bilen, geçginli serişdeler diýilýänleri döredýärler. Likwidlilik bolmadyk ýagdaýynda goýumçylar paýnamalaryň täze goýberilişlerini satyn almazdylar.

ABŞ-da birža goýumçylaryň köp bölegini gytaklaýyn ýol bilen, hususy pensiýa gaznalarynyň, korporasiýalaryň üsti bilen çekýär, olaryň serişdeleri biržanyň üsti bilen gymmatly kagyzlara goýulýar. Amerikanyň birža ekspertleriniň berýän bahasyna görä, biržanyň potensýal satyn alyjylary 100 mln. adama golaýdyr.

ABŞ-nyň söwda biržasynda geleşikleriň dürli görnüşleri bardyr. ABŞ-da giň ýaýran spekulýatiw geleşik «öküzleriň» we «aýylaryň» gatnaşýan maržaly geleşigidir. Töwekgel satyn alyjy bölekleýin tölemek bilen, paýnamany satyn alyp, ýagny maržaly geleşikleri amala aşyryp biler. Satyn alynýan paýnamalaryň töleginiň bir bölegi dellalçylyk firmasy tarapyndan karzyna tölenýär. Şunda bahanyň 50%-i nagt pul bilen üzülmelidir, galan 50%-i paýnamalary girewine goýmak bilen karz berilýär. Şeýle ýagdaýda satyn alyjy has ýokary peýda alyp biler, sebäbi şol bir pul möçberine ol paýnamalary iki esse köp alyp bilýär. Ýöne şunda töwekgelçilik hem ýokarlanýar, çünki paýnamalaryň hümmeti peselse, satyn alyjy esli pul möçberini ýitirýär. Munuň üstesine-de, bölekleýin töleg geçirmek arkaly satyn alnan paýnamalaryň hümmeti pese düşüp başlasa, bir wagt «dost» bolan dellallar birden paýnamalaryň bahasyndaky ýitginiň üstüni ýapmak üçin nagt töleg tölemek bilen nesýäniň yzyna gaýtarylmagyny talap edip biler. Eger satyn alyjynyň nagt tölemäge ýagdaý bolmasa, dellallar paýnamalary satyn alyjynyň zyýanyna satyp biler. Düzgün bolşy ýaly, bölekleýin tölemek bilen geçirilýän geleşikler biržanyň ösüş meýilleri babatynda optimist we töwekgelçilikli amallar üçin ýeterlik serişdesi bolan satyn alyjylar tarapyndan amala aşyrylýar. «Öküzler» hümmeti ýokarlandyrmakda, «aýylar» pese gaçyrmakda oýnaýarlar. Iki tarap hem islendik ýagdaýda peýda gazanmaga çalyşýar. Satyn alyjy «öküziň» rolunda çykyş edýän ýagdaýynda, ol paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanjakdygyna ynanýar we ol şonda maržaly geleşik

baglaşýar. «Aýylar» üsti ýapylmaýan, möhletli satuwdan peýdalanýarlar. Şunuň ýaly geleşigiň mehanizmi şundan ybaratdyr: goýumçy dellala haýsydyr bir möhlete 100 sany paýnamany satmak barada görkezme berýär. Dellal 100 paýnamany satyn almaýar-da karz alýar we olary satyn alyja satýar. Soňra karz alnan paýnamalaryň puldaky bahasyna deň bolan pul möçberini özüniň karz alan karz berijisine saklamak üçin geçirýär. Belli bir wagtdan soň goýumçy karz alan paýnamalarynyň möçberine deň bolan paýnamalary satyn almak bilen möhletli geleşik boýunça borçnamalarynyň üstüni ýapmaga we olary öňki eýesine gaýtarmaga borçludyr. Eger ol 100 sany paýnamany karz alnan we satylan wagtyndaka garanyňda has pes bahadan (hümmet) satyn alan bolsa, onda onuň peýdasy öňki we täze bahanyň arasyndaky tapawuda deň bolar (hyzmat hakyny we salgytlary aýyrmak bilen). Paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanan halatynda goýumçy zyýan çekýär.

Şonuň üçin hem «öküzler» paýnamalaryň hümmetiniň garaşylmadyk ýagdaýda ýokarlanan ýagdaýynda, düzgün bolşy ýaly, biržada howsala döredýärler. Şunuň ýaly töwekgelçilikli amallara hususy iri maýa goýumçylar, biržanyň hasabyna baýlyklaryny artdyrmaga çalyşýan uly baýlyklaryň eýeleri ýa-da güýçli karz-maliýe institutlary ýüzlenýärler.

Birža geleşiginiň ýene bir görnüşi opsion geleşigidir, şunda paýnamalaryň özi satyn alynmaýar-da, şertleşilen döwürde (düzgün bolşy ýaly, bu döwür birnäçe aýa deň bolýar) belli bir hümmet boýunça olary satyn almaga hukuk alýarlar. Bu hukuk üçin goýumçy dellala hyzmat hakyny töleýär.

Emma birža geleşikleriniň bu görnüşleri ikinji derejeli, kömekçi roluny oýnaýarlar. Pullaryň nirä goýulýandygy, ýagny paýnamalara ýa-da serişde tygşytlamagyň beýleki görnüşlerine, banklardaky hasaplara ýa-da beýleki karz-maliýe edaralarynyň hasaplaryna goýulandygy möhüm bolup durýar. Süýşürintgileri goýmak barada çözgüt kabul etmek üçin dürli maglumatlar we çaklamalar peýdalanylýar.

Häzirki wagtda gazna biržasyndaky üstünlik beýle bir göze ilmeýär. Peýda almak, düzgün bolşy ýaly, sabyrlylyga (sebäbi paýnamalar örän ýygy satylanda we satyn alnanda dellalçylyk firmalarynyň

hyzmat haky üçin köp pul ýitirilýär) we maýa goýumyň möçberine (töwekgelçiligi peseltmek üçin goýumlar dürli kompaniýalaryň arasynda paýlanýar) baglydyr. Uruşdan soňky ýyllarda satyn alyjylar «düýplülere» we «tehniklere» bölündi. Olaryň birinjisi öz pullaryny ýokary girdejili, işjeňi işjeň dälden, ep-esli ätiýaçlyk pullary bolan korporasiýalara goýum goýýan seresap goýumçylardan ybaratdyr. Bu ugry esaslandyryjy B.Grehem dürli pudaklaryň kompaniýalarynyň arasynda töwekgelçiligi paýlamagy maksadalaýyk hasap edýärdi. Onuň pikiriçe, «gowy» (girdejili) paýnamalaryň bahalarynyň ýokarlanmagyna mümkinçilik bermek bilen, olary köp saklamaly, soňundan haýyr görüp ýerlemeli. «Tehnikler» olaryň köpüsi maklerler bolup durýar, ykdysady ýagdaý, kompaniýalaryň maliýe ýagdaýy bilen asla gyzyklanmaýarlar. Olar, düzgün bolşy ýaly, birža ýa-da maliýe seljermesini geçirýärler.

ABŞ-da ownuk maýa goýumçylaryň köp bölegi birža oýnunda açyk görnüşli maýa goýum kompaniýalaryna (özara gaznalar) bil baglaýarlar, olar öz müşderileriniň serişdelerini dürli gymmatly kagyzlara, şol sanda gazna biržasynda nyrh kesilen paýnamalara goýýarlar. Tygşytlan serişdelerini haýsy gymmatly kagyza goýsaň gowy boljakdygyny saýlap almak goýumçy üçin kyn mesele bolup durýar, aýratyn hem ykdysady konýunkturanyň ýygy-ýygydan üýtgäp durýan ýagdaýynda bu kynçylyk döredýär. 1970–1980-nji ýyllarda goýumy nirä goýmalydygyny saýlap almaga hümmetsizlenmek, energetika çökgünligi, walýuta-maliýe tolgunyşyklary, döwlet býujetiniň ýetmezçiligi we hökümetiň hem-de hususy goýumçylaryň bergileriniň ägirt uly derejeleri ýaly ýaramaz ýagdaýlar, onsoňam göterim syýasaty täsir etdi. ABŞ-da 1970-nji ýyllaryň ortalarynda süýşürintgi goýumlary boýunça ortaça göterim 5,25, döwlet obligasiýalary boýunça 8,5, hususy obligasiýalar boýunça 9 göterime deň boldy. Soňky 50 ýylda adaty paýnamalaryň ortaça göterimi, diwidendleri we paýnamalaryň bahasynyň ýokarlanmagyny goşmak bilen, 9 göterimden biraz pes boldy, bu bolsa deňeşdirilýän döwürde döwletiň ýa-da senagatyň obligasiýalarynyň ortaça göteriminden esli ýokarydyr. Häzirki wagtda paýnamalar bilen pullary goýmagyň beýleki görnüşleriniň arasyndaky tapawut düýpli azaldy. Şol bir wagtyň

özünde goýumlaryň beýleki görnüşlerinden alynýan girdejileriň ýokarlanmagy bilen, hümmetsizlenmegiň, geçginliligiň peselmeginiň, bäsleşigiň we birnäçe beýleki faktorlaryň täsiri bilen, korporasiýalaryň peýdasy, diýmek, paýnamalardan alynýan girdejiler görnetin azaldy. Bu ýerde paýnamalaryň hümmet bahasy gyşarnyksyz ýokarlanýar (*22-nji tablisa*).

22-nji tablisa.

Nýu-Ýorkuň fond birjasynda paýnamalaryň nyrhy

Ýyl	Paýnamanyň gymmaty mlrd dollar
1940	40
1951	94
1961	250
1974	511
1976	684
1983	900
1985	970
1988	1 366
1989	3 030
1995	3 083
2000	3 800
2003	10 050

Her bir birža gymmatly kagyzlary kabul etmek meselesinde öz talaplaryny belleýär, ýöne Nýu-Ýorkuň biržasy, edil öňküleri ýaly, berk talap edijiligiň nusgasy bolup hyzmat edýär. 1982-nji ýyldan başlap emitent kompaniýalara bildirilýän talaplar has-da berkidildi. Birža girmäge rugsat almak üçin kompaniýanyň ýyllyk girdejisi 7 mln dollardan az bolmaly däl; paýdarlaryň eýeçiligindäki paýnamalaryň bazar bahasy 16 mln dollardan az bolmaly däl; kompaniýanyň emläginiň bahasy 16 mln dollardan az bolmaly däl.

Amerikan gazna biržasy ähmiýeti boýunça ABŞ-da ikinji ýeri eýeleýär, ol hem Nýu-Ýork şäherinde ýerleşýär. Bu birža beýleki sebitleýin biržalar ýaly, paýnamalaryň bahasynyň hümmetiniň hereketiniň esasy massasy boýunça Nýu-Ýork gazna biržasyndan ugur alýar. Sebitleýin gazna biržalary, esasan, uly bolmadyk ýerli hususy kompaniýalaryň paýnamalaryna nyrh kesmegi amala aşyrýarlar.

Bu ýerde, esasan, hem gymmatly kagyzlaryň ozalky goýberilişleri (paýnamalar, hususy we döwlet obligasiýalary) bilen amallar geçirilýändigi Amerikanyň gazna biržalary ulgamynyň aýratynlygy bolup durýar. Şunda döwletiň kagyzlary bilen geçirilýän amallar örän ujypsyzdyr. Hususy kagyzlaryň birža düşmegi 1 mln dollar möçberde arassa peýda bar bolanda, şeýle hem Gymmatly kagyzlar we gazna biržalary boýunça komissiýanyň Biržalary dolandyryjylar we bellige alyş geňeşiniň razylygy bolan şertlerinde mümkindir.

ABŞ-nyň gazna biržalarynda 1990-njy ýylyň ahyrlarynda gymmatly kagyzlaryň elektron söwdasy mundan beýläk hem ösüşe eýe boldy. 1999-njy ýylda Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda internetden gelip gowuşýan ýüztutmalaryň elektron kitabynyň esasynda biržada listing geçen paýnamalaryň söwdasy üçin elektron meýdança açyldy. Bu NASDAQ köçe bazarynda nyrh kesilen paýnamalaryn elýeterli bolmagyna getirdi. Mundan başga-da, Nýu-Ýorkuň biržasy daşary ýurt korporasiýalarynyň we kompaniýalarynyň diňe bir depozitar ýazgylarynyň däl, eýsem, paýnamalarynyň söwdasyny hem guraýar.

Amerikanyň gazna biržasynda, aýratyn hem Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda amallaryň möçberiniň artýandygyna garamazdan, 1990-njy ýyllarda olaryň we köçe bazarynyň, şeýle hem paýnamalaryň söwdasynyň geçirilýän käbir elektron meýdançalaryň arasynda bäsleşik güýçlendi. Bu bäsleşikde berk listing, monollaşma, amallar boýunça çykdajylaryň ýokarydygy sebäpli, gazna biržalary köçe bazaryna barha köp utdurýarlar. Bu ýagdaý emitentleriň we maýa goýumçylaryň köpüsini has çeýe we arzan bazarlara geçmäge mejbur etdi, köçe bazary hem-de paýnamalaryň söwdasynyň geçirilýän elektron meýdançalary bolsa arzan bazarlar bolup durýar.

Biržadan daşary köçe bazary. 1960-njy ýyllaryň ahyrynda paýnamalarynyň emissiýasy birinji we birža bazarlarynda kabul edilmeýän ownuk we orta kompaniýalar üçin esaslandyrylan köçe bazary 1970–1980-nji ýyllarda ABŞ-nyň gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşynda möhüm elemente öwrüldi. Amerikanyň birža bazarynda hereket edýän dellalçylyk firmalary we iri hususy dellallar bu bazaryň guramaçylary boldulyar. 1971-nji ýylda döredilen NASDAQ guramaçylykly köçe bazaryny gurmaga mümkinçilik berdi.

Ilkibaşda bu bazar, esasan, kiçi we orta kompaniýalaryň paýnamalaryny kabul eden bolsa, 1980-1990-njy ýyllarda iri amerikan kompaniýalary hem onda paýnamalaryny ýerleşdirip başladylar. Köçe bazary birinji we birža bazarlaryna garanyňda has arzandy. Olar gazna biržasynda ýerleşdirip bilmedik paýnamalaryny köçe bazaryna geçirdiler, ýagny «kapasanyň» aňyrsyndan hereket edip başladylar, kapasanyň eýesiniň rolunda bolsa birža çykyş edýärdi.

Şol döwürde ABŞ-nyň köçe bazarynda NASDAQ-yň çäklerinde dellalçylyk firmalary we dellallar bilen bilelikde maýa goýum banklary ýerleşdirmek boýunça işjeň amallary geçirip başladylar. Nyrh kesilen paýnamalary toplaýan we saklaýan kompýuterleşdirilen kommunikasiýa ulgamy, öňdebaryjy gazna biržalary we dürli kompaniýalar bilen ýakyndan aragatnaşyk, amallaryň çalt artmagy we olaryň gazna biržalarynyň amallaryna golaýlamagy amerikanyň köçe bazarynyň esasy aýratynlyklary bolup durýar.

1990-njy ýyllarda ABŞ-yň köçe bazarynda maglumat, kompýuter we telekommunikasiýa tehnologiýalary bilen meşgullanýan kompaniýalaryň paýnamalary köp möçberde emitirlendi, bu ýagdaý paýnamalaryň çalt ýerlenmegi we çykdajylaryň azlygy bilen şertlendirilendir.

1990-njy ýyllaryň ikinji ýarymynda köçe bazarynyň çäklerinde çykdajylaryň we edilýän hyzmatlaryň bahasynyň pesdigi bilen tapawutlanýan elektron kommunikasiýa ulgamlary düýpli giňeldi. Gazna biržalarynyň däp bolup gelýän işinden kanagatlanmadyk iri maýa goýum kompaniýalary olary döretmek barada başlangyç bilen çykyş etdiler. Mundan başga-da, bu ulgam biržanyň ýapyk wagtynda söwda etmäge mümkinçilik berdi, kesilen nyrhlaryň gizlinligini üpjün etdi we ýokary tehnogiýaly kompaniýalaryň uly islegden peýdalanýan paýnamalaryna maýa goýmak üçin saýlap almak mümkinçiligini teklip etdi. Elektron kommunikasiýa ulgamynyň ösmegi bazaryň bölekleýinligini, ýagny bazarda bäsleşigiň güýçlenmegini, çykdajylaryň we aldawçylyklaryň azalmagyny üpjün etmek bilen, paýnamalaryň söwdasynyň mümkinçiligini giňeltdiler.

Häzirki wagtda ABŞ-da 18-e golaý elektron kommunikasiýa ulgamy hereket edýär, olar gazna biržalary we birinji bazar bilen bäsleşmek bilen, müşderileriň ýüztutmalaryny yglan edýärler we

olary awtomitiki ýol bilen kanagatlandyrýarlar. 2000-nji ýylyň başyna çenli NASDAQ ulgamynyň üstünden paýnamalar bilen geçirilen amallaryň möçberiniň 30%-i olaryň paýyna düşdi. 1999-njy ýylda paýnamalar bilen söwdanyň umumy möçberi 10,5 trln. dollara ýetdi, bu bolsa 1998-nji yldakydan 89,6% köpdür. Mundan başga-da, 1999-njy ýyldan başlap paýnamalar bilen amallaryň möçberi we ösüş depginleri boýunça köçe bazary söwdasynyň möçberi 8,9 trln. dollara deň bolan Nýu-Ýorkuň gazna biržasyndan öňe geçdi. Bu 1998-nji ýyldakydan 22% köpdür. NASDAQ köçe bazary Nýu-Ýorkuň gazna biržasyndan listing geçen kompaniýalaryň sany boýunça hem öňe geçdi. Meselem, 2000-nji ýylyň başynda köçe bazarynda 4829 kompaniýanyň, şol sanda 429 daşary ýurt kompaniýasynyň paýnamalaryna nyrh kesildi. Şol bir wagtyň özünde Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda 405 sany daşary ýurt kompaniýasyny hem goşmak bilen, 2592 sany kompaniýa öz paýnamalaryna nyrh kesilmegini amala aşyrdy. Köçe bazaryna ýokary tehnologiýaly kompaniýalaryň çykmagy hem bu bazaryň ösmegine ýardam etdi. Soňky ýyllarda Amerikanyň NASDAQ ulgamly köçe bazary şol ýerlerde özüniň söwda meýdançalaryny döretmek ýoly bilen Günbatar Ýewropada we Ýaponiýada amallaryny giňeltmäge çalyşýar. Ýaponiýanyň Soft Bank internet maýa goýum kompaniýasy bilen ylalaşyk baglaşmak bilen, NASDAQ internet tehnologiýanyň esasynda NASDAQ -Japan köçe bazaryny gurady, bu Ýaponiýanyň dürli derejedäki 3100-e golaý kompaniýasynda gyzyklanma döretdi. Amerikanyň köçe bazary 4 müňden gowrak Amerikanyň kompaniýalarynyň paýnamalaryny ýapon kompaniýalary üçin elýeterli etdi.

Amerikanyň köçe bazary globallaşma stategiýasyny barha köp peýdalanýar. Meselem, Beýik Britaniýada NASDAQ-Ýewrope söwda meýdançasyny döretmek taslamasy goldaw tapdy; Şanhaýyň we Gonkongyň gazna biržalary bilen paýnamalaryň özara söwdasy barada ylalaşyk baglaşyldy. Ýewropanyň EASDAQ söwda ulgamy bilen NASDAQ-da we EASDAQ-da listing geçen kompaniýalar barada maglumat alyşmak barada ylalaşyga gol çekildi.

Amerikanyň köçe bazary 1990-njy ýyllarda örän düýpli üýtgetmeleri başdan geçirdi: kiçi we orta kompaniýalaryň paýnamalaryny gaýtadan işlemekden başlap, ol Amerikanyň we daşary ýurtlaryň

ýokary tehnologiýaly uly kompaniýalarynyň paýnamalarynyň söwdasyna geçdi we birnäçe görkezijiler boýunça Nýu-Ýorkuň gazna biržasyndan öňe geçdi. Amerikanyň köçe bazarynyň ýene bir aýratynlygyny belläp geçmek gerek: onda ýurduň gazna biržalary, hususan-da, Nýu-Ýorkuň gazna biržalary bilen deňeşdirilende üýtgäp durma meýilleri pes derejededir.

2001-nji ýylda ABŞ-da başlanan ykdysady pese gaçyşlyk NASDAQ ulgamynda paýnamalara kesilen nyrhlaryň biraz peselmegine getirdi. Köçe bazarynda paýnamalaryň hümmetiniň peselmegine 2001-nji ýylyň sentýabryndaky wakalar ýaramaz täsir etdi. Gymmatly kagyzlar bilen amallar bir hepdeläp geçirilmedi, 17-nji sentýabrda bazarlar açylandan soň paýnamalaryň hümmeti birnäçe göterim aşak gaçdy, bu esasan, awiaulaglar we ätiýaçlandyryş kompaniýalaryna täsir etdi. Ýokary tehnologiýaly kompaniýalaryň paýnamalarynyň hümmeti az möçberde peseldi.

Biraz wagt geçenden soň paýnamalary hümmeti öňki derejesine geldi, soňra käbir konýunktura üýtgetmeler bilen ýokarlandy.

9.2. Gymmatly kagyzlar

Paýnamalar. Paýnamalary çykarmak pul serişdelerini jemleme usullarynyň biridir. ABŞ-da ýonekeý ýa-da adaty (*ordinary, common stocks*) we aýratyn hukukly paýnamalary (*preferred stocks*) tapawutlandyrylýar. Adaty paýnamalar kompaniýany dolandyrmakda ses bermek hukugyny berýär we peýdanyň üýtgäp durmagyna baglylykda olar boýunça diwidend tölenýär. Aýratyn hukukly paýnamalaryň ses bermek hukugy ýokdur, ýöne olaryň kesgitli girdejisi (diwidend) bardyr. ABŞ-da paýnamalary satyn almak olaryň eýeleri üçin belli bir hukuklary almagy aňladýar: ses bermek hukugy (*voting right*), kompanýalaryň ýa-da korporasiýalaryň peýdasyna gatnaşmak hukugy (profit participation right, dividend right), täze paýnamalary satyn almakda aýratyn hukugy (*preemptive right*), kompaniýa ýapylandaky hukuklary (rights inliquidation or dissolition), inspekisiýa hukugy (*rights to inspektion*).

ABŞ-da we başga birnäçe ýurtlarda aýratyn hukukly paýnamalar şu görnüşlere bölünýär:

1) ***kumulýatiw paýnama*** – bu paýnamalaryň has giň ýaýran görnüşi bolup, ol, yglan edilen diwidendler däl-de, degişli toplanmalary göz öňünde tutýar, yglan edilen diwidendler ABŞ-da aýratyn hukukly paýnamalar boýunça kesgitlenen bolýar. Olar adaty paýnamalar boýunça dtiwidendleriň tölegi yglan edilmezden öň tölenýär;

2) ***kumulýatiw däl paýnamalar***. Eger-de kompaniýanyň direktorlar geňeşi olaryň tölegini yglan etmedik bolsa, bu paýnamalar boýunça belli bir döwürde saklaýjylar diwidendleri ýitirýärler;

3) ***gatnaşma paýly paýnama*** – adaty paýnamalar boýunça diwidendler yglan edilen möçberden ýokary bolan halatynda saklaýjylara yglan edilen möçberden ýokary goşmaça diwidendleri almaga mümkinçilik berýär. Bu iş ýüzünde saklaýjylaryň galan peýda gatnaşmaklaryny aňladýar;

4) ***çalşylýan paýnamalar*** – adaty paýnamalaryň bellenen mukdaryna şertleşilen möçber boýunça çalşylýar. Bu paýnamalaryň hümmetiniň hereketi beýleki aýratyn hukukly paýnamalar bilen deňeşdirilende adaty paýnamalaryň hümmetiniň hereketine deňdir;

5) ***diwidendleriniň möçberine düzediş girizilýän paýnamalar*** – diwidendleriniň möçberi kesgitlenen paýnamalardan gysga möhletli döwlet obligasiýalary ýa-da maliýe gurallary boýunça göterim möçberleriniň üýtgäp durmagyna baglylykda her çärýekde üýtgeýändigi bilen tapawutlanýar;

6) ***yzyna alynýan paýnamalar*** – olaryň koprorasiýa tarapyndan yzyna alynmak hukugy bardyr, ýagny kompaniýa olary nominala goşmaça baha boýunça satyn alyp biler.

Aýratyn hukukly paýnamalaryň ähli görnüşleri korporasiýalaryň maksatlaryna baglylykda utgaşdyrylyp bilner. Aýratyn hukukly paýnamalaryň birnäçe görnüşi çykarylýan bolsa, onda olar diwidendleri tölemek boýunça we kompaniýa ýapylan halatynda töleg geçirilende artykmaçlyklary bar bolan A klasly paýnamalara we şunuň ýaly ýeňillikleri bolmadyk B klasly paýnamalara bölünýär.

Korporatiw obligasiýalar. Amerikan korporasiýalarynyň maliýe işjeňiniň gurluşynda olar ähmiýetli orun eýeleýär. Bu kagyzlary birinji gezek ýerleşdirmek bilen maýa goýum banklary meşgullanýarlar.

Häzirki wagtda ABŞ-da hususy obligasiýalaryň gymmat möçberi paýnamalaryň gymmat möçberiniň görkezijisinden 1,3 esse ýo-

karydyr (Germaniýada 10 esse). Obligasiýalar gazna bazarynda pul serişdelerini jemlemekde korporasiýalaryň esasy guralydyr, sebäbi:

– paýnamalaryň gözegçilik bukjalaryny saklaýjylar olaryň umumy sanynyň artmagyna garşy durýarlar;

– birža konýunkturasynyň durgunlyk bolan halatynda täze çykarylan paýnamalary kabul ederlikli hümmet boýunça ýerlemek örän kyndyr;

– obligasiýalary çykarmak paýnamalary çykarmak bilen deňeşdirilende maliýeleşdirmegiň has arzan usulydyr, sebäbi obligasiýalar boýunça göterim jemi peýdadan (ýagny salgyt salynmazyndan öň) tölenýär; paýnamalar boýunça diwidendler bolsa arassa peýdadan tölenýär.

Obligasiýalar, esasan, maýanyň has uzak döwre çekilmegini aňladýar: bu gymmatly kagyzlar bazarynda (maliýe bazarynda) ýerleşdirilýän uzak möhletli zaýomlardyr. Soňky wagtlarda ABŞ-nyň korporasiýalary uzak möhletli obligasiýalaryň şu görnüşlerini 5 we ondan köp ýyla ýerleşdirmegi giňden ulanýarlar: senagat (*industrial*), debençur (debentures), ipoteka (mortgage), ekologiýa (*pollution control revenue bonds*), çalşylmagy kepillendirilýän obligasiýalar.

Obligasiýalaryň bir görnüşi beýleki görnüşinden girdejililigi ýa-da möhleti ýa-da bellenen maksady boýunça tapawutlanýar. Meselem, ***senagat obligasiýalary*** adatça, senagat korporasiýasy tarapyndan çykarylýar we goýberilişiň görkezilen şertlerine baglylykda üpjün edilen we üpjün edilmedik bolup biler. Mundan başga-da, olar möhletleri we pudaklaryň aýry-aýry görnüşleri boýunça tapawutlanyp bilerler. ***Debençur obligasiýalar***, adatça, uzak möhlete emitirlenýär we üpjün edilmedik bolup durýar. ***Ipoteka obligasiýalary*** gozgalmaýan emläkleriň (jaýlar, desgalar, enjamlar we ş.m.) girewi bilen üpjün edilýär. Olar diňe senagat kompaniýalary tarapyndan çykarylman, eýsem, ykdysadyýetiň beýleki pudaklarynda hereket edýän kompaniýalar tarapyndan hem sykarylyp bilner. ***Ekologiýa obligasiýalary*** daşky gurşawy goramak boýunça çäreleri maliýeleşdirmek üçin soňky onýyllyklarda çykarylyp başlandy. ***Çalşylmagy kepillendirilýän obligasiýalaryň,*** düzgün bolşy ýaly, belli bir üpjünçiligi bolýar we başga bir gazna gymmatlygyna öwrülip bilner. Obligasiýalaryň her bir görnüşiniň özüniň maksatlaýyn manysy bardyr, bu bolsa olary çy-

karýan kompaniýa hem, gymmatly kagyzlar bazaryndaky satyn alyja hem öz bähbitlerinden ugur alyp saýlap almaga mümkinçilik berýär.

ABŞ-nyň korporasiýalary tarapyndan obligasiýalar ortaça 10 ýyldan 30 ýyla çenli möhlete çykarylýar; olaryň girdejiligi göterimiň derejesi boýunça tapawutlanýar we islege we teklibe bagly bolup durýar. Emma görkezilen obligasiýalar boýunça göterim uzak wagtyň dowamynda ýokary bolup galýar we 8-12% aralygynda üýtgäp durýar. Obligasiýalaryň beýleki görnüşleri hem bar, olaryň möhleti biraz gysga we girdejiligi birneme pes ýa-da öňki ýaly bolýar. Kompaniýalar tarapyndan 1 ýyldan 10 ýyla çenli möhlete çykarylýan bu obligasiýalara ***möwsümleýin obligasiýalar*** hem diýilýär. Bazarda ýerleşdirmek nukdaýnazaryndan olar hem erkindir, sebäbi gysga möhlete çykarylýar, bu bolsa diňe satyn alyja girdejini we korporasiýalar üçin bolsa pul serişdelerini belli bir derejede çalt almaga mümkinçilik bermän, eýsem, iki tarapy hem hümmetsizlenmeden we beýleki ýaramaz ykdysady ýagdaýlardan goramaga-da mümkinçilik berýär. Mundan başga-da, ABŞ-da Aa görnüşli obligasiýalar we girdejiligi biraz pes bolan çalşylmagy kepillendirilýän obligasiýalar topary bolýar. Olary amerikan korporasiýalarynyň köpüsi çykarýar. Şunuň ýaly obligasiýalaryň bukjasy birmeňzeş bolmaýar we olaryň korporasiýalar boýunça düýpli tapawutlary bolup biler.

Dürli görnüşde çykarylýan obligasiýalaryň bukjasy korporasiýalaryň maýasynyň gurluşynyň esasyny emele getirýär we olaryň jemlenen balansynyň gündelik borçnamalarynyň uzak möhletli bergiler maddasynda görkezilýär. Çykarylýan obligasiýalary saýlap almakdaky tapawut pudaklaýyn aýratynlyk, korporasiýalaryň gymmatly kagyzlar bazary we karz ulgamy bilen aragatnaşygy, işewürlik abraýy, maliýe ýagdaýy bilen baglydyr. Esasy şert pudaklaýyn aýratynlyk bolup biler, ol önümçilik möhletleri we tehnologiýanyň häsiýeti bilen kesgitlenýär. Obligasiýa zaýomlaryny çykarmak korporasiýalara diňe bir uly möçberli maýa goýumlary enjamlara we gurluşyga goýmagy amala aşyrmaga däl, eýsem, obligasiýa zaýomlarynyň çykarylan möhletlerinden ugur alyp, özüniň önümçilik işini yzygiderli meýilnamalaşdyrmaga mümkinçilik berýär.

Obligasiýalaryň görnüşi, olaryň möhletleri we girdejililigi köp derejede pudaklaýyn çemeleşme bilen kesgitlenýär. Işläp bejeriji we

gazyp çykaryjy senagatda işleýän korporasiýalar obligasiýalaryň bazara çykarylmaly möhletlerini tapwutlandyrýarlar. Tejribe işläp bejeriji pudaklara garanyňda dag-magdan pudaklarynyň, nebiti gaýtadan işleýän senagatyň, gaz geçirijileriň gurluşygynyň diňe bir uly goýumlary däl, eýsem, uzak möhletleri hem talap edýändigini görkezdi. Bu diňe şu pudaklarda önümçiligiň özüne mahsus aýratynlygy bilen baglydyr. Şol bir wagtyň özünde işläp bejeriji pudaklaryň hem çykarylýan obligasiýa zaýomlarynyň möhletlerine täsir edýän önümçilik-hojalyk aýratynlyklary bardyr.

Işläp bejeriji senagatyň korporasiýalarynyň obligasiýalarynyň has giň ýaýran möhleti 10-dan 20 ýyla çenlidir, gazyp çykaryjy we kommunal kompaniýalar üçin bolsa 30 ýyla çenli we ondan ýokarydyr.

1990-njy ýyllara çenli ABŞ-da obligasiýalaryň çykarylýan her ýylky möçberiniň 300–400 mlrd. dollaryň çäklerinde uly bolmadyk üýtgemeler bilen durnukly derejesi bardy. Şunda korporasiýalary obligasiýa zaýomlarynyň pudaklaýyn gurluşynyň takyk tapawudy bardy. 2000-nji ýyldan 2003-nji ýyllar aralygynda goýberilişleriň möçberi 900 mln. dollardan 1600 mln dollara çenli üýtgäp durdy (*23-nji tablisa*).

23-nji tablisa.

Hususy korporasiýalaryň obligasiýalarynyň pudaklaýyn düzümi

Pudak	Obligassiýalaryň paýy %
Gaýtadan işlemek	26,0
Söwda	10,0
Ulag	7,0
Komunal hyzmatlar	20,0
Aragatnaşyk	10,0
Gozgalmaýan emläk	27,0
Jemi	**100,0**

Obligasiýa zaýomlarynyň has köp bölegi işläp bejeriji senagatyň, kommunal kompaniýalaryň, gozgalmaýan emlägiň we karz-maliýe institutlarynyň (maliýe sektory) paýyna düşýär, bu paý çykarylýan obligasiýa zaýomlarynyň 73%-ne deňdir. Şunuň ýaly gatnaşyk uruşdan soňky ähli ýyllaryň dowamynda häzirki wagta

çenli saklanyp gelýär. Bu pudaklaryň uly paý (kwota) ýoly bilen bölünip görkezilmegi önümçilik işleriniň zähmeti talap edijiligi we ylmy talap edijiligi, içerki we daşarky bäsleşik netijesinde esasy maýanyň çalt täzelenip durulmagy, işläp bejeriji senagat, aýratyn hem maşyn we awtomobil gurluşygy, elektronika senagaty üçin mahsus bolan, täze önümçilikleriň we tehnologiýalaryň emele gelýän başlangyç tapgyrynda ýokary harajatlar bilen şertlendirilendir.

Kommunal kompaniýalarda energetika we gaz ulgamlaryna, şeýle hem beýleki infrastrukturalara hyzmat etmek we olary täzelemek üçin harajatlaryň möçberi uludyr. Gozgalmaýan emläk babatynda, düzgün bolşy ýaly, önümçilik, ýaşaýyş jaýlaryny we infrastrukturany gurmagy amala aşyrýan potratçy gurluşyk kompaniýalarynyň işi jemlenýär. Maliýe sektory karz-maliýe institutlarynyň ähli görnüşlerini görkezmeýär, diňe maýa goýum we maliýe kompaniýalaryny görkezýär. Bu pudaklardan soň aragatnaşyk, söwda we ulaglar pudaklary gelýär. Birinji ýagdaýda gürrüň telefon we kommunikasiýa kompaniýalary barada, ikinji ýagdaýda söwda kompaniýalary barada, üçünji ýagdaýda bolsa, hususy ulaglaryň ähli görnüşleri barada gidýär. Obligasiýa zaýomlaryny peýdalanmakda möçberiň az bolmagy peýdanyň uly möçberi bilen ýa-da gönüden-göni karz serişdeleri has giňden çekmek bilen baglydyr.

Obligasiýa zaýomlarynyň uzak möhletlidigi (10 ýyl we ondan hem köp) sebäpli şunuň ýaly obligasiýalary haýsy edaralar satyn alýar diýen sorag ýüze çykýar. Elbetde, olaryň uly möçberdäki erkin we uzak möhletli pul serişdeleri bolan satyn alyjjylardygyny düşnüklidir. ABŞ-da bu ätiýaçlandyryş kompaniýalary (esasan hem ömri we betbagtçylykly hadysalardan ätiýaçlandyrýan kompaniýalar) we pensiýa gaznalarydyr olarda ätiýaçlandyryş baýragynyň we öwez tölegleriniň tölenýän döwrüniň uzaklygy sebäpli uzak möhletli pul serişdeleri bolýar.

Diňe Amerikanyň ömri ätiýaçlandyrýan kompaniýalary üçin häsiýetli bir aýratynlygy gökezmek gerek, olar iri senagat, söwda we ulaglar korporasiýalaryny maliýeleşdirýärler.

ABŞ-da ömri ätiýaçlandyrýan iri kompaniýalar bilen söwda-senagat korporasiýalarynyň arasynda uzak möhletli obligasiýa ylala-

şyklaryny baglaşmak tejribesi uzak wagtlap dowam edip gelýär. Şunuň ýaly ylalaşyk boýunça iki tarap korporasiýanyň ätiýaçlandyryş kompaniýasyndan uzak döwrüň dowamynda (kähalatda 100 ýyla çenli) alýan karzynyň umumy möçberini kesgitleýär. Bu iş tejribesi karz liniýasy diýen at aldy.

ABŞ-da obligasiýalar ýerleşdirilende korporapasiýalar bilen satyn alyjynyň arasynda araçyllyk ulgamy ösendir. Adatça obligasiýalar ýerleşdirilende, maýa goýum banklary baş araçy bolup çykyş edýärler.

Birinji tapgyrda, düzgün bolşy ýaly, birnäçe karz-maliýe institutlaryndan durýan sindikat çykarylan gymmatly kagyzlaryň tutuş bukjasyny öňünden bellenen hümmet boýunça satyn alýar, soňra olary öz agzalarynyň arasynda paýlaýar. Ikinji tapgyr üçin kepillendiriş sindikaty döredilýär, ol kompaniýalaryň obligasiýalaryny ýerleşdirýär, özi bolsa diňe olaryň ýerleşdirilmän galanlaryny satyn alýar. Birinji ýagdaýda sindikatyň islendik agzasy beýleki gatnaşyjylaryň ählisi üçin jogap berýär, ikinji ýagdaýda bolsa jogap bermeýär.

Korporasiýalyryň obligasiýalarynyň hili we ygtybarlylylygy meselesine uly üns berilýär, çünki olaryň gymmatly kagyzlar bazaryndaky satylyş depgini şolara bagly bolup durýar, bu bolsa öz gezeginde obligasiýalary satyn alyjylar üçin kabul ederlikli dürli şertleri, ýagny obligasiýalaryň üsti bilen korporasiýalary maliýeleşdirmek üçin tapawutly şertleri döretmäge mümkinçilik berýär. ABŞ-da korporasiýalaryň obligasiýalaryna baha bermegiň şunuň ýaly ulgamy işlenip taýýarlanandyr (*24-nji tablisa*).

*24-nji tablisa***.**

Korporasiýalaryň obligasiýalaryna baha bermek

Iň ýokary	Ýokary	Ortaça (has gowy)	Ortaça	Has ýaramaz	Spekulýatiw	Pes hilli
Aaa/AAA	Aa/AA	A/A	Baa/BBB	Ba/BB	B/B	Caa/CCC

Aaa/AAA – bu iň ýokary hilli obligasiýa; bahasy karz göteriminiň möçberi bilen kesgitlenýär;

Aa/AA – bu bahasy pes bolan ýokary hilli obligasiýa, karz göteriminiň möçberi bilen kesgitlenýär,

A/A – orta hilli iň gowy obligasiýa, bahasy bazardaky islege we teklibe görä kesgitlenýär;

Baa/BBB – orta hilli obligasiýa, bahasy islege we teklibe görä kesgitlenýär. Düzgün bolş ýaly, şu derejedäki obligasiýa howpsuz hasap edilýär;

Ba/BB – maýa goýumçy üçin ýaramaz potensiýaly bolan orta derejeli obligasiýa, sebäbi onuň girdejilik görkezijisi pesdir, göterim tölenişinde arakesmeleriň bolmagy mümkin, spekulýatiwlik sypaty bar;

B/B – islenmeýän maýa goýumlar sypaty bolan obligasiýa, spekulýatiw häsiýeti bar we ykdysady konýunkturanyň ýaramazlaşan şertlerinde ol boýunça göterim tölenmeýär;

Caa/CCC – pes hilli obligasiýa, ol boýunça göterim tölenmeýär.

Wall Street Journal obligasiýalaryň has tertipleşdirilen we jemlenen bahasyny kesgitleýär. Ol ähli korporatiw obligasiýalary üç indeks boýunça toparlara bölýär: AAA-AA/Aaa – ýokary hilli obligasiýalar; A-BBB/Baa – orta hilli obligasiýalar; BB-Ba – C – ýokary girdejili, ýöne töwekgelçilikli obligasiýalar. Obligasiýanyň has ýokary hili has pes göterim tölegini aňladýar. Obligasiýanyň reýtingine baglylykda göterim töleginiň kepillendirmeleri hem bar.

Düzgün bolşy ýaly, obligasiýalaryň hili kesgitlenende, olaryň kabul edilen resmi reýtinginden başga-da, karz-maliýe institutlary kompaniýanyň maddy däl işjeňlerini, dolandyryş işgärleriniň derejesini, ol ýa-da beýleki pudagyň ösüş maksatnamalaryny, kompaniýany diwersifýikasiýa etmegiň geljegini, bergileriň möçberini we olary üzmegiň usullaryny, çykarylýan obligasiýalara berilýän bahany, olary çalyşmagyň ýagdaýyny, karz-maliýe institutlarynyň özleriniň elýeterliligini içine alýan toplumlaýyn seljerişiň esasynda özleri baha berýärler.

Korporatiw obligasiýalaryň ýene bir aýratynlygy beýleki gymmatly kagyzlar bilen deňeşdirilende olaryň durnukly bolmagydyr.

Düzgün bolşy ýaly, obligasiýalaryň hümmeti konýunkturanyň ýaramazlaşan halatynda peselmeýär, hat-da paýnamalar we döwletiň gymmatly kagyzlary bilen deňeşdirilende maýa goýumçylar üçin has özüne çekiji bolýar. Döwlet obligasiýalarynyň girdejiligi bilen korporasiýalaryň obligasiýalarynyň girdejiliginiň arasynda göterimlerde (kesgitlenen çägi, ol ýurtlar boýunça tapawutlydyr) tapawut bar, bu obligasiýany satyn alyjynyň razy bolan tölege ukypsyzlyk töwekgelçiligini görkezýär. Eger-de bu tapawut pese gaçsa, onda maýa goýumçy ýokary girdejili obligasiýa goýum goýmakdan gaça durýar we olary döwletiň kagyzlaryna goýýar, bu bolsa korporasiýanyň gündelik işini däl-de, döwlet býujetiniň ýetmezçiligini maliýeleşdirmegiň ileri tutulýandygyny aňladýar. Düzgün bolşy ýaly, bu olaryň hümmet bahalarynyň pese gaçmagyna we möçberleriň ýokarlanmagyna getirýär.

Obligasiýalaryň ýene bir aýratynlygy olaryň ygtybarlylygy bolup durýar. Obligaýsiýalar maýa goýmaga mynasyp we makulatura (spekulýatiw) kagyzlara bölünýär, maýa goýmaga mynasyp obligasiýalar durnukly abraýy bolan ygtybarly karz alyjylar tarapyndan çykarylýar (ýokary hili we orta hilli obligasiýalar), makulatura (spekulýatiw) obligasiýalaryň diňe bir töwekgelçilik derejesi ýokary bolman, eýsem, girdejisi hem ýokary bolýar. ABŞ-da bular Ba/BB, B/B, Caa/CCC, C obligasiýalardyr.

Hususy obligasiýa zaýomynyň hakyky üpjünçiligine baglylykda *üpjün edilmedik* we *üpjün edilen* obligasiýalar tapawutlandyrylýar; soňkusyna gozgalmaýan emläk, enjamlar ýa-da beýleki kompaniýalaryň gymmatly kagyzlary bilen üpjün edilen obligasiýalar degişlidir.

ABŞ-nyň bazaryna çykarylýan obligasiýalaryň örän köpdürlüligi mahsusdyr.

Hümmetsizlenme töwekgelçiliginden ätiýaçlandyrmak maksady bilen, 1974-nji ýylda ilkinji gezek indeksirlenen obligasiýalar çykaryldy. Walýutanyň hümmetiniň durnuksyzlygy «iki walýutaly» obligasiýalaryň ýüze çykmagyna getirdi (ýazylyşyk geçirilende obligasiýalaryň bazar bahasy bir walýutada, üzülişi bolsa başga bir walýutada görkezilýär). Çalşylýan obligasiýalar giňden ýaýrady, olar eýesine obligasiýalaryň şol kompaniýanyň paýnamasy-

na çalşylmagyny kepillendirýärler. Maýa goýumçylaryň hataryny giňeltmek üçin 1980-nji ýyllarda ownuk maýa goýumçylar üçin nominaly pes bolan obligasiýalary çykaryp başladylar.

Obligasiýalaryň täze görnüşleriniň, ýagny kuponsyz we ýaramaz görnüşleriniň peýda bolmagy bilen, ABŞ-nyň obligasiýa bazary özgerip başlady. Obligasiýalara maýa goýmak öz ygtybarlylygyny ýitirip ugrady. Häzirki wagtda kuponsyz obligasiýalar boýunça yzygiderli göterim tölenmeýär, bu bolsa töwekgelçiligi artdyrýar. Emma kuponsyz obligasiýalaryň üzülmeli möhleti golaýlap başlanda göterimi gizlin hasaplap ýazmak bolup geçýär. Ýokary töwekgelçiligiň öwezi ýokary girdeji bilen dolunýar. Bu iň pes maýa goýum reýtingi bolan ýaramaz obligasiýalara maýa goýlanda adalatlydyr.

ABŞ-nyň obligasiýa bazarynyň möhüm aýratynlygy onuň aglaba ýagdaýda biržadan daşary häsiýetiniň, ýagny korporatiw obligasiýalaryň satuwynyň 100%-e golaýynyň jemlenen ýeri bolan birinji bazarda dolanyşykda bolmagydyr.

Amerikanyň obligasiýa bazarynyň karz alnan serişdeler boýunça hem, maýany karz bermegiň dowamlylygy boýunça-da möçber babatda dünýäde iň uly bazar bolup durýandygyna garamazdan, onuň halkara amallaryna gatnaşyşy ujypsyzdyr. Birnäçe ýyllaryň dowamynda daşary ýurt obligasiýalarynyň emissiýasy milli korporatiw obligasiýalaryň emissiýasynyň 8,5%-den sähel gowrak boldy. Uzak wagtyň dowamynda «ýankibondz» (ABŞ-daky daşary ýurt obligasiýa bazary şeýle atlandyrylýar) bazarynda karz alyjylaryň uly bölegini döwletler we döwlet guramalary emele getirdi (Kanada muňa girmeýär, onuň karz alyjylary bolup hususy kompaniýalar hem çykyş etdiler). Bu bazarda Dünýä banky, Amerikanara ösüş banky, Aziýa ösüş banky we beýlekiler iri karz alyjylar bolup ýygy-ýygydan çykyş edýärler. Karzdarlaryň «ýankibondz» bazarynyň üstünden ýerleşdirilen maýasynyň umumy möçberi 1973-nji ýylda 1 mlrd. dollar bolanlygyndan 1976-njy ýylda 10,6 mlrd. dollara çenli ýokarlandy, soňra 1980-nji ýylyň başynda pese gaçdy we 1980–1990-njy ýyllarda onuň emissiýasy ýylda 4,5–10 mlrd dollar derejesinde boldy.

ABŞ-da daşary ýurt obligasiýalarynyň bazary halkara karz alyjylar üçin, birinji nobatda, zaýomlaryň uly möçberleri (ortaça 100 mln

dollar, has irileri 300 mln ýetýär we ondan hem ýokary bolýar), şeýle hem möhletiniň uzaklygy bilen özüne çekijidir. Zaýomlaryň berilýän iň uzak möhleti 30 ýyla deňdir, bu Günbatar Ýewropadakydan has ýokarydyr. Emissiýa üçin çykdajylar 1%-e golaýdyr, bu ýewroobligasiýalaryň dollar bazaryndakydan çykdajylaryň ýarysyna golaýdyr. Daşary ýurt obligasiýalary boýunça göterimiň möçberi, adatça, ýurduň birinji derejeli karz alyjylary üçin bellenendäkiden biraz ýokarydyr, ýöne köpe mälim bolmadyk karz alyjy ýurduň birinji derejeli karz alyjysynyň möçberinden esli artyk bolan ýokary möçber boýunça töleýär, ol 1980-nji ýyllarda 9–9,7%, 1990-njy ýylda bolsa 7–9% aralygynda boldy.

Döwletiň gymmatly kagyzlary. Döwletiň kagyzlary ABŞ-nyň ykdysadyýetini üstünlikli fiskal we monetar düzgünleşdirmäge ýardam edýär. Döwlet ýetmezçiligi diňe hökümetiň bergi borçnamalaryny çykarmagyň hasabyna ýapylýar, Federal ätiýaçlandyryş ulgamynyň (FÄU) 1930-njy ýyllaryň ahyrynda girizilen açyk bazardaky amallary bolsa pul binýadynyň möçberine yzygiderli düzediş girizip durmaga mümkinçilik berýär. Hökmany ätiýaçlyk talaplarynyň kesgitli derejesi bolanda olaryň kömegi bilen pul binýadyny üýtgedip, netijede pul dolanyşygyny üýtgedip bolar. FÄU tarapyndan gaznaçylyk borçnamalary satylanda, şeýle hem hususy banklar tarapyndan ätiýaçlygyň öňündäki bergiler üzülende pul massasynyň multiplikatiw gysylmagy, satyn alnanda bolsa giňelmegi bolup geçýär.

Uruşdan soňky ýyllarda ABŞ-da döwlet bergisiniň gurluşynda hil taýdan üýtgeşmeler bolup geçdi. Dürli senagat, karz-maliýe edaralarynyň we şahsy adamlaryň serişdelerini çekmek üçin döwletiň gymmatly kagyzlarynyň birnäçe görnüşleri, ýagny bazar, bazar däl, ýörite goýberilişleri peýdalanylýar.

Paýlaryna jemi berginiň üçden iki bölegi düşýän we erkin satylýan we satyn alynýan bazaryň gymmatly kagyzlary gaznaçylyk wekselleriden, notlardan we bonlardan ybaratdyr. ***Wekseller*** – bu 3, 6 we 12 aýlyk borçnamalar bolup, olarda göterim kuponlary bolmaýar we nominaldan arzan satylýar, doly görkezilen bahasy boýunça bolsa yzyna satyn alynýar. Olar karz-maliýe institutlarynyň we söwda-senagat korporasiýalarynyň arasynda ýerleşdirilýär, şeýle hem geçginli serişdeleriň ikinji ätiýaçlygy hökmünde peýdalanylýar. Bu karz maýa-

laryna göterim girdejileriniň berilmegini üpjün edýär, çünki möhletsiz goýumlar goşmaça girdeji getirmeýärler. *Notlar* – bu 1 ýyldan 5 ýyla çenli möhleti bolan orta möhletli obligasiýalardyr, olar soňundan salgyt tölemek üçin peýdalanylyp bilner. Olar boýunça göterimler ýylda bir gezek tölenýär. Notlary peýdalanmak, bergi sertifikatlary ýaly, korporasiýalara töleg möhleti gelýänçä salgytlary tölemek üçin niýetlenen serişdelerden köp girdeji almaga mümkinçilik berýär. *Bonlar* – 5 ýyldan 25 ýyla çenli döwür üçin uzak möhletli obligasiýalardyr, olar boýunça göterimler ýylda iki gezek tölenýär.

Döwletiň gymmatly kagyzlaryny ýerleşdirmekdäki kynçylyklar süýşürintgi bonlaryndan we salgyt süýşürintgileri bonlaryndan ybarat bolan bazar däl kagyzlaryň çykarylmagyny şertlendirdi. Soňkulary goýumçynyň islegine görä islendik wagtda tölege berlip bilner. Emma hereket edýän şertler boýunça töleg üçin möhletinden öň berlende göterimler esli peselýär. Bazar däl kagyzlaryň çykarylmagynyň baş maksady ilatyň pul süýşürintgilerini giňden çekmek bolup durýar.

Döredilen gymmatly kagyzlar we maliýe gurallary. Düzgün bolşy ýaly, bazarda hereket edýän paýnamalar we obligasiýalar babatynda olaryň ikinji, döredilen häsiýeti bardyr. Olar, esasan, çalşylýan obligasiýalar we panýamalar, warrantlar, fýuçersler, opsionlar bolup durýar. Bu gymmatly kagyzlar bilen amallar ABŞ-da birinji bazarda hem, ikinji (birža) we köçe bazarynda hem geçirilýär. Ýöne olaryň köp bölegi gazna biržalarynyň üstünden geçýär.

Çalşylýan obligasiýalar. Bu döredilen gymmatly kagyzlary çalyşmagyň üç görnüşi bardyr: olar paýnamalara çalşylyp bilner; goşmaça tölege çalşylyp bilner; saklaýjy paýnamany satyn almak hukugyny obligasiýadan aýratynlykda belli bir baha boýunça satyp bilmeýär.

Maliýe fýuçersleri. Standart möhletli şertnama, ol emitent (satyjy) bilen maýa goýumçynyň (satyn alyjy) arasynda geljekde gymmatly kagyzlary we maliýe gurallaryny kesgitli bahadan satmak maksady bilen baglaşylýar. Geleşik kesgitli baha bilen geleşigiň ýerine ýetirilen senesindäki bahanyň arasyndaky tapawuda esaslanýar. Fýuçers şertnamalary birnäçe gezek gaýtadan satylyp bilner. Birža hümmetleriniň indeksleriniň fýuçers şertnamalary giňden ýaýrandyr, şunda iki tarap şertnamanyň möhletiniň tamamlanýan pursadynda

bellige alnan derejä laýyklykda belli bir pul möçberini geçirmek barada ylalaşýar.

Fýuçers geleşiklerini korporasiýalar, banklar, şeýle hem beýleki karz-maliýe institutlary bazar konýunkturasynyň zor salmasy astynda peýdalylygy saklamak, şeýle hem ýöriteleşmek maksady bilen, öz işjeňlerini we işjeň dallerini düzgünleşdirmek üçin peýdalanýarlar.

Opsionlar. Bu möhletli şertnamadyr, satyn alyjy ol ýa-da beýleki geleşigi geçirmek hukugyny almak şerti bilen opsionlary alýar. Düzgün bolşy ýaly, opsionlar paýnamalara, olaryň hümmetiniň indeksine, göterim möçberleriniň fýuçerslerine baglaşylýar, bu kesgitli girdejisi bolan gymmatly kagyzlary ýa-da möhletli depozitleri içine alýar. Fýuçers şertnamalaryň hem, opsion şertnamalarynyň hem dürli görnüşleri bardyr; bu iki görnüşiň utgaşdyrylýan geleşikleri hem bardyr.

Warrant. Bu gymmatly kagyz saklaýja hakyky gymmatly kagyzlary satyn almaga hukuk berýär. Warrantlar, köplenç, obligasiýalar bilen birlikde, hususy we toparlaýyn maýa goýumçylary olary çekmek maksady bilen çykarylýar. Warrantlar hakyky paýnamalardan we obligasiýalardan döredilýär; gymmatly kagyzlar bazarynyň bu mehanizmi köp halatda ykdysadyýeti köpçülikleýin maliýeleşdirmek üçin maýany jemlemek üçin däl-de, hereket edýän maýanyň gaýtadan paýlanmagyna hyzmat edýär.

Uruşdan soňky ýyllarda ABŞ-da däp bolan gymmatly kagyzlar bazary maliýe gurallarynyň, korporasiýalaryň, döwletiň we karz-maliýe institutlarynyň özleriniň bergilerini bölüşdirmegiň (sekulýasiýa) hasabyna düýpli giňeldi. Hususy we döwletiň gymmatly kagyzlarynyň däp bolan görnüşlerine ýalan gymmatly kagyzlar diýilýänler goşuldy, olaryň paýnamalar we obligasiýalar babatynda ikinji döredilen häsiýeti bardyr. Gymmatly kagyzlaryň, hususan-da, maliýe gurallarynyň bu görnüşiniň aýratynlygy olaryň emlägiň haýsydyr bir görnüşini görkezmän, eýsem, dolanyşygyň karz gurallary bolup durýanlygyndan ybaratdyr. Ýöne olaryň gymmatly kagyzlar bazaryna çykmagy, satylmagy we gaýtadan satylmagy belli bir möçberde pul serişdeleriniň alynmagyny we jemlenmegini aňladýar, olar geljekde hakyky maýa goýumlaryna ýerleşdirmek üçin peýdalanylyp bilner.

ABŞ-da şunuň ýaly maliýe gurallarynyň arasynda süýşürintgi, depozit, maýa goýum sertifikatlary, wekseller, bonlar, rentalar giňden ýaýrandyr.

Soňky döwürlerde ***süýşürintgiler sertifikaty,*** ýagny täjirçilik ýa-da süýşürintgiler bankynyň pul serişdeleriniň belli bir möçberiniň deponirlenendigi baradaky ýazmaça şahadatnamasy has ýokary ösüşe eýe boldy, ol goýumçynyň bellenen möhlet tamamlanandan soň depoziti we ol boýunça göterimleri almak hukugyny tassyklaýar. Bank süýşürintgi sertifikatyny belli bir göterim belläp ýa-da belli bir möhlete ýa-da talap edilýänçä berýär. Süýşürintgiler sertifikatlary atly ýa-da görkezene bermek şertli bolýar. Möhletli sertifikat boýunça deponirlenen serişdeleri ozal belenen möhletinden öň tölemegi talap edýän sertifikat saklaýja peseldilen göterim tölenýär, onuň derejesi depozit goýlan wagtynda ylalaşyk esasynda kesgitlenýär. Sertifikatlar kanuny şahslar tarapyndan hem, şahsy taraplar tarapyndan hem satyn alynýar. Emma bahasynyň ýokarydygy sebäpli, sertifikatlary, esasan, kanuny şahslar satyn alýarlar.

Depozitar sertifikatlar möhletli depozitiň karz edarasyna goýlandygyny tassyklaýan şahadatnamadyr. Olar iri täjirçilik banklary tarapyndan çykarylýar, göterimleri tölemekde kupon ulgamy bolýar, maliýe däl korporasiýalar tarapyndan wagtlaýyn erkin serişdeleri ýerleşdirmek üçin serişde hökmünde satyn alynýar.

Depozit sertifikatlar, düzgün bolşy ýaly, geçiriş ýazgylarynyň kömegi bilen ýerlenýär, olar 100 müň dollar we ondan ýokary gymmat bilen çykarylýar. Bu iri süýşürintgi sertifikatlary gymmatly kagyzlar bazarynda ýa-da gazna biržasynyň üstünden ýa-da onuň daşynda ýerlenýär. ABŞ-da sertifikatlaryň uly möçberi biržadan daşary bazarda ýerlenýär, çünki gazna biržalarynyň köpüsiniň kadalary olara özlerinde nyrh kesilmegine ýol bermeýär. Sertifikatlaryň gymmatly kagyzlar bazaryndaky hereketi spekulýatiw bähbitler we hakyky gymmatly kagyzlara (paýnamalar we obligasiýalar) goýmak üçin goşmaça pul serişdelerini almak islegi bilen şertlendirilendir.

Maýa goýum sertifikaty belli bir gyzyklanma döredýär, ol kärhana ýa-da kompaniýa gönüden-göni ýa-da hakyky gymmatly kagyzlaryň (paýnamalar we obligasiýalar) üsti bilen maksatlaýyn

maýa goýmak üçin banklaryň hasaplarynda serişde toplamakdyr. Umuman alanyňda, maliýe gurallary köp babatda karz maýalar bazarlarynda pul maýasyny hem, fiktiw maýany hem bölüşdirmäge we gaýtadan paýlamaga ýardam edýän konýunkturaly we spekulýatiw mehanizm bolup durýar.

Satmak we gaýtadan satmak üçin maliýe guralynyň ýene bir giň ýaýran görnüşi wekseldir, onuň iki görnüşi, ýagny täjirçilik we bank görnüşi bolýar. ***Täjirçilik wekseliniň*** haryt üpjünçiligi bolýar we täjirçilik banklary tarapyndan hasaba alynýar. Bank wekseli dostlukly (bürünç), haryt üpjünçiligi bolmadyk we banklar tarapyndan satyn alynýan maliýe wekselidir. Bu wekseller pul maýasyny toplamak we jemlemek üçin mümkinçilik döretmek bilen, gymmatly kagyzlar bazarynda satmak we satyn almak üçin giňden peýdalanylyp başlandy we şeýlelikde, maliýe gurallary derejesini aldy. Edebiýatda bu maliýe gurallary paýnamalar we obligasiýalar bilen bir hatarda gymmatly kagyzlar hökmünde düşündirilýär, bu ýalňyşdyr, çünki weksel we süýşürintgiler sertifikaty, ýagny iri goýum, bary-ýogy çek ýa-da banknot ýaly karz dolanyşyk guralydyr. Bazar mehanizminiň güýçlenmegi sebäpli, karz pullaryň çykarylmagyna esaslanýan görkezilen karz dolanyşyk gurallary pula bolan uly isleg bilen baglanyşykly bölündi (sekulýasiýa) we maliýe gurallary derejesini aldylar.

ABŞ-nyň häzirki zaman gymmatly kagyzlar bazarynyň aýratynlygy onda täze maliýe gurallarynyň yzygiderli peýda bolmagy, mysal üçin, dürli kompaniýalaryň we döwletiň bergileriniň bölüşdirilmegi, ýagny bergileriň satylmagy bilen baglydyr. Bu guralyň peýda bolmagy, öňi bilen, korporatiw (ýa-da hususy) we döwlet sektorlarynda uly möçberlerde bergileriň bolmagy bilen baglydyr, bu sektorlar, düzgün bolşy ýaly, dürli kompaniýalar we karz-maliýe institutlary, şeýle hem ilat bilen goşulyşyp gidýärler. Bergileri satmagyň maksady uly möçberde goşmaça serişdeleri almak bolup durýar. Sarp ediş karzynyň esasynda dörän bergileri satmak ABŞ-da 1980-nji ýyllaryň ortalarynda başlandy. Şol bergileriň hasabyna obligasiýa häsiýeti bolan gymmatly kagyzlar çykaryldy, olar ***yzyna alynýan işjeňleriň kagyzlary*** diýen at aldylar. 1985-nji ýyldan 1991-nji ýyla çenli aralykda olaryň bahasy 50 mlrd. dollara çenli ýokarlandy.

ABŞ-nyň gazna biržasynda institusional maýa goýumçylaryň roly döredilen maýa goýumlary bilen amallaryň giňelmeginiň netijesinde düýpli ýokarlandy. Deriwatiwleriň söwdasynda institusional maýa goýumçylaryň paýy 60–65%-e deňdir, galan amallar (indeks fýuçersleri ýaly amallar) diňe iri bukjalary ätiýaçlandyrmaga gönükdirilendir. Döredilen gymmatly kagyzlaryň söwdasy ABŞ-da 1970-nji ýyllaryň ortasynda ýüze çykdy. Häzirki wagtda möhletli bazaryň möçberi ägirt uly möçberlere ýetdi. Olar boýunça şertnamalaryň ýyllyk gymmaty jemi milli önümden (JMÖ) 2 esse ýokarydyr. Şunuň bilen baglanyşykly, ABŞ-da maliýe industriýasynyň aýratyn pudagy – Managed Futures – maýa goýumlary we deriwatiwleri professional dolandyryjy bölünip aýryldy.

Söwda obýektleriniň düzümi boýunça ABŞ-nyň haryt fýuçersleri biržasy uniwersal edara öwrüldi. Ilkibaşky haryt ýöriteleşmesini (oba hojalyk, nebit) saklap galmak bilen, olarda walýuta fýuçersleri (gymmatly metallar we daşary ýurt puly), maliýe fýuçersleri (göterimli we indeksli şertnamalar), opsionlar bölümleri açyldy. Maliýe şernamalary bilen geleşikler möhletli haryt söwdasyndan esli agdyk gelýär we haryt we gazna biržlarynyň arasyndaky çäkler kem-kemden ýitýär.

1970–1990-njy ýyllarda karz-maliýe ulgamyndaky obýektiw özgermeler birža konýunkturasynyň durnuksyzlygynyň ýokarlanmagyna ýardam etdi. Üýtgäp durýan walýuta hümmetine geçilmegi walýuta töwekgelçiliginiň ähtimallygyny ýokarlandyrdy, göterim möçberlerini düzgünleşdirmek syýasatynda FÄU-nyň (Federal ätiýaçlyk ulgamy) yzygider däl ugrunyň bolmagy gysga möhletli göterim möçberleriniň üýtgäp durmagy bilen baglanyşykly töwekgelçilikleriň ätiýaçlandyrylmagyny talap etdi. Gymmatly kagyzlar bazarynda hödüirlemegiň täze strategiýasy peýda boldy, şonuň üçin hem döredilen kagyzlar we maliýe gurallary bilen amallar giň gerime eýe boldy.

Deriwatiwler ABŞ-nyň gazna bazarynyň hereket etmegiň üýtgeýän şertlerine uýgunlaşmagyna ýardam etdi we gazna bazarynyň çalt ösýän we depginli bölegine öwrüldi.

Iri transmilli korporasiýalaryň paýnamalarynyň bütin dünýäniň gazna bazarynda satylýandygy sebäpli, gymmatly kagyzlaryň söwdasy halkara häsiýetine eýe boldy.

Sagat guşaklyklarynyň laýyk gelmezliklerini aradan aýyrmak üçin biržalaryň köpüsi 24 sagatlyk işe geçdiler. Söwdanyň kadalaryny bir ölçege getirmek (unifirlemek) we milli bazarlara barylýan ýoldaky päsgelçilikleri aradan aýyrmak dowam edýär. Döredilen gurallaryň söwdasy öz tebigaty boýunça internasionaldyr: Amerikanyň bergi gurallarynyň fýuçersleriniň söwdasy Londonda-da, Sidneýde geçirilýär. ABŞ indi deriwatiwleriň bazarynda absolýut monopolist däldir: döredilen gymmatly kagyzlaryň bazarynyň gymmat möçberinde ABŞ-nyň tutýan orny 1986-njy ýylda 84% bolanlygyndan 1994-nji ýylda 55%-e çenli peseldi. 1996-njy ýylyň ahyrynda deriwatiwleriň möçberi 100 trln. dollardan geçdi. Bu 1992-nji ýyldakydan 8 esse köpdür. Deriwatiwleriň dolanyşygynyň ýokary tizligi hiç zat bilen çäklendirilmeýär, olaryň dünýädäki ýyllyk dolanyşygy häzirki wagtda 1000 trln. dollardan ýokarydyr: Şiller institutynyň (GFR) maglumatlary boýunça dünýädäki deriwatiwler şunuň ýaly bölünýär, ABŞ-nyň trln. dollarynda: ABŞ – 22,4; Ýaponiýa – 11,5; Fransiýa – 9,4; Britaniýa – 7,4; Şweýsariýa – 6,3; Germaniýa – 4,3; Kanada – 3,1; Niderlandlar – 1,6; Şwesiýa – 1,3; Belgiýa – 9,7; Italiýa – 0,5.

Gysga möhletli täjirçilik kagyzlary hem döredilen kagyzlara degişlidir, olary ýerleşdirmek bilen maýa goýum banklary meşgullanýarlar. Diňe şu banklar bilen bagly bolan iri kolmpaniýalar bu bazara çykyp bilýärler.

9.3. Gymmatly kagyzlar bazarynyň esasy ösüş meýilleri

Korporatiw sektoryň öz-özüni maliýeleşdirmeginiň we olaryň bank sektoryndan serişdeleri karz almagynyň ösmek meýillerine garamazdan, dürli gymmatly kagyzlaryň we döredilen kagyzlaryň ýerlenişi 1990-njy ýyllarda ösmegini dowam etdirdi.

Paýnamalaryň emissiýasynyň we kem-käsleýin derejede obligasiýalaryň üsti bilen ABŞ-nyň ilatynda pul maýasynyň toplanmagy durnukly ösüş meýlini görkezdi.

ABŞ-da JMÖ-ň we senagat önümçiliginiň ösüşiniň uzak wagtlyk döwri 1990-njy ýyllara gabat geldi, bu bolsa paýnamalaryň hümmetiniň, şeýle hem korportiw we döwletiň obligasiýalary boýunça kesgitli girdejiniň ýokarlanmagyna ýardam etdi.

Paýnamalaryň we obligasiýalaryň bazarynyň giňelmegi, esasan, ylmy-tehniki rewolýusiýanyň soňky gazananlaryny görkezýän senagat pudaklarynyň, ýagny maglumat, kompýuter programmalary, telekommunikasiýalar we biotehnollogiýa ugurlarynyň ösüşiniň hasabyna amala aşyryldy. Hut şu ugurlar has güýçli ösüşe eýe boldular we ýurduň dürli bazarlarynda özleriniň gymmatly kagyzlarynyň uly möçberlerde emissiýasyny amala aşyrdylar. Bu aýratyn hem NASDAQ köçe bazarynda ýüze çykdy.

Bu kompaniýalaryň paýnamalarynyň uzak wagtyň dowamyndaky ýokary hümmeti olara Amerikanyň ilatynyň giň gatlaklaryny çekmäge ýardam etdi. Bu ykdysady ösüş şertlerinde şu kompaniýalaryň we maýa goýumçylaryň birleşiginiň döremegine ýardam etdi: paýnamalaryň goýberilişi islege ýardam berdi, isleg bolsa mundan beýläk emissiýanyň zerurlygyny döretdi.

Internasionallaşma prosesleriniň, daşary ýurt maýa goýumlarynyň gelmegine rugsat edilmeginiň, möçberi we maýalaşmak derejesi boýunça özüniň tutýan ornunyň ýokary bolmagy netijesinde Amerikanyň bazary senagat taýdan ösen beýleki ýurtlaryň, öňi bilen hem Ýaponiýanyň we Günbatar Ýewropanyň bazarlarynyň özüni alyp barşynda kesgitleýji orny eýeledi. 1979, 1987, şeýle hem 1999–2000-nji ýyllarda Nýu-Ýork gazna biržasyndaky tolgunyşyklar beýleki ýurtlaryň gazna bazarlaryna düýpli täsir etdi. Öz gezeginde ABŞ-nyň gymmatly kagyzlar bazary beýleki ýurtlaryň bazarlaryndaky ýaramaz ýagdaýlaryň täsirine duçar boldy. 1999-njy ýyla çenli dowam eden, 1997-nji ýylda Aziýada emele gelen maliýe çökgünligi amerikanyň bazaryna aýratyn güýçli täsir etdi.

Günorta-Gündogar Aziýa ýurtlarynyň, aýratyn hem Ýaponiýanyň, Gonkongyň, Günorta Koreýanyň bazarlarynda walýutanyň we paýnamalaryň hümmetiniň pese gaçmagy Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda gazna tolgunyşyklaryna getirdi, bu ýagdaý amerikan korporasiýalarynyň we kompaniýalarynyň köpüsiiniň paýnamalarynyň hümmetiniň peselmeginde ýüze çykdy. Kompaniýalaryň topary boýunça pese gaçyş meýilleri 1998-nji ýylyň ahyryna çenli dowam etdi. Biržalary wagtlaýyn ýapmak ýoly bilen, kompaniýalaryň öz paýnamalaryny özleriniň satyn almagy, biržalarda ýokary tehno-

logiýaly kompaniýalaryň (NBM, Newlet, Passard, Misrosoft, Tehas Instruments) bolmagy we beýleki birnäçe çäreler arkaly Amerikanyň gazna biržalaryndaky umumy ýaramaz meýliň öňüni almak başartdy.

1997–1998-nji ýylyň birža tolgunyşyklaryndan çykylmagyna JIÖ-ň 4%-e çenli artmagy, maýanyň durnukly gelmegi, senagatda zähmet öndürijiliginiň ýokarlanmagy, federal býujetiň ýetmezçiliginiň düýpli azalmagy ýardam etdi.

Ýöne gymmatly kagyzlar bazaryndaky durnuksyzlyk doly aradan aýrylmady. 1999–2000-nji ýyllarda Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda birden aşak düşmeler we ýokary galmalar başlandy: paýnamalaryň hümmeti birden-ä aşak gaçýardy, birdenem ýokarlanýardy. Bu ýagdaý Aziýa maliýe çökgünliginiň dünýä ykdysadyýeti üçin netijelerine, şeýle hem ABŞ-nyň öz ykdysadyýetiniň öte ösüşine we 2000-nji ýylyň ahyrynda onuň ösüş depginleriniň peselmeginiň ähtimallygyna Amerikanyň bazarynyň belli bir derejedäki seslenmesi bolupdy. Mundan başga-da, maýa goýumçylaryň ýokary tehnologiýaly kompaniýalaryň paýnamalary bilen baglanyşykly optimizmi ýitip başlady we bu paýnamalary kem-kemden birža, şeýle hem köçe bazaryna oklap ugradylar.

2001-nji ýylyň sentýabryndaky wakalar gymmatly kagyzlar bazaryna örän ýaramaz täsir etdi. Syýasy, moral, psihologik täsirden başga-da, bu wakalar gymmatly kagyzlar bazaryna gönüden-göni ykdysady taýdan hem täsirini ýetirdi. Onuň netijeleri ýetirilen şu zyýanlar bilen ölçelýär: Bütindünýä söwda merkeziniň ýykylmagy 40 mlrd. dollar, ätiýaçlandyryş kompaniýalaryň ýitgileri 100 mlrd. dollar, Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň ýapylmagy sebäpli ýitgiler 400 mlrd. dollar möçberde kesgitlenýär. 2001-nji sentýabrynda birža ýapylandan soň paýnamalaryň hümmetiniň pese gaçmagy ortaça 5–6%-e deň boldy.

Emma şu ýagdaýda azyk, derman, nebit kompaniýalary utuş gazandylar. 2001-nji ýylyň sentýabryndaky wakalar gymmatly kagyzlar bazarynyň, öňi bilen bolsa birža bazarynyň mundan beýläk hem ösüşine ýaramaz täsir etdi. Ilatyň uçarlarda uçmakdan gorkmagy awiaulag kompaniýalarynyň maliýe ýagaýyny ýaramazlaşdyrdy, bu bolsa işden çykarmalara, kompaniýalaryň abraýynyň gaçmagyna we

şonuň netijesi hökmünde, olaryň paýnamalarynyň hümmetiniň esli peselmegine getirdi. Ätiýaçlandyryş kompaniýalary hem belli bir derejede maliýe kynçylygyny duýmaly, ilatyň we kanuny şahslaryň köp milliardly ýitgileriniň öwezini dolmaly boldular.

Bu wakalar ykdysady pese gaçyşlyk şertlerinde bolup geçdi, ol bolsa ýakyn geljek üçin Amerikanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň ýagdaýyny kynlaşdyrdy, munuň üstesine-de, 2001-nji ýylyň 16-njy oktýabrynda iri amerikan kompaniýalarynyň köpüsi sarp ediş isleginiň birden peselmegi netijesinde öz kärhanalarynda 650 müň iş ornunyň kemeldilýändigini yglan etdiler. Bularyň ählisi gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň uzak wagtlap peselmegine getirdi. Wagtyň geçmegi bilen gymmatly kagyzlar bazaryndaky ýagdaý düzelişdi.

X bap ÝAPONIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

10.1. Bazaryň gurluşy

Häzirki wagtda Ýaponiýanyň gymmatly kagyzlar bazary dünýäde iň kuwwatly we depginli ösýän bazarlaryň biridir. Onuň gazna bazarynyň dolanyşyk gymmatynyň paýy dünýäde 2-nji orny eýelemek bilen, gymmatly kagyzlaryň jemi dolanyşygynyň 13%-ni tutýar. ABŞ-da bu gorkeziji 48%-e, Angliýada 6%-e barabardyr. Dünýäde bergi kagyzlary boýunça berginiň umumy möçberinde ýurduň paýy 18%-e deňdir (ABŞ – 45,2, Angliýa – 4,4%). Bergi kagyzlarynyň paýyna ýurduň jemi dolanyşyk gymmatynyň 74%-i, paýnamalaryň paýyna bolsa 26%-i düşýär.

Senagat taýdan ösen beýleki ýurtlarda bolşy ýaly, Ýaponiýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşynda birinji we ikinji bazarlar, şeýle hem gazna gurallarynyň we amallaryň görnüşleri boýunça, hususan-da, döwletiň gymmatly kagyzlary, hususy gymmatly kagyzlar bazary we beýleki bazarlar bar.

Döwletiň kagyzlaryny we hususy gymmatly kagyzlary ***birinji gezek ýerleşdirmek*** auksion görnüşinde we (ýa-da) anderraýtingleriň konsorsiumyna gatnaşyjylaryň arasynda ýazylyşyk geçirmek ýoly bilen amala aşyrylýar. Döwlet zaýomlarynyň obligasiýalaryny birinji gezek satmagy ýurduň poçta-süýşürintgiler kassalary ulgamy hem geçirýär. Munisipal obligasiýalar açyk ýa-da ýapyk ýazylyşyk ýoly bilen ýerleşdirilýär.

Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň ***ikinji dolanyşygy*** gowşak ösendir. Tokionyň gazna biržasynda uzak möhletli we örän uzak möhletli obligasiýalara nyrh kesilýär, ýöne ýurtdaky döwletiň bergi gurallarynyň ikinji bazary, esasan, biržadan daşary bazardyr diýip bolar.

Tokionyň gazna biržasynyň dolanyşygynda paýnamalar agdyklyk edýär. Kassa geleşikleri dolanyşygyň esasyny düzýär, 1998-nji ýyla çeni söwdanyň esasy usuly açyk goşa auksion bolupdy («ses-

li» söwda); şunda geleşikleri amala aşyrmagyň awtomatlaşdyrylan ulgamy hem peýdanylýardy. Häzirki wagtda birža tutuşlygyna CORES we FORES kompýuter ulgamlaryna geçdi. Tokionyň gazna biržasynda esasy bazardan başga-da alternatiw bazarlar hem bar.

Döredilen gazna gurallarynyň (deriwatiwler) söwdasy – fýuçers we opsion şertnamalar – Ýaponiýada ujypsyz möçberdedir. Tokionyň gazna biržasy uzak möhletli obligasiýalaryň fýuçesleriniň, fýuçersleriň opsionlarynyň, şeýle hem TOPIX indeksiniň opsionlarynyň söwdasyny amala aşyrýar. TIBOR bankara möçberiniň esasynda üç aýlyk göterimli fýuçersleriň söwdasyny Tokionyň maliýe fýuçerslery halkara biržasy geçirýär, Osakanyň gazna biržasy bolsa paýnamalaryň we ***Millei*** indeksiniň esasynda opsion şertnamalary bilen amallary geçirýär.

Soňky wagtlarda Ýaponiýada hususy obligasiýalar bilen forward geleşikleri ösýär. Ýurtda depozit sertifikatlar bazary hereket edýär. Amerikanyň NASDAQ ulgamyna meňzeş ýaş emitentleriň paýnamalarynyň biržadan daşary söwda ulgamy (JASDAQ) hem bar. Onuň amallarynyň möçberi köp däl. Ýurtda gymmatly kagyzlara nyrh kesmegi 2,4 müňe golaý listing kompaniýalary amala aşyrýarlar (ABŞ-da 9 müň, Angliýada 2 müň).

10.2. Gymmatly kagyzlaryň görnüşleri we dolanyşyk aýratynlyklary

Döwlet obligasiýalary. Ikinji jahan urşundan soň döwlet obligasiýalaryny çykarmak diňe 1965-nji ýyldan başlandy. Birinji bolup möçberi boýunça örän az bolan maksatly Gurluşyk zaýomy çykaryldy, ol ýollaryň, köprüleriň we ş.m. gurluşygyny maliýeleşirmäge niýetlendi. Abunaçylaryň (ýazylanlaryň) sindikaty bu obligasiýalary ýerleşdirmek bilen meşgullandy, onuň düzümine banklar, gymmatly kagyzlar bilen amallar boýunça kompaniýalar, ätiýaçlandyryş kompaniýalary we beýleki institutlar girdi. Bu kagyzlaryň girdejililigi, geçginliligi we özüne çekijiligi ýokary däldi, banklara bolsa şol döwürde döwlet zaýomlaryny satmak gadagan edilipdi.

1975-nji ýylda Ýaponiýanyň hökümetine döwlet býujetniň ýetmezçiligini maliýeleşdirmek üçin hem obligasiýalary çykarmaga rug-

sat berildi. Bu gymmatly kagyzlaryň möçberi üznüksiz we çalt artdy. 1977-nji ýylda döwlet obligasiýalarynyň bazary Ýaponiýanyň gymmatly kagyzlar bazarynda agalyk edýän ýagdaýy eýeledi (amallaryň 95%-ne golaý). 1985-nji ýyldan döwlet obligasiýalary bilen forward geleşikleriniň geçirilýän bazary hereket edip başlady.

1987-nji ýyla çenli döwlet býujetiniň ýetmezçiliginiň meselesiniň üstünlikli çözülmegi täze döwlet zaýomlarynyň emissiýasynyň möçberleriniň görnetin azalmagyna sebäp boldy we netijede döwlet obligasiýalaryna bolan isleg teklipden ýokary boldy. Abunaçylaryň (ýazylanlaryň) sindikatynda ýene bir bäsdeş – poçta-süýşürintgi kassalary ulgamy peýda boldy, 1988-nji ýylda olara hem döwlet zaýomlaryny gaýtadan satmaga rugsat edildi.

Häzirki wagtda nähili atlandyrylýandygyna (gurluşyk, ýetmezçilik we ş.m. obligasiýalar) garamazdan Ýaponiýanyň ähli döwlet obligasiýalarynyň birmeňzeş derejesi bardyr. Ozal ýurtda diňe üzülmeli möhleti 10 ýyla deň bolan obligasiýalar çykarylan bolsa, häzirki wagtda döwletiň gymmatly kagyzlarynyň dolanyşygynyň wagtlaýyn çägi birnäçe aýdan 2,5, 10-a we 20-ä çenli düýpli giňeldildi. Ýapoinýada atly (97%) we görkezene tölenýän döwlet obligasiýalary, şeýle hem olary özara çalyşmagyň erkin we ýönekeý düzgüni bar. Ozal döwlet obligasiýalary boýunça girdejiler birwagtlaýyn üzmek ýoly bilen tölenen bolsa, häzirki wagtda göterimler aglaba ýagdaýda ýylda iki gezek tölenýär. Nol kuponly, ýagny bäş ýyl möhlete çykarylýan diskontly obligasiýalar hem bar.

Orta möhletli (2 we 5 ýyl), uzak möhletli (5–10 ýyl) we örän uzak möhletli (20 ýyl) döwlet obligasiýalaryndan başga-da, Ýaponiýanyň Maliýe ministrligi gysga möhletli (3 we 6 aý) gaznaçylyk wekselleriniň, şeýle hem döwlet serişdeleriniň wagtlaýyn ýetmezçiliginiň üstüni ýapmak üçin niýetlenen iki aýlyk maliýe wekselleriniň emissiýasyny geçirýär. Häzirki wagtda döwlet obligasiýalarynyň bazary Ýaponiýanyň obligasiýalar (döwlet, bank, korporatiw, döwlet edaralarynyň obligasiýalary we munisipal obligasiýalar) bazarynyň jemi möçberiniň 40%-ni tutýar.

Orta we uzak möhletli obligasiýalaryň emissiýasy her aýda geçirilýär. Iki ýyllyk obligasiýalary birinji gezek ýerleşdirmek auksion

görnüşde, 5 ýyllyk obligasiýalary ýerleşdirmek 800-den gowrak dürli görnüşdäki maliýe edaralaryny içine alýan anderraýterler konsorsiumyna gatnaşýanlary abuna ýazmak ýoly bilen amala aşyrylýar. Bu kagyzlaryň ikinji dolanyşygy örän gowşak ösendir. Uzak möhletli obligasiýalar birinji gezek ýerleşdirilende, her emissiýanyň belli bir bölegine (40%) anderraýterleriň konsorsiumy ýazylýar. Galan bölegi auksionlarda giň köpçülige satylýar. Ortaça ölçenen auksion bahasy emissiýanyň bir böleginiň anderraýterler tarapyndan satyn alynýan bahasyny kesgitlemek üçin esas bolup hyzmat edýär. Örän uzak möhletli obligasiýalary ýerleşdirmek auksion esasda üç aýda bir gezek bolup geçýär.

Döwlet obligasiýalary resminamasyz görnüşde çykarylýar: olary saklaýjylaryň sanawyny (reýestrini) Ýaponiýanyň banky ýöredýär. Depo hasaplary boýunça hasaplaşyklary kliring banklary geçirýärler. Uzak möhletli we örän uzak möhletli obligasiýalara Tokionyň gazna biržasynda nyrh kesilýär, emma tutuşlygyna alanyňda (dolanyşyk gymmatynyň 95%-i), döwlet obligasiýalarynyň ikinji bazary biržadan daşary bazar bolup durýar.

Döwlet obligasiýalarynyň getirýän kupon girdejisine 20% salgyt salynýar, maýa goýumçylaryň aýry-aýry institusional toparlary ondan boşadylandyr.

Korporatiw obligasiýalar. Ýaponiýada korporatiw obligasiýalaryň bazary däp bolup gelşine görä gowşak ösendir. Ýöne häzirki wagtda bu gymmatly kagyzlaryň, aýratyn hem çalşylýan we kuponly obligasiýalaryň emissiýanyň möçberleriniň ösüş meýli görünýär. Bu, esasan, biržadan daşary bazardyr. 1980-nji ýyllaryň ahyrynda kanunçylykda käbir gadagan etmeler aýrylandan soň hususy obligasiýalar bilen forward geleşikleriniň gerimi giňeldi, şeýle hem olara hyzmat edýän institutlaryň işi ösüşe eýe boldy. 1979-njy ýyldan soň Ýaponiýada depozit sertifikatlar bazary işläp başlady.

Ýaponiýanyň korporatiw obligasiýalarynyň arasynda banklaryň, önümçilik kärhanalarynyň, döwlet edaralaryny, obligasiýalary, munisipal obligasiýalar bar.

Uly banklar her aýda ykdysadyýetiň dürli ugurlaryny uzak möhletli karzlaşdyrmaga gönükdirilýän serişdeleri çekmek üçin obliga-

siýalary çykarýarlar. Şu obligasiýalar boýunça göterim girdejisiniň möçberleri Maliýe ministrligi bilen ylalaşylmaga degişlidir.

Önümçilik kärhanalarynyň obligasiýalary diňe ynanylýan banklaryň gatnaşýan halatynda çykarylyp bilner. Ýurtda bu gymmatly kagyzlary emissiýa etmegiň ýeterlik derejede berk kadalary bardyr, hususan-da, emitentiň balansynyň ýagdaýyna ýokary talap bildirilýär.

Döwlet edaralarynyň obligasiýalary sany çäklendirilen (40-dan hem az) döwlet agentlikleri ýa-da korporasiýalary tarapyndan çykarylýar. Ýaponiýanyň maliýe korporasiýasy muňa mysal bolup biler, ol şu ýol bilen özleriniň serişde tapmaga mümkinçiligi bolmadyk ýerli häkimiýet edaralarynyň zerurlyklary üçin serişdeleri çekýär. Şunuň ýaly obligasiýalary hökümetiň kepillendirmeginiň hasabyna 10 ýyllyk möhlete çykarýarlar. Maliýe ministrligi olaryň emissiýasynyň möçberlerini düzgünleşdirýär we bazarda ýerleşdirmäge ýardam edýär.

Munisipal obligasiýalar prefekturalar, şäherler we munisipalitetler tarapyndan anyk maýa goýum taslamalaryny maliýeleşdirmek üçin emitirlenýär, olar hem 10 ýyl möhlete çykarylýar. Beýleki şertleriň deň bolmagynda bu kagyzlaryň göterim girdejililigi döwlet obligasiýalary boýunça girdejiden ýokarydyr. Olary ýerleşdirmek açyk we ýapyk ýazylyşyk ýoly bilen geçirilýär.

Korporatiw obigasiýalaryň beýleki görnüşlerine ýewroiýen obligasiýalar, *Samurai* we *Daiyo* obligasiýalary degişlidir. Olaryň birinjisi iýende görkezilýär, Ýaponiýanyň daşyna çykarylýar we esasan, daşary ýurt maýa goýumçylar üçin niýetlenendir. Ikinjisi ýurduň içinde daşary ýurt emitentleri, halkara korporasiýalary tarapyndan çykarylýar. Bu kagyzlaryň ählisi boýunça göterimler ýylda bir gezek tölenýär, hasaplaşyklar Euroclear ýa-da SEDEh depozit-kliring ulgamy arkaly geçirilýär.

Paýnamalar. Ýaponiýanyň paýnamalar bazary häzirki wagtda ýyllyk dolanyşygynyň möçberi boýunça dünýäde ikinji orny eýeleýär. Ol dolulygyna birža bazarydyr. Munuň esasy sebäbi uruşdan soňky döwürde ýurtda senagat ösüşiniň örän ýokary ösüşi bolup durýar. 1989-nji ýyla çeni Tokionyň gazna biržasynda nyrh kesilen paýnamalaryň köpüsiniň hümmeti, aýry-aýry gysga wagtlaýyn pese

gaçmalary hasaba almanyňda, her ýylda 20–30% ýokarlandy. Şonuň üçin hem ýapon kompaniýalarynyň paýnamalarynyň bazar bahasy 1980-nji ýyllarda nominal bahadan örän ýokary (50–60 esse) bolupdy. Deňeşdirmek üçin: ABŞ-da bu gatnaşyk 10 essä ýetipdi.

Emele gelen ýagdaý belli bir meseleleri hem döretdi, hususanda, paýnamanyň bazar bahasyna seredeňde diwidendiň örän pes bolmagy mysal bolup biler, onuň möçberi nominala garanyňda göterimde kesgitlenýär. Mysal üçin, kabul ederlikli 12 göterimli diwidend paýnamanyň nominal bahasynyň 50 iýen bolan halatynda onuň bazar bahasynyň 0,25%-ne (2500 iýene) deň bolýar. Netjede, maýa goýumçylaryň hümmet tapawudyndan alynýan spekulýatiw peýda gyzyklanmasy artyp başlaýar, diwidend girdejä bolan gyzyklanma bolsa gowşaýar.

Bularyň ählisi Tokionyň gazna biržasynda söwdalaryň işjeň ösmegine ýardam etdi, ol 1987-nji ýyldan başlap onda nyrh kesilen paýnamalaryň jemi gymmaty (3 trln. dollara golaý, Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda 2,1 trln. dollar) boýunça dünýäde iň uly birža öwrüldi.

Ýaponiýanyň paýdarlar maýasynyň ýene bir aýratynlygyny belläp geçmek gerek. ABŞ-dan tapawutlylykda (bu ýerde diwidend girdejisini almak maksady bilen paýnamalaryň jemi mukdarynyň ýarysyna şahsy taraplar eýelik edýär), Ýaponiýada çykarylan paýnamalaryň aglaba böleginiň bilelikdäki saklaýjylary bolup korporasiýalaryň özleri çykyş edýärler. Şunda esasy maksat korporasiýalaryň we olaryň paýdarlarynyň gowy gatnaşyklaryny saklamak, şeýle hem ikitaraplaýyn aýratyn hukuklary almak bolup durýar. Ýaponiýanyň paýnamalar bazaryna daşary ýurtly maýa goýumçylaryň aralaşmagyny bökdemek meýli hem görünýär. Şu günki günde eýeçilik edilýän paýnamalary saklamak babatynda garşylyklaýyn islegler hem bar.

Ýaponiýanyň paýnamalarynyň aglaba bölegini adaty atly paýnamalar düzýär. Aýratyn hukukly paýnamalaryň sany köp däldir.

Ýapon korporasiýalarynyň paýnamalarynyň emissiýasynyň möçberi 1989-njy ýylda iň ýokary çäge ýetdi (8,5 mlrd. iýenden gowrak): soňra 1990–1992-nji ýyllarda bolup geçen gazna bazaryndaky çökgünlik netijesinde bu kagyzlaryň emissiýasynyň möçberi birden (22 esse) azaldy. Ýurduň ykdysadyýetini maliýeleşdirmekde paýnamalaryň emissiýasynyň paýy 1995-nji ýylda bir göterimden

hem pes boldy. Tokionyň gazna biržasynda nyrh kesilen paýnamalaryň bahasy 2 esseden aşak gaçdy, ýyllyk dolanyşygyň möçberi bolsa 5 esse azaldy.

10.3. Birža gazna bazary: guralyşy, düzgünleşdirmek, ösüş meýilleri

Birinji ýapon gazna biržasy Tokioda 1878-nji ýylda täjirçilik guramasy hökmünde esaslandyryldy. 1943-nji ýylda Tokionyň gazna biržasy ýapyldy we täjirçilik däl institut hökmünde 1949-njy ýylda gaýtadan döredildi. Häzirki wagtda Ýaponiýada sekiz sany gazna biržasy bolup, olar Tokio, Osaka, Sapporo, Nagoýa, Kioto, Hirosima, Fukuoka, Niigata şäherlerinde ýerleşýär. Tokionyň we Osakonyň biržalarynyň dolanyşyk möçberleri, ýurduň jemi birža dolanyşygynyň, degişlilikde, 80 we 15%-ne deňdir.

Ýaponiýanyň banklary häzirki wagtda daşary ýurtlaryň gazna biržalarynyň amallaryna işjeň gatnaşýarlar, Günbatar Ýewropa ýurtlarynyň we ABŞ-nyň iri banklary bolsa ýapon gazna biržalarynyň işini işjeňleşdirmek bilen, Ýaponiýanyň ykdysadyýetine maýa goýumlary amala aşyrýarlar.

Ýaponiýanyň gazna biržalarynyň işiniň guramaçylyk esaslary beýleki ösen ýurtlaryň biržalarynyň işiniň esaslary bilen köp babatda meňzeşdir. Bu ýerde gazna biržalary paýdarlara degişli bolmak bilen, olar şol bir wagtyň özünde söwda meýdançalarynyň we hasaplaşyk-kliring merkezleriniň wezipesini ýerine ýetirýärler, şunda 1984-nji ýylda döredilen, Ýaponiýanyň depozitar merkezi (Japan Securites Depository Centre, JASDEC) bilen ýakyndan hyzmatdaşlyk edýärler.

Diňe Ýaponiýanyň Maliýe ministrligi tarapyndan degişli amallary geçirmäge ygtyýar berlen dellalçylyk-dilerlik firmalary gazna biržasynyň agzalary bolup çykyş edýärler. Olar öz atlaryndan hem, müşderileriň adyndan hem, öz hasabyna we öz peýdasyna gymmatly kagyzlary satyn alyp we satyp bilýärler; olara hemişelik (regulýar) agzalar diýilýär. Şeýle hem birža agzalarynyň «saýtori» diýlip atlandyrylýan az sanly topary bar, olar biržanyň hemişelik agzalaryndan geleşikleri geçirmek üçin sargytlary kabul edýärler we ýerine ýetirýärler.

Tokionyň gazna biržasy (Tokyo Stock Exchange). Bu Ýapoinýanyň iň uly biržasydyr. Onuň dolanyşygynda hususy kompaniýalaryň paýnamalary agdyklyk edýär, kesgitli girdejisi bolan bergi borçnamalarynyň paýy ýokary däldir. Birža dolanyşygynyň esasyny kassa geleşikler emele getirýär. Giňelme meýli bolan möhletli geleşikleriň möçberi örän azdyr.

1999-njy ýyla çenli söwdasynyň esasy usuly Nýu-Ýorkuň gazna biržasyndaky ýaly, açyk goşa auksion, ýagny biržanyň amallar zalyndaky «sesli» söwda bolup durýardy. Häzirki wagtda birža CORES we FORES kompýuter ulgamlaryna geçdi. Döredilen gurallaryň (fýuçersler we opsionlar) söwdasyna CORES-FOR ulgamy hyzmat edýär.

Söwda iri lotlarda geçirilýär, ýagny düzgün bolşy ýaly, bahasy 50 müň iýen bolan 1 müň paýnamadan durýan bukjalaryň söwdasy edilýär. Ýapon paýnamalarynyň köpüsiniň nominaly 50 iýene deňdir. Diňe aýry-aýry paýnamalaryň nominaly 20 we 500 iýen bolup biler. Dellalçylyk-dilerlik firmalaryndan birža gelip gowuşýan ýüztutmalar telefon boýunça ýa-da kompýuterleşdirilen telekommunikasiýa ulgamlary arkaly berilýär. Geleşikleri awtomatlaşdyrylan usula geçirmek ulgamynyň peýdalanyşy giňelýär.

Tokionyň gazna biržasynda esasy bazar iki seksiýa bölünýär. Birinjisi, iri kompaniýalaryň (olaryň sany 1200-e golaý) paýnamalaryna nyrh kesmegi amala aşyrýar. Ikinjisinde giňden belli bolmadyk kompaniýalaryň 600-e golaýynyň paýnamalaryna nyrh kesilýär. Esasy bazarda nyrh kesilmedik paýnamalar üçin biržada alternatiw bazarlar bar.

Milli kompaniýalaryň paýnamalaryna nyrh kesmäge rugsat etmek olar tarapyndan birnäçe şertleriň ýerine ýetirilmegini göz öňünde tutýar; hususan-da, paýdarlar maýasynyň möçberi 1 mlrd. iýenden az bolmaly däl, soňky ýylda salgyt salynmazyndan öňki peýdanyň möçberi 400 mln.iýenden az bolmaly däl, soňky bäş ýylda zyýan çekmän işlän bolmaly.

Maliýe ministrliginiň rugsat etmegi bilen 1973-nji ýylda Tokionyň gazna biržasynyň dolanyşygynda daşary ýurtly kompaniýalaryň ilkinji paýnamalary peýda boldy; bazar internasionallaşyp başlady. Daşary ýurtly kompaniýalaryň paýnamalaryna nyrh kesmäge bildiril-

ýän talaplar, milli paýnamalar üçin bellenen talaplara garanyňda has berkdir.

Beýleki köp biržalardan tapawutylykda Ýaponiýanyň baş biržasynda 2000-nji ýyla çenli hyzmat hakynyň kesgitli möçberleri peýdalanylýardy. Olar geleşikleriň möçberine baglylykda 0,075-den 1,15%-e çenli tapawutlylykda bellenilýärdi. Möçberi 1mlrd. iýenden köp bolan geleşikler üçin hyzmat haky kesgitli bellenmeýärdi. Häzirki wagtda hyzmat hakynyň möçberleri ähli geleşikler boýunça kesgitli bellenmeýär.

Tokionyň gazna biržasy döredilen gazna gurallarynyň (deriwatiwler) söwdasyny, ýagny obligasiýalaryň dürli görnüşleriniň esasynda fýuçers şertnamalarynyň, käbir görnüşdäki obligasiýalar boýunça fýuçers şertnamalarynyň opsionlarynyň, TOPIX birža indeksiniň esasynda opsionlaryň söwdasyny amala aşyrýar.

Nikkei we TOPIX birža indeksleri ýapon gazna bazarynyň konýunkturasyny görkezýär. Nikkei Tokionyň gazna biržasynyň birinji seksiýasynda nyrh kesilen 225 paýnamanyň ortaça arifmetiki bahasy hökmünde 1950-nji ýyldan bäri hasaplanýar (ABŞ-da esasy Dou-Jons indeksine meňzeş). TOPIX 1968-nji ýyldan bäri hasaplanýar we Tokionyň gazna biržasynyň birinji seksiýasynyň ähli paýnamalarynyň, olaryň mukdaryny hasaba almak bilen ölçelip çykarylan ortaça arifmetiki bahasyny görkezýär.

Bazary düzgünleşdirmek. Ikinji jahan urşuna çenli Ýaponiýanyň gymmatly kagyzlar bazary örän gowşak ösüpdi. Ýaponiýada XIX asyryň ahyryndan başlap, döwlet tarapyndan maliýe institutlarynyň dürli görnüşleriniň arasynda berk bölünişik bolmaly diýen ýörelgesi öňe sürülýärdi, ol köp derejede Angliýanyňka meňzeşdi. 1948-nji ýylda ýurtda «Gymmatly kagyzlar biržalar hakynda» kanun kabul edlidi, ol köp babatda 1933–1934-nji ýyllarda ABŞ-da hereket eden degişli namalaryň nusgasy bolup durýardy. Şu kanunalaýyklykda Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça garaşsyz komissiýa işläp başlady, soňundan ol Maliýe ministrliginiň Gymmatly kagyzlar müdirligine öwrüldi. Onuň ýanynda maslahatçy edara hökmünde Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça geňeş döredildi.

1950-nji ýylda «Daşary ýurt maýa goýumlary hakynda» kanunyň kabul edilmegi bilen, milli kompaniýalaryň paýnamalarynyň

hem, daşary ýurt maýasynyň gatnaşmagyndaky kompaniýalaryň paýnamalarynyň hem birža dolanyşygy işjeňleşdi. Mundan başga-da, Ýaponiýanyň Maliýe ministrligi 1949-njy ýylda kabul edilen «Walýuta we daşary söwda gözegçiligi hakynda» kanunalaýyklykda gazna gymmatly kagyzlaryny getirmäge we olary ýurtdan çykarmaga rugsatnama berýär, şeýle hem daşary ýurt maýa goýumlaryna degişli meseleleri çözýär. 1993-nji ýylda kabul edilen, «Maliýe ulgamyny özgertmek hakynda» kanun banklaryň we dellalçylyk-dilerlik firmalaryyň işindäki çäklendirmeleriň bir bölegini ýatyrdy.

Ýaponýanyň kanunçylygynyň kadalaşdyryjy namalarynyň arasynda Söwda kodeksi hem bar, onuň bölümleriniň biri diňe gymmatly kagyzlara bagyşlanandyr. Bu resminamalar ýapon gazna bazarynyň işiniň hukuk esasy bolup hyzmat edýär, bu bazar döwlet tarapyndan işjeň düzgünleşdirilýär.

Ýaňy-ýakyna çenli Ýaponiýanyň täjirçilik banklaryna gymmatly kagyzlary bazarda satyn almak-satmak amallaryny geçirmek kanunçylyk esasynda gadagan edilýärdi. Bu işi diňe gymmatly kagyzlar bilen amallar boýunça ýörite kompaniýalar amala aşyryp bilýärdi, olaryň işiniň çygry bankyň işiniň çygry bilen berk çäklendirilýärdi. Ikinji jahan urşundan soň Ýaponiýada, ABŞ-daky ýaly, banklaryň trast amallaryny ş.m. geçirmek gadagan edilýärdi. Ýöne wagtyň geçmegi bilen bu düzgün berk berjaý edilmän başlandy. Dürli maliýe institutlarynyň iş çygyrlarynyň biri-biri bilen özara utgaşmak meýilleri güýçlendi, bank işindäki we gymmatly kagyzlar bilen amallardaky çäklendirmeleri aýyrmak ugrunda 1977-nji ýylda başlanan göreş muňa ýardam etdi, bu göreş 1984-nji ýylda doly ýeňiş bilen tamamlandy. Häzirki wagtda iş ýüzünde Ýaponiýanyň ähli banklary döwlet zaýomlarynyň we ýerli häkimiýet edaralarynyň obligasiýalary, hökümet tarapyndan kepillendirilen kagyzlar we ş.m., şeýle hem milli we daşary ýurt korporatiw gymmatly kagyzlary bilen amallaryň ähli görnüşlerini amala aşyrýarlar. Gymmatly kagyzlar bazarynyň beýleki köp sanly institusional gatnaşyjylarynyň işi erkinleşdirildi.

Gymmatly kagyzlar bazarynda professional işi amala aşyrmak üçin döwletden ygtyýarnama almak zerurdyr. Ýaponiýanyň Maliýe ministrligi bu işiň dört ugry boýunça ygtyýarnamalar berýär: del-

lalçylyk, dilerlik, anderraýting we hususy maýa goýumçylar bilen ownuk amallar boýunça iş üçin ygtyýarnamalar berilýär. Mundan başga-da, gymmatly kagyzlar bazaryna professional gatnaşyjylaryň ählisi öz-özüni dolandyrýan guramanyň – Ýaponiýanyň gazna bazarynyň dilerler assosiasiýasynyň agzalary bolup durýarlar.

Ösüş meýilleri. Ýokarda bellenip geçilişi ýaly, 1970–1980-nji ýyllaryň sepgidinde Ýaponiýanyň gymmatly kagyzlar bazary internasionallaşyp başlady. Daşary ýurtly hem-de milli emitentler tarapyndan ýewroiýenlerde obigisiýalary çykarmagyň gerimi çalt depginler bilen giňeldi. Tokionyň gazna biržasynda daşary ýurt kompaniýalarynyň paýnamalary satylyp başlandy. 1987-nji ýyla çenli onda 9 ýurtdan 88 kompaniýa bellige alyndy. Olaryň paýnamalary bilen geleşikler biržanyň jemi dolanyşygynyň 1,5%-ne golaý boldy we soňky ýyllarda ýokarlandy.

Uzak wagtyň dowamynda daşary ýurtly agzalaryň biržanyň işine gatnaşmagy gadagan edilýärdi. Emma ýapon kompaniýalarynyň daşary ýurtlarda işiniň giňelmegi bu ýagdaýy üýtgetdi. 1986-njy ýyldan bäri Maliýe ministrliginiň maýanyň bellenen iň pes möçberi, her ýylky arassa girdejiniň ululygy we ş.m. babatynda birnäçe talaplary berjaý edilen halatynda daşary ýurtlaryň maýa goýum institutlary hem Tokionyň gazna biržasyna gatnaşyjylar bolup bilerler.

1988-nji ýylda eýýäm 45 sany daşary ýurtly kompaniýa Tokionyň biržasynyň doly hukukly agzalary boldular; olar tarapyndan amala aşyrylan geleşikleriň paýy jemi dolanyşygyň 1%-den geçmeýärdi we olaryň köpüsi (80%-golaýy) milli gatnaşjylara garanyňda ýitgi çekip işleýärdi. Şular ýaly gatnaşyjlyra Deutsche Bank, Merill Linch, Morgan Stenly kompaniýalary we beýlekiler degişlidir.

Ýaponiýanyň häzirki zaman gymmatly kagyzlar bazary paýly hem-de bergi gymmatly kagyzlary boýunça ABŞ-nyň gazna bazaryndan soň ikinji orunda durmak bilen, dünýäde iň bir ösen we kämil bazar bolup durýar we onuň milli däpler bilen şertlendirilen birnäçe aýratynlyklary bardyr.

XI bap GERMANIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

11.1. Germaniýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüş meýilleri

Maýa toplamakda gymmatly kagyzlar bazarynyň ähmiýeti boýunça öňdebaryjy ýurtlaryň arasynda Germaniýa üçünji orny eýeleýär, köp görnüşler boýunça bolsa Ýewropada birinji ýerde durýar. Şol bir wagtyň özünde dünýä gymmatly kagyzlar bazarynda Germaniýanyň paýy bary-ýogy 2,5%-e deňdir, bu bolsa gymmatly kagyzlar bazarynyň özüniň belli bir derejede giç ösüp başlamagy bilen baglydyr. Hakykatdan gymmatly kagyzlar bazarynyň hereketi we ösüşi hökümetiň bu işe goşulyşmagy we salgyt we beýleki ýeňillikleriň girizilmegi bilen 1954-nji ýylyň ahyrynda başlandy. GFR-iň ykdysadyýetiniň ýokary ösüş depginleri maýanyň toplanyşyny güýçlendirdi we fiktiw maýanyň artmagyna ýardam etdi. Eýýäm 1965-nji ýylda gymmatly kagyzlaryň ähli görnüşleriniň çykarylyşy jemi milli önümiň (JMI) 4,4%-ne we ýurtdaky jemi maýa goýumlaryň 23%-ne deň boldy. Dolanyşykdaky kesgitli göterimi bolan gymmatly kagyzlaryň nominal bahasy 100 mlrd. marka deň boldy, ýöne olaryň bazar bahasy ep-esli pes bolup, 79 mlrd. marka barabardy. Satyn alynýan paýnamalaryň paýy hem düýpli artdy, ol gymmatly kagyzlaryň jemi möçberiniň üçden bir bölegine golaý boldy, 1950-nji ýyllarda bolsa satyn alynýan kagyzlaryň gurluşynda obligasiýalar we iipotekalar agdyklyk edýärdi. Şol döwürde ilatyň pul serişdeleriniň gymmatly kagyzlarda jemlenmesi 1950-nji ýyllarda 100 mln. marka bolanlygyndan 1960-njy ýyllaryň ortalarynda 6,9 mlrd. marka çenli köpelip, şahsy süýşürintgileriň ähli möçberiniň 20%-ne barabar boldy. Soňy bilen hususy maýa goýumçylar, öňi bilen hem gurply maýa goýumçylar esasy orna geçip başladylyr. Gurply maşgalalaryň 162 müňüsiniň, ýagny ähli maşgalalaryň 5-den 1 böleginiň eýeçiliginde paýnamalaryň 90%-i saklanýardy. Şunda paýnama eýeleriniň

41%-de hümmet bahasy 2 müň markadan ýokary bolmadyk paýnamalary bardy.

Bazaryň mundan beýläk hem ösüşi 1970-1980-nji ýyllarda bolup geçdi, şol döwürde paýnamalaryň ortaça bahasy iki esse gowrak ýokarlandy. Maýa goýumçylaryň gurluşy üýtgedi, hususy maýa goýumçylaryň paýy 90-dan 55%-e çenli azaldy. 1970-nji ýyllarda diňe 12 ýaşaýjynyň biri paýnamanyň eýesi bolup durýardy. Institusional maýa goýumçylaryň paýyna 15%, täjirçilik banklarynyň paýyna 30% düşýärdi. Obligasiýalaryň dolanyşygy 1959-njy ýylda 30 mlrd. marka bolanlygyndan 1983-nji ýylda 777 mlrd. marka çenli ýokarlandy, şol bir wagtyň özünde olaryň dolanyşygynyň 28 mlrd. markadan 101 mlrd. marka çenli, ýagny 3,6 esse ýokarlanandygyna garamazdan, dolanyşykdaky paýnamalaryň ösüşi haýallady. Gymmatly kagyzlar bazarynyň mahsus aýratynlygy dolanyşykda bolýan emlägiň titullarynyň gurluşynda has aýdyň göründi: onuň 66%-den gowragy dürli bank obligasiýalarynyň, 22%-ne golaýy döwlet zaýomlarynyň, 11,8%-i paýnamalaryň paýyna düşýärdi we gymmatly kagyzlaryň diňe 0,2%-ni korporatiw obligasiýalar emele getirýärdi. Soňy bilen gymmatly kagyzlar bazarynyň obligasiýalary ösüp başlady, ýöne şol ýyllarda emele gelen esasy meýiller saklanyp galdy: obligasiýalaryň sany artmagyny dowam etdirdi, paýnamalaryň bellige alnan goýberilişleriniň sany bolsa azaldy. 1990-njy ýyllaryň başyna çenli kärhanalaryň paýdarlar maýasynyň gurluşynda öý hojalyklarynyň paýy 16.8%-e çenli peseldi, 1997–1998-nji ýyllarda bolsa hususy maýa goýumçylaryň paýyna ähli paýnamalaryň baryýogy 13%-i düşdi, bu bolsa ilatyň maliýe işjeňleriniň 6%-ne deňdir. Şol bir wagtyň özünde pul maýasyny jemlemekde gymmatly kagyzlar bazarynyň roly ýokarlandy. 1996-njy ýylda nemes biržalarynda 8,9 trln. marka deň bolan rekord dolanyşyk alyndy, 1995-nji ýyl bilen deňeşdirilende ol 0,8 trln. marka artdy. Şunda dolanyşygyň dörtden üç bölegine golaýy durnukly göterimi bolan gymmatly kagyzlaryň, dörtden bir bölegi paýnamalaryň paýyna düşdi (*25-nji tablisa*).

25-nji tablisa

Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygy we ýerleşdirilişi (mlrd. marka)

Ýyl	Jemi	Kesgitli göterimli gymmatly kagyzlar				Paýnamalar
		Jemi	Bank	Korporatiw	Döwlet	
1997	908.5	896.6(98.7)	621.7(69.3)	1.9(0.21)	222.9(24.9)	11.9(1.3)
1998	1056.8	1030.8(97.5)	789.1(76.5)	3.4(0.2)	238.4(23.1)	26.0(2.5)
1999	788.6	694.3	571.2	2.6	120.5	94.3
2000	828.6	817.3	659.1	8.1	150.1	11.4
2001	881.4	870.2	687.9	11.3	171.0	11.2
2002	1079.2	1068.2	818.7	17.6	231.9	11.0
2003	1943.8	958.1	668.0	22.5	268.4	16.8
2004	1990.8	990.4	688.8	31.5	270.0	10.1
2005	1991.7	988.9	692.2	24.4	272.4	13.8
2006	1860.6	925.9	622.0	29.9	273.8	9.0

Şu döwürden nemes paýdarlar kompaniýalarynyň täze emissiýalary başlandy. 1996-njy ýylda täze emissiýalaryň sany 14-e deň bolan bolsa, onda 1999-njy ýylda olar eýýäm 175 sany bolupdy. 1999-njy ýylda birža şowhuny (bum) diňe bir paýnamalaryň hümmetini däl, eýsem, olaryň sanyny hem ýokarlandyrdy. Ýöne 2000-nji ýyldaky çökgünlikden soň ýene-de emissiýa işiniň kemelmegi (2000-nji ýylda emissiýalaryň sany 1242, 2001-nji ýylda 26, 2002-nji ýylda 7 we 2003-nji ýylda 0 boldy) we nemes kompaniýalarynyň hem, daşary ýurt kompaniýalarynyň hem paýnamalarynyň delistingi bolup geçdi. Paýdarlaryň sany azaldy. 2003-nji ýyla çenli diňe 11,1 mln. nemes ýa-da jemi uly ýaşly ilatyň 17%-i paýdarlar bolup durýardy, 2001-nji ýylda bolsa olaryň sany 13,5 mln. adama ýa-da 21%-e deň bolupdy. Şunuň ýaly ýagdaýyň sebäbi 1929-1932-nji ýylllaryň çökgünligi bilen deňeşdirilip bilinjek güýçli birža çökgünligi boldy. Pul serişdeleri goýulýan gural hökmünde paýnamalaryň paýy bu döwürde 2-den 4,5%-e çenli peseldi.

Umuman alanyňda Germaniýada häzirki zaman gymmatly kagyzlar bazary şu aýratynlyklar bilen häsiýetlendirilýär:

– obligasiýalaryň bazary paýnamalaryň bazaryna garanyňda, has ösendir. Germaniýada obligasiýalaryň we paýnamalaryň gatna-

şygy 10 : 1-e deňdir, şol wagtyň özünde ABŞ-da 4:3 deň bolup durýar. Bergi gurallarynyň arasynda bergileriň ählisi diýen ýaly bank obligasiýalarynyň we federal hökümetiň borçnamalarynyň paýyna düşýär;

– döwletiň gymmatly kagyzlarynyň we täjirçilik banklarynyň kagyzlarynyň ähmiýeti uludyr. Ähli gymmatly kagyzlaryň arasynda 5-den 3 bölegi banklaryň kesgitli girdejileri bolan bergi borçnamalarynyň paýyna düşýär;

– döwlet býujetiniň ýetmezçiliginiň üstüni ýapmak üçin göni karzlaşdyrmagyň bar bolan däpleri döwlet tarapyndan çykarylýan gymmatly kagyzlaryň paýyny azaldýar;

– paýnamalaryň paýy pesdir. 500 000 gowrak firmalaryň 15 206 sanysy paýdarlar firmalary bolup durýar, şunda kärhanalaryň 800-e golaýynyň paýnamalary biržada dolanyşykda bolýar, olarda diňe 60 kärhanada emläk hakykatdan hem dagynyk ýaýrandyr. Kärhanalar maýany paýnamalary çykarmagyň hasabyna däl-de, karz serişdeleri çekmegiň hasabyna artdyrmagy ileri tutýarlar;

– senagat kärhanalarynyň esaslyk maýasynda banklaryň gatnaşma paýy ýokarydyr ýa-da belli bir derejede ýokarydyr, bu bolsa banklaryň kärhanalar bilen assosiasiýalarynyň dürli görnüşleriniň bolmagyna getirýär;

– korporatiw obligasiýalaryň paýynyň ujypsyz möçberi halk hojalygyny maliýeleşdirmekde göni bank karzlaşdyrmasynyň paýynyň ýokary bolmagy bilen kesgitlenýär. Kärhanalaryň ähli çekilen maýasynyň 50–69%-i bank karzlarynyň paýyna düşýär;

– gymmatly kagyzlar bazarynda banklaryň täsiri agdyklyk edýär, olaryň maliýe işjeňlerindäki paýy durnukly bolup, durnukly göterimi bolan milli gymmatly kagyzlaryň 5-den 2 bölegi banklaryň elinde jemlenendir. Diňe Deutsche Bank 1999-njy ýylda umumy bahasy 100 mlrd. dollardan gowrak bolan gymmatly kagyzlary dolandyrdy.

11.2. Gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşy

Germaniýanyň gymmatly kagyzlar bazary birmeňzeş däldir we gymmatly kagyzlaryň emissiýasyna baglylykda gymmatly kagyzlaryň täze görnüşleriniň ýerlenýän *birinji* we olary gaýtadan satmagyň amala aşyrylýan *ikinji bazaryna* bölünýär.

Gymmatly kagyzlar bilen geleşikleriň geçirilýän ýerine baglylykda *birža* we *biržadan daşary* bazar bolýar, gymmatly kagyzlaryň satuwlarynyň 90%-i olaryň paýyna düşýär. Düzgünleşdirmegiň derejesine, bazaryň «erkinligine» baglylykda nemes birža hukugy gymmatly kagyzlar bazaryny üç segmente (bölege) bölýär:

– resmi bazar, ähli birža dolanyşygynyň 95%-ni tutýar, bu ýerde resmi nyrh kesmegiň esasynda gazna biržasynyň ýörite edarasy tarapyndan birža zalyna çykarylmaga rugsat berlen gymmatly kagyzlar ýerlenýär, olaryň hümmeti birža dellaly tarapyndan bellenýär;

– düzgünleşdirilýän bazar, birža dolanyşygynyň 5%-ni tutýar, gymmatly kagyzlary birža çykarmaga rugsat bermegiň ýeňillikli şertleriniň göz öňünde tutulýandygy, hasabatlary çap etmek boýunça borçlaryň resmi bazara garanyňda, gaty berk bolmazlygy we birža hümmetiniň ýörite bellenen erkin dellal tarapyndan kesgitlenmegi häsiýetlidir;

– düzgünleşdirilýän bazar (biržadan daşary dolanyşyk), onda resmi we düzgünleşdirilýän bazarlara çykarmaga rugsat edilmedik gymmatly kagyzlaryň söwdasy geçirilýär.

1997-nji ýylda täze Bazar döredi, ol birža bazary bilen ugurdaş hereket edýär we Parižiň, Frankfurtyň, Brýusseliň we Amsterdamyň bazarlaryny birleşdirýär, onda geljegi bolan kiçi kompaniýalaryň paýnamalarynyň söwdasy geçirilýär.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň işiniň başlangyç nokady bolup, belli bir derejede birinji bazar hyzmat edýär. Esasy emitentler bolan döwlet, munisipalitetler, senagat kompaniýalary we karz institutlary gymmatly kagyzlaryň emissiýasyny we olary ýerleşdirmegi amala aşyrýarlar, bu gymmatly kagyzlar soňy bilen maýa goýumçylara düşýär ýa-da ikinji bazara geçýär. Gymmatly kagyzlary netijeli ýerlemek we ýitgi töwekgelçiligini peseltmek üçin ýörite emissiýa konsorsiumlary döredilýär, olar gazna bazarynyň dürli institutlaryny we dürli maýa goýumçylary birleşdirýärler. Federal zaýomlaryny emissiýa etmek we birinji bazarda ýerleşdirmek 1952-nji ýylda döredilen Federal konsorsiumyň üsti bilen, merkezi bankyň – Nemes federal bankynyň (Deutsche Bundesbank) ýardam etmeginde amala aşyrylýar.

Birinji bazarda gymmatly kagyzlary ýerlemek düzgünleri birnäçe tapgyrlary içine alýar. Birinji tapgyrda konsorsiumyň emitent

bilen emissiýanyň görnüşi, möçberi we şertleri barada gepleşikleri geçirilýär, emissiýa şertnamasy baglaşylýar, mahabatlandyrma çäreleri işlenip taýýarlanýar. Şu tapgyrda emissiýanyň prospektini işläp taýýarlamagyň, onda ähli zerur bolan maglumatlaryň göz öňünde tutulmagynyň, gymmatly kagyzlar we emitent barada dogry we doly maglumatyň görkezilmeginiň aýratyn ähmiýeti bardyr, eger-de emissiýanyň prospektinde emitirlenýän kagyzlar barada ýalňyş maglumatlar görkezilen bolsa, onda prospekti çap edenler we ony çap etmek barada tabşyryk beren adam jogapkärçilik çekýär. Ikinji tapgyrda bazaryň anyk bir instituty, köplenç halatda konsorsium gymmatly kagyzlary ýerlemek boýunça jogapkärçiligi we degişli töwekgelçilikleri öz üstüne alýar, olar emissiýa şertnamasynda kesgitlenýär. GFR-iň birinji bazary üçin bu işiň üç görnüşi häsiýetlidir:

– doly görnüşi, konsorsium emitentden çykarylan gymmatly kagyzlaryň ählisini satyn alýar we onuň eýesine öwrülýär, şunda emitent gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň doly gymmatynyň ekwiwalentini alýar;

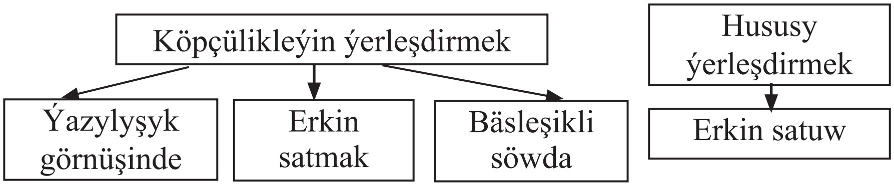
– komission görnüş, konsorsium belli bir möçberde hyzmat hakyny tölemek bilen, emitentden gymmatly kagyzlary ýerlemek üçin alýar, emitent bolsa puly gymmatly kagyzlar doly ýerlenenden soň alýar;

– wekilçilik görnüşi, konsorsium bu amallary emitentiň adyndan we onuň hasabyna amala aşyrmak bilen, gymmatly kagyzlary emissiýa etmegi we satmagy öz üstüne alýar, şunda emitent gymmatly kagyzlary satmakdan girdeji alýar.

Emissiýany ýerleşdirmek iki usul bilen, köpçülikleýin we hususy usullar arkaly amala aşyrylýar (*26-njy tablisa*).

26-njy tablisa

Birinji bazarda gymmat bahaly kagyzlaryň ýerleşdirilişi



Gymmatly kagyzlary **köpçülikleýin ýerleşdirmek** – kompaniýanyň öz ösüşi üçin bellän meýilnamalaryny durmuşa geçirmek üçin daşarky maýany çekmek maksady bilen, bazarda gymmatly kagyzlaryny ýerleşdirmek bolup durýar. Ol gymmatly kagyzlaryň birinji goýberilişi üçin ýerleşdirilende, täze kompaniýa peýda bolanda ýa-da ýapyk paýdarlar jemgyýeti açyga öwrülende birinji bazar bolýar, gymmatly kagyzlaryň soňky emissiýalary geçirilende ikinji, kompaniýa ýarpylanda öz gymmatly kagyzlary satmak bolup geçende ikinji derejeli ikinji bazar bolýar. Köpçülikleýin ýerleşdirmek ýazylyşyk, erkin satuwlar we bäsleşik görnüşinde amala aşyrylýar. Ýazylyşyk görnüşinde ýerleşdirmek bahany durnukly bellemek ýoly we «Bookbinbing» usuly bilen amala aşyrylýar. Birinji ýagdaýda satuwlaryň bahasy ýazylyşyk başlanmazdan öň bellenýär we onuň dowam edýän wagtynda hereket edýär, maýa goýumçylara diňe satyn alynjak gymmatly kagyzlaryň mukdaryny we bahasyny kesgitlemek galýar. Ýazylyşygyň barşynda emissiýa edilen möçberi gutaran halatynda ýazylyşyk geçirmek möhletinden öň bes edilip bilner. Ikinji ýagdaýda baha bellemek işine maýa goýumçylar çekilýär. Emissiýa prospektinde ýazylyşyga teklip etmek üçin baha çäkleri kesgitlenýär, maýa goýumçylar bolsa satyn alynýan gymmatly kagyzlaryň möçberini kesgitläp, öz bahalaryny teklip etmelidirler. Ýazylyşygyň ahyrky bahasy ähli teklipler seljerilenden soň emitent tarapyndan bellenýär. Gymmatly kagyzlary satyn almakda artykmaç hukuk, adatça, maýa goýumçylaryň uzak möhleti göz öňünde tutýan tekliplerine berilýär. Erkin satuwlar emissiýa prospektini hökmany suratda çap etmek ýoly bilen bolup geçýär, ýöne gymmatly kagyzyň hümmeti erkin bolmagynda galýar we islegiň hem-de teklibiň gatnaşygy bilen bellenýär. Bäsleşik usuly auksionlary geçirmek ýoly bilen köpçülikleýin ýerleşdirmegi göz öňünde tutýar. Maýa goýumçydan diňe gymmatly kagyzlaryň näçe pula satyn alynjakdygyny görkezmegiň talap edilýän mukdar auksionyny we şunda maýa goýumçylaryň özleriniň maýa goýmaga ylalaşýan göterim möçberini görkezmeli bolan göterimli auksiony tapawutlandyrýarlar. Maýa goýumçynyň birnäçe ýüztutma bermäge, emitentiň bolsa iň pes hümmeti ýa-da iň pes göterimi bellemäge haky bardyr. Ýöne hümmetiň hem-de göterimiň gutarnykly derejesi auksionyň barşynda kesgitlenýär.

Hususy ýerleşdirmek – bu gymmatly kagyzlary maýa goýumçylaryň öňünden belli bolan çäkli toparynyň arasynda ýerleşdirmekdir. Şunuň ýaly ýerleşdirmek erkin satuwlar görnüşinde amala aşyrylýar.

Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň birinji bazarynda emissiýanyň umumy möçberiniň 25–40%-ni Federal konsorsium ýerleşdirýär, munuň üçin 0,875 % möçberde konsorsial hak alýar, galan bölegi bäsleşik arkaly ýerlenýär, ol Bundesbankyň ýardam bermeginde ýerleriň (sebitleriň) federal banklary tarapyndan amala aşyrylýar.

Germaniýada birinji bazar birža bazary bolup durýar. Gymmatly kagyzlaryň ähli görnüşleri, muňa ýeroobligasiýalar girmeýär, resmi birža bazarynda ýerleşdirilýär, adaty paýnamalar bolsa düzgünleşdirilýän bazarda ýerlenýär.

Ikinji bazar birža bazaryndan we erkin bazardan durýar.

Germaniýada birža bazarynyň ýarym merkezi häsiýeti bardyr, ol ýerleriň (sebitleriň) ýokary derejede özbaşdaklygy bilen şertlendirilendir, olaryň her biriniň öz gazna biržasy bolup, Berlin, Bremen, Maýn boýundaky Frankfurt, Dýusseldorf, Gamburg, Gannower, Mýunhen, Ştutgart şäherlerinde ýerleşýän sekiz sany gazna biržasyndan ybaratdyr. Gymmatly kagyzlaryň esasy dolanyşygy Frankfurt biržasynyň paýyna düşýär. 2000-nji ýyla çenli ol resmi taýdan «Nemes biržasy» PJ (Deutsche Börse AG) diýlip atlandyrylýardy. Soňky döwürlere çenli ol Nýu-Ýorkuň we Tokionyň biržasyndan soň Londonyň biržasy bilen deňeçer derejede durýardy. 2000-nji ýylyň maýynda Nemes biržasy Londonyň biržasy bilen birleşdi we XETRA umumy söwda platformasy bilen täze IX milletara biržasy döredildi. Ştutgartyň biržasy ikinji ýerde durýar, onda iri hem-de ownuk emitentleriň gymmatly kagyzlary bilen geleşikler amala aşyrylýar. Dýusseldorfyň biržasynyň paýyna ähli birža dolanyşygynyň 20%-i düşýär. 1990-njy ýyllarda, beýleki ösen ýurtlardan esli wagt soň Nemes fýuçers biržasy (Deutsche Terminbörse, DTB) işläp başlady, ol 1998-nji ýyldan bäri Eurex (Oýreks) adyny göterýär. Bu dolulygyna kompýuterleşdirilen ulgam bolup, onda 8 ýyldan 10 ýyla çenli döwür aralygynda uzak möhletli geleşikler geçirilýär. DTB-nyň Parižde, Londonda, Amsterdamda, Sýurihde we Çikagoda ýerleşýän bölümleri bar. Ýewropada hem goşmaça bölüm döredilýär. «Aradaşlykda

ýerleşen gatnaşyjylaryň» sany yzygiderli ýokarlanýar, bu bolsa aýry-aýry gymmatly kagyzlaryň geçginliliginiň ýokarlanmagyna getirýär. Saýlanyp alnan strategiýanyň we iň täze elektron söwda tehnologiýasyna ugur alynmagynyň netijesinde 1998-nji ýylda ol iňlisleriň LIFFF biržasyndan öňe geçip, deriwatiw biržalaryň arasynda Ýewropada birinji ýere çykdy, 1999-njy ýylda bolsa satylan şertnamalaryň sany boýunça dünýäde birinji ýeri eýeledi.

Germaniýada Frankfurt biržasyndan başga ähli biržalar döwlete degişlidir. Olar ýerli häkimiýet edaralary tarapyndan döredilýär we söwda palatalary ýa-da söwda assosiasiýalary tarapyndan dolandyrylýar. 1896-njy ýylda kabul edilen we 1975, 1986, 1989, 1996 we 1998-nji ýyllarda täzelenen, Biržalar hakynda kanuna laýyklykda gazna biržasynyň işine gözegçiligi biržanyň ýerleşýän ýeriniň (sebitiniň) hökümeti amala aşyrýar. Düzgün bolşy ýaly, hökümetiň adyndan Gazna biržasyna gözegçilik müdirligi hereket edýär, ol degişli ýeriň (sebitiň) Ykdysadyýet ministrliginiň düzüm bölegi bolup durýar. Hökümetiň özi gazna biržalaryna gözegçilik etmek (ýa-da olary düzgünleşdirmek) bilen meşgullanmaýar, diňe olaryň öz-özüni düzgünleşdirmeginiň kadalarany makullaýar ýa-da makullamaýar. Germaniýada gazna biržalarynyň işine Gymmatly kagyzlara nyrh kesmäge rugsat bermek meseleleri boýunça komissiýa, Maklerler palatasy we Biržalaryň müdiriýeti ýolbaşçylyk edýär.

1992-nji ýylda Nemes biržasy ilkinji açyk paýdarlar jemgyýeti boldy. Ol Frankfurt biržasynyň, Nemes fýuçers biržasynyň, Karz kassalarynyň we Gymmatly kagyzlar boýunça maglumatlaryň merkezi bankynyň birleşigini düzüminde holding kompaniýasy hökmünde guraldy. Soňy bilen onuň düzümine Nemes birža kliriň merkezi, Nemes merkezi depozitariý girdi. 1993-nji ýylda onuň ähli paýnamalarynyň 79%-i nemes täjirçilik banklaryna we 10%-i daşary ýurt banklaryna degişlidi. Häzirki wagtda paýnamalaryň eýeleriniň gaýtadan paýlanmagy bolup geçdi, erkin maklerler (10%) we sebitleýin biržalar (9%) olaryň eýeleri boldular. Häzirki wagtda nemes biržasy Ýewropanyň gymmatly kagyzlar bazarynda birža hyzmatlarynyň esasy görnüşleriniň biridir.

Tutuşlygyna alanyňda, gymmatly kagyzlar bazaryna we hususanda, gazna biržalaryna esasy gatnaşyjy (1996-njy ýyla çenli ýeke-täk

gatnaşyjy) täjirçilik banklary bolup durýar, olar Germaniýada ýok bolan maýa goýum banklarynyň roluny ýerine ýetirýärler. Kanunçylyga laýyklykda maýa goýum işi babatynda diňe bank guramalarynyň müşderileriň maliýe serişdeleri bilen işlemäge hukugy bardyr. Ýörite ygtyýarnamanyň esasynda olar gymmatly kagyzlary saklamak, olara ygtyýar etmek we olary girew goýmak we maýa goýum işine hyzmat etmek (mysal üçin, depozitariý hökmünde çykyş etmek) boýunça hyzmatlaryň ählisini ýerine ýetirýär. Mundan başga-da, olar biržada dellallar we dilerler hökmünde çykyş edýärler, maýa goýumçylaryň ýüztutmalaryny birža bermäge hukuklary bar. Täjirçilik banklary hususy maýa goýumçylar üçin hem geleşikleri geçirip bilerler. Gymmatly kagyzlar bazarynda üç banka esasy rol degişlidir: Deutsche Bank, Drezdener Bank we Commerz Bank. Soňky döwürde olara Bawariýanyň iki bankynyň, ýagny Hypobank bilen Vereinsbank banky goşmak ýoly bilen döredilen birleşen bank hem goşuldy.

Uniwersal täjirçilik banklarynyň gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri geçirmekde uly tejribesi bardyr we bu Germaniýanyň gazna biržasy üçin kadaly ýagdaý hasap edilýär. Häzirki wagtda olar bilen bir hatarda gymmatly kagyzlar bilen amallary geçirmäge gymmatly kagyzlar boýunça bank däl kompaniýalaryň hem kanuny hukuklary bardyr (ýörite ygtyýarnama alan şertlerinde). Emma ýöriteleşdirilen maýa goýum firmalarynyň sany köp däldir. Daşary ýurtly maýa goýumçylary ýa-da täjirçilik banklaryny içerki bazara çekmek ýurtda olaryň ygtyýarnama almaga borçludygy bilen çäklendirilýär, hat-da olar karz bermeýän hem bolsalar ygtyýarnama almalydyrlar. Ýöne soňky ýyllarda gymmatly kagyzlar bazarynda maliýe konglomeratlaryň ähmiýeti artýar, olar gymmatly kagyzlar bilen işe goşmaça öz goýum banklarynyň, gozgalmaýan emläkler boýunça agentlikleriň ýa-da ätiýaçlandyryş kompaniýasynyň üsti bilen ipoteka bilen hem meşgullanyp bilýärler. Şunuň ýaly uniwersal maliýe konserniniň işi Bank gözegçilik müdirligi we Ätiýaçlandyryş gözegçilik gullugy tarapyndan düzgünleşdirilýär.

Şeýle hem birža professional gatnaşyjylara şular degişlidir:

– ***erkin maklerler,*** olaryň işi dilerleriň işine meňzeşdir, ýagny olar karz edaralarynyň, şeýle hem birža özleriniň ýeterlik derejede

işgärleri bolmadyk banklaryň arasynda araçynyň roluny ýerine ýetirýärler, öz hasaplaryna işleýärler we düzgünleşdirilýän we erkin söwdada hümmeti kesgitleýärler;

– ***resmi hümmet maklerleri,*** olar dellallar ýaly professional araçylar bolup çykyş edýärler, Gazna biržalarynyň gözegçilik geňeşi tarapyndan bellenilýärler, gymmatly kagyzlar bilen geleşik geçirmek we olaryň hümmetini kesgitlemek barada ýüztutmalary kabul edýärler we hyzmat hakyny alýarlar; olaryň işi parketde amala aşyrylýar, oňa «parket söwdasy» diýilýär.

Gazna biržasyndaky amallar diňe onuň agzalary tarapyndan amala aşyrylyp bilner, şahsy taraplar hem, kanuny şahslar hem agza bolup bilerler. Frankfurtyň gazna biržasynda (beýleki german biržalaryndaky ýaly) esasy agzalar we oýunçylar bolup banklar çykyş edýärler. Banklar ýa-ha XETRA elektron ulgamynyň kömegi bilen gönüden-göni öz edaralarynda oturan ýerlerinden ýa-da biržanyň söwda zalynda (Germaniýada aýdylyşy ýaly «parketde») hümmet maklerleri diýilýän biržanyň ýörite agzalarynyň üstünden söwda edýärler. 1990-njy ýyllaryň ahyryndan başlap parket söwdasynyň paýy gyşarnyksyz azalýar we ýakyn geljekde onuň asla ýitip gitmegi hem ähtimaldyr. Gymmatly kagyzlar biržasynda söwda etmek isleýän adamlar ýa-da guramalar Birža müdirliginden rugsat almalydyrlar. Başga ýagdaýda gymmatly kagyzlary satyn almak ýa-da satmak isleýän müşderi banka ýüz tutýar. Frankfurt biržasynda ýa-da ýedi sany sebitleýin biržanyň birinde geleşik baglaşylanda bank müşderiniň agenti bolup çykyş edýär.

Beýleki ýurtlardan tapawutlylykda Germaniýanyň biržalarynda registratorlar instituty ýokdur. Reýestrleri toplamak we olary emitentlere bermek borjuny depozitar ulgam, hususan-da, «otuzlaryň toparynyň» maslahatyna laýyklykda döredilen merkezi depozitariý – Nemes kassa birleşigi öz üstüne alýar. Nemes kassa birleşigi kliring merkeziniň we depozitariniň wezipelerini amala aşyrýar, gazna bazaryndaky geleşikleriň jemleri boýunça pul hasaplaşyklary bolsa Deutsche Bundesbankyň üstünden geçirilýär.

Agentler we dilerler bazarlary bilen birža söwdasyny guramagyň görnüşleriniň sazlaşygy birža mehanizminiň esasyny emele getir-

ýär, bu bolsa her bir biržada birža söwdasynyň düýpli aýratynlyklaryny kesgitleýär. Köplenç, bu agentler bazary bilen auksionyň sazlaşygydyr, Germaniýanyň biržalary bolsa, mundan başga-da, iri «zalp» bazarlary hem bolup durýarlar. Mysal üçin, Frankfurtyň gazna biržasynda onkol bazary bilen sazlaşýan agent bazaryny görüp bolýar, munuň üstesine-de, onkol bazarynyň «ýygjam ädimi» bar we geçginliligi boýunça üznüksiz ädimden tapawutlanmaýar. Her gün sagat 10.30-dan 1.30-a çenli onkol bazary ýygjam ädim bilen gidýär, şunda işjeň goýberilişler boýunça baha ortaça 30–40 gezek üýtgeýär, söwdasy edilýän işjeň däl goýberilişler boýunça baha birbada (bir zalpda) sagat 12-de bellenýär.

Ozal belenilip geçilişi ýaly Germaniýanyň gazna biržasy iki bazardan – resmi we düzgünleşdirilýän bazarlardan ybaratdyr. Resmi bazar maýa goýumçylaryň howpsuzlygynyň has ýokary derejesi bolan bazar segmenti bolup durýar we şunuň bilen baglanyşykly emitentlere we gymmatly kagyzlara örän ýokary talap bildirýär. Onda listing düzgün-tertibini geçen gymmatly kagyzlar dolanyşykda bolýar, şunda möhüm gymmatly kagyzlaryň (milli kagyzlaryň) emitenti haýsy hem bolsa bir biržada listing tertibini geçse, onuň paýnamalaryna galan ýedi biržada nyrh kesilip bilner. Germaniýada gymmatly kagyzlaryň birža söwdasyna rugsat berlende karz institutlary aýgytlaýjy rol oýnaýarlar. Şol sebäpli hem listing geçmek isleýän emitent üçin esasy mesele onuň gymmatly kagyzlaryny birža girizmek jogapkärçiligini üstüne aljak banky tapmak bolup durýar. Bank rugsat almak üçin resiminamalary taýýarlamak bilen meşgullanýar, şol resminamalaryň arasynda özüniň gymmatly kagyzlaryna biržada resmi nyrh kesmäge rugsat etmek barada emitentiň haýyşnamasy, emitentiň söwda reýestrinden göçürme, ol resmi taýdan tassyklanmalydyr, tertipnamanyň soňky gezek bellige alnandygy, şeýle hem kärhananyň soňky üç ýylyň içindäki işiniň ýyllyk balanslary we tölegleri bolmalydyr. Şundan soň bank listing işlerini amala agyrmak boýunça ýolbaşçylygy öz üstüne alýar. Gymmatly kagyzlaryň birža söwdasyna rugsat bermek baradaky gutarnykly çözgüdi Gymmatly kagyzlara birždada nyrh kesmäge rugsat bermek boýunça komissiýa çykarýar. Germaniýada gazna biržalary hakynda kanunda gymmatly kagyzlary söwda çy-

karmaga rugsat bermegiň belli bir kriterileri göz öňünde tutulandyr: emitent kärhana haýyşnama bermezden öň azyndan üç ýyl bäri işläp gelýän bolmalydyr; kompaniýanyň öz maýasy 3,5 mln. ýewrodan az bolmaly däldir; emissiýanyň çak edilýän hümmet bazasy 2,5 mln. ýewro ýetmelidir; rugsat berilmegi göz öňünde tutulýan paýnama bolan islegiň ýeterlik derejesini üpjün etmek üçin esaslyk maýanyň azyndan 125 %-i ýerleşdirilmelidir; gymmatly kagyzlar bazarda erkin dolanyşykda bolmalydyr, şonuň üçin gymmaty boýunça olary bölmek birža söwdasynyň islegini göz öňünde tutmalydyr; ýyllyk hasabatlar bilen bilelikde aralyk hasabatlar hem çap edilmelidir; şu kompaniýa tarapyndan emitirlenýän her nominaldaky we her görnüşdäki paýnama birža çykarylmalydyr.

Täjirçilik banklarynyň gözegçiliginde bolýan düzgünleşdirilýän bazara Federal bergi borçnamalarynyň bergi borçnamalaryň umumy söwdasynyň 90%-i we bank obligasiýalarynyň, ýewrobonlaryň 80–100 %-i düşýär. Söwda biržasynyň bir bölegi hökmünde oňa söwda belli bir sagatlarda we belli bir ýerde amala aşyrylýan, «kapasanyň aňyrsyndaky» söwda, ýagny guramaçylykly bazar ulgamy häsiýetlidir. Bu ýerde wagtly-wagtynda söwda geçirmek tertibi hereket edýär. Bazaryň esasy gatnaşyjylary bolup, täjirçilik banklary hem-de beýleki institusional maýa goýumçylar çykyş edýärler. Bu orta we kiçi kärhanalaryň paýnamalarynyň bazarydyr, şunuň ýaly kärhanalar, esasan, maşgalanyň eýeçiliginde bolup durýarlar we bank müşderi bilen bilelikde olaryň haýsy böleginiň biržadan daşary guramaçylykly ýa-da düzgünleşdirilýän bazara çykarylmalydygyny kesgitleýär. Diňe nyrh kesmäge rugsat edilen gymmatly kagyzlaryň söwdasy edilýär, rugsat bermegiň kadalary we kesilen nyrhlary çap etmek borjy resmi bazardaky ýaly amala aşyrylýar. Emma bu bazar gymmatly kagyzlary söwda çykarmakdaky erkinligiň ýokary bolmagy bilen tapawutlanýar, düzgünleşdirilýän bazara çykarmaga rugsat bermegiň kadalary biraz başga hilidir, ýeňilleşlirilen (loýal) kriteliýleri bardyr. Bu gymmatly kagyzlary bazara çykarmaga rugsat almak üçin paýdarlar jemgyýetiniň işläp gelýän wagtynyň ähmiýeti ýokdur, şol bir wagtyň özünde emitentiň maliýe hasabaty ýok bolsa, bank özüni töwekgelçilik astynda goýmaz we şunuň ýaly gymmatly kagyzlaryň söwdasyny

amala aşyrmaz. Paýdarlar jemgyýetiniň öz maýasy 500 müň ýewrodan, paýnamalaryň paýdarlaryň arasynda paýlanyşy bolsa 4-den az bolmaly däldir. Emitirlenýän paýnamalaryň iň pes bahasy 0,5 mln. ýewrodan ýokary möçberde bellenýär.

2002-nji ýylda Maliýe bazarlary hakynda dördünji kanuna laýyklykda, häzirki wagtda birža bazary bilen ugurdaş hereket edýän Täze bazarda paýnamalar bazarynyň aýdyňlygyny ýokarlandyrmak we bazaryň işiniň hukuk şertlerini gowulandyrmak maksady bilen, täze birža segmentleri – Baş standart (General Standart) we Birinji derejeli standart (Prime Stanart) girizildi. Täzeden segmentlere bölmek emitentler we maýa goýumçylar üçin maýalar bazarynyň goşulyşmagyny ýokarlandyrmaga gönükdirilendir. Nemes biržasy üçin bu Ýewropa biržalarynda bar bolan hukuk şertlerindäki tapawudy azaltmak we söwdanyň halkara standartlaryna çykmak mümkinçiligini aňladýar.

Söwdalara rugsat etmek şerti bu segmentleriň esasy tapawudy bolup durýar. Baş standart üçin aýdyňlygyň kanunçylyk talaplary, Birinji derejeli segment üçin bolsa halkara standartlarynyň bolmagy häsiýetlidir. Biržada paýnamalaryna nyrh kesilen kiçi we orta kärhanalar Birinji derejeli segmentiň ýokary standartlary boýunça nyrh kesilmegi saýlap alyp we daşary ýurt maýa goýumçylary üçin elýeterli bolup bilerler ýa-da Baş standartyň bazarlarynda has ýeňil listingi saýlap alyp bilerler.

Düzgünleşdirilýän we resmi bazarlaryň talaplarynyň deňleşdirilmegi netijesinde biržada nyrh kesilen ähli gymmatly kagyzlar üçin ýeke-täk ýokary standart döredilýär. Bu maýa goýumçylara aýdyňlygy kepillendirýär.

Birinji derejeli standart Ýewroda aýdyňlygyň has düýpli talaplary ýerine ýetirýär we kärhanalaryň nyrh kesilen paýnamalarynyň halkara we institusional maýa goýumçylar üçin tanyşdyrylmagyny ýeňilleşdirýär. Şonuň üçin Baş standartyň talaplaryna goşmaça emitentler şu talaplary ýerine ýetirmelidirler:

– her çärýegiň hasabatyny bermek;

– hasabatlylygyň halkara standartlaryny ulanmak (LAS, US GAAP);

– möhüm adalgalar bilen telekeçilik senenamasyny çap etmek;

– ýylda azyndan bir gezek seljeriş konferensiýasyny geçirmek;

– çärýeklik we gündelik hasabatlary iňlis dilinde bermek.

Täze bazar esasy iki wezipäni ýerine ýetirýär: Ýewropada bar bolan has ýokary standartlary girizmek we ýaş maýa goýum kompaniýalary bilen ýurduň we daşary ýurtlaryň maýa goýumçylaryny tanyşdyrmak. Ikinji wezipe has ähmiýetli bolup durýar, çünki maýalar bazarynda tehnologik pudaklaryň kiçi we orta kärhanalaryny mundan beýläk hem maliýeleşdirmäge mümkinçilik berýär.

Häzirki wagtda Täze bazardaky söwdalar üç dereje listi boýunça amala aşyrylýar. Birinji liste ähli pudaklardan bolan nemes kompaniýalarynyň paýnamalary girýärler, şolaryň esasynda DAX indeksi hasaplanýar. Ikinji liste ýurduň we daşary ýurtlaryň klassyk pudaklara degişli bolan kompaniýalarynyň MDAX we SDAX indekslerine girýän paýnamalary goşulýar. Üçünji liste ýurduň we daşary ýurtlaryň tehnologik pudaklara degişli emitentleriniň paýnamalary goşulýar, olar TexDAX we NEMAX indekslerinde görkezilýär.

Gazna bazarynyň we tutuş ykdysadyýetiň ösüşini gazna indeksleri görkezýär. Häzirki wagtda Germaniýada dört esasy indeks bar: DAX, MDAX, DAX-100 we CDAX. 2003-nji ýylyň 1-nji ýanwaryndan ýene dört indeks goşmaça girizildi: TexDAX, SDAX, NEMAX, NEMAx-50 Nemes gazna indeksleriniň arasynda iň gadymy DAX indeksidir. Ol gündelik birža amallaryny görkezýän indeks hökmünde 1959-njy ýylda hasaplanyp başlady. Bu indeksi hasaplamak üçin binýatlyk sene diýip, 1987-nji ýylyň 30-njy dekabry kabul edildi, şol wagt onuň ähmiýete 1000 punkta deňleşdirildi. Indeks hakyky wagt düzgüninde hasaplanýar we Frankfurt biržasynda söwdalaryň dowamynda 8.30-dan 17.15-ä çenli we XETRA elektron ulgamynyň işleýän döwründe 8.30-dan 17.15-ä çenli her 15 sekuntda täzelenýär. Hasaplamalaryň esasyna has geçginli iri nemes kompaniýalarynyň 30 sanysynyň paýnamalary alyndy. Indekse girýän gymmatly kagyzlaryň sanawyna iki kriteriýden, ýagny soňky ýylda söwdalaryň möçberinden we bu gymmatly kagyzlaryň bazarda maýalaşma derejesinde ugur almak bilen gaýtadan seredilýär. Hususan-da, 2003-nji ýylda indeksi hasaplamak üçin DAX üçin listinge goşulan şu emitentleriň gymmatly kagyzlary peýdalanyldy: Adidas-Salomon AG, Allianz AG, BASF AG, Bayer AG, Bayer Dereinsbank AG, BMW AG, Commerzbank AG, Deimler-Chrysler AG, Degusa-

Huels AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Telekom AG, Dresdener Bank AG, Henkel AG, Hoechst AG, Karstard AG, LindeAG, Lufthansa AG, MAN AG, Mannesmann AG, Metro AG, Munchen Ruechy AG, RWE AG, Preussag AG, SAP AG, Schering AG, Siemens AG, Thyssen AŞG, VEW A AG, VIAG AG. Volkswagen AG. DAX indeksine girýän paýnamalaryň jemi bahasy 2003-nji ýylyň ahyrynda 330 mlrd. ýewro deň boldy.

MDAX indeksini ikinji eşelona degişli 70 sany iri kompaniýanyň paýnamalarynyň esasynda 1987-nji ýyldan hasaplap başladylar, bu kompaniýalaryň sanawyna DAX indeksinde bolşy ýaly kriteriýlerden ugur almak bilen her ýarym ýylda gaýtadan seredilýär. Bu indeks hasaplananda ýurduň öz kärhanalary we paýnamalaryna Frankfurt biržasynda nyrh kesilen daşary ýurtlaryň kärhanalary hasaba alynýar, ýöne daşary ýurt kompaniýalaryny indekse goşmagyň kriiteriýleri ýurduň öz kärhanalary üçin işlenip taýýarlanandakydan tapawutlanýar, mundan başga-da, daşary ýurtlarda bellige alnyp, Germaniýada iş alyp barýan kärhanalar hem hasaba alynýar. Mundan öňki indeksde bolşy ýaly MDAX hakyky wagt düzgüninde hasaplanýar we her minutda täzelenýär.

DAX-100 indeksi MDAX we DAX indekslerinden durýar we Frankfurt biržasynyň resmi we düzgünleşdirilýän bazarlarynda hereket edýän 100 kompaniýanyň paýnamalary boýunça 1987-nji ýyldan bäri hasaplanýar. Kompaniýalaryň sanawyna ýylda iki gezek seredilýär. Bu indeksi hasaplamak üçin binýat 500 punktdyr, şonuň üçin ozal indekslerden tapawutlylykda ol hasaplananda bölünme netijesi 1000-e däl-de, 500-e köpeldilýär.

DAX-100 korporatiw indeksden başga-da, onuň esasynda 10 pudak (awtomobil gurluşygy we ulaglar, bank ulgamy, ýaşaýyş jaý gurluşygy, himiýa we dermançylyk, polat guýma, elektrotehnika, söwda, sarp edilýän harytlaryň önümçiligi, maşyn gurluşyk, ätiýaçlandyryş we kommunal hyzmatlar) boýunça pudaklaýyn indeksler hasaplanýar.

CDAX (Composite DAX) indeksi 1970-nji ýyldan bäri hasaplanýar, ýöne beýleki indeksleriňki ýaly häzirki zaman binýatlyk sene diýip, 1987-nji ýylyň 30-njy dekabry hasap edilýär, şol wagt onuň ähmiýeti 100 punkt diýlip kabul edilipdi. Hasaplamak üçin Frankfurt

biržasynyň üç segmentinde, ýagny resmi, düzgünleşdirilýän we erkin bazarlarynda nyrh kesilen paýnamalaryň 520 görnüşi peýdalanylýar. Bu indeks hem hakyky wagt düzgüninde hasaplanýar we Frankfurt biržasynda we XETRA elektron ulgamynda söwdalaryň dowamynda her minutda täzelenýär. CDAX üçin resmi bahalaryň we ýapylandaky bahalaryň esasynda indeksleriň şu wagtky we jemleýji ähmiýetleri hasaplanyp çykarylýar.

CDAX başga-da, 18 pudak (hususan-da, dokma, ulaglar, ätiýaçlandyryş, maşyn gurluşygy, awtomobil gurluşygy, ýaşaýyş jaý gurluşygy) boýunça pudaklaýyn indeksler hasaplanýar, olar 63 sany industrial toparlara bölünýär. Frankfurt biržasyndaky söwdalardan soň we XETRA ulgamynda ýapylyş bahalarynyň esasynda günde bir gezek hasaplanýar.

Täze bazarda esasy indeks CDAX bolup durýar, mundan başga-da, bu bazary häsiýetlendirmek üçin klassyk we tehnologik pudaklaryň ösüş derejesini aýratynlykda häsiýetlendirýän indeksler girizildi. Klassyk pudaklaryň kärhanalary üçin seredilip geçilen MDAX indeksi häsiýetlidir. Mundan başga-da, SDAX indeksini hasaplaýarlar, oňa 50 sany iri kompaniýanyň paýnamalary girýär, olaryň käbiri MDAX indeksine hem girýär. Soňky ýyllarda ýokary tehnologiýaly pudaklara aýratyn üns berilýär. Bu pudaklara maýany çekmek üçin, başgaça aýdanyňda, bu pudaklaryň maýa goýumçylary üçin tehnolologik pudaklaryň indeksi bolan NEMAX girizildi, ol tehnologik pudaklaryň işiniň ähli ugurlarynyň paýnamalarynyň esasynda hasaplanýar. Onuň esasynda orta we kiçi kompaniýalaryň 50-niň paýnamalaryny içine alýan NEMAX-50 hasaplanýar. Şunuň bilen bir hatarda TexDAX indeksi peýdalanylýar. Ol 30 sany nemes we daşary ýurt kompaniýalarynyň paýnamalarynyň bahasyna esaslanýar (2004-nji ýylda oňa 25 sany nemes kompaniýasynyň paýnamalary girdi). Bu indeksiň gurluşy şunuň ýalydyr: 42,9%-i industrual kärhanalar, 25,2%-i biotehnologiýa kärhanalary, 3,7%-i maglumat, kommunikasiýa kärhanalary we 9,2%-i beýleki tehnologik pudaklaryň kärhanalary düzýär.

Mundan başga-da, ýene iki indeks hasaplanýar: Fec All Share, ol DAX indeksine goşulanlardan başga tehnologik kärhanalaryň

paýnamalarynyň bahasyny içine alýar we Classic All Share, ol DAX indeksine goşulan kärhanalardan başga ähli nusgawy pudaklaryň paýnamalarynyň bahasyny içine alýar.

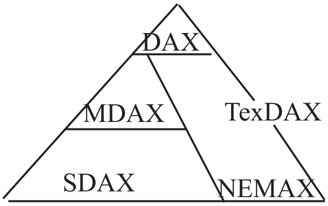
Bu indeksleriň basgançaklar boýunça ýerleşişi 1-nji şekilde çyzgyt görnüşde berilýär.

Bergi borçnamalary bazary üçin Frankfurtyň biržasy birnäçe ýörite indeksleri hasaplaýar.

Olaryň arasynda REX – Deutsche Rentenindex renta indeksi bar, ol 1991-nji ýylda peýda boldy.

1-nji şekil

Nemes indeksleriniň basgançagy



Onuň esasynda Federal hökümetiň we ýerleriň (sebitleriň), «Nemes bitewiligi» gaznasynyň we beýleki birnäçe ynamdar edaralaryň 6 aýdan 10,5 ýyla çenli möhletli ähli zaýomlary, obligasiýalary we gaznaçylyk borçnamalary ýatýar. Ol gymmatly kagyzlaryň birža hümmetiniň ortaça arifmetiki jemi hökmünde hasaplanýar. Nemes biržasy tarapyndan 1992-nji ýyldan başlap her günde REXP-REX Peiforvanceindex konýunktura indeksi hasaplanýar we çap edilýär, ol bergi borçnamalarynyň hümmetiniň üýtgemeginden başga-da, olaryň girdejililigini hasaba alýar. 1995-nji ýylda bergi borçnamalarynyň indeksler ulgamyna REX (Deutsche Pfandbriefindex) girew listleri indeksi goşuldy, onuň esasynda möhleti 1 ýyldan 10 ýyla çenli bolan 30 zaýom we 6, 7,5 we 9% girdejililigi bolan kuponly üç zaýom ýatýar; indeks birža hümmetiniň esasynda hasaplanýar.

Germaniýanyň birža mehanizminde ykdysadyýeti maliýeleşdirmekde gazna biržalarynyň ähmiýeti beýleki ýurtlardakydan pesdir, çünki bu ýerde esasy orny täjirçilik banklary eýeleýärler. Şonuň üçin korporasiýalaryň we beýleki kompaniýalaryň gymmatly kagyzlar ba-

zaryna ýüztutmalary beýleki ýurtlar bilen deňeşdirilende örän çäklidir. Käbir ýurtlarda biržalar maliýe bazarlaryndan peýdalanyjylar üçin ähli hyzmatlary ýa-da olaryň köp bölegini «bir üçegiň aşagynda» jemlemek bilen öz orunlaryny berkidýärler. Frankfurtyň bazarlarynda, mysal üçin, birža birinji we ikinji bazarlary, döredilen gurallaryň bazaryny, kliringi we hasaplaşyklary birleşdirýär. Bu müşderilere toplumlaýyn hyzmat etmegi üpjün etmäge, çykdajylary azaltmaga, töwekgelçilikleri dolandyrmagyň netijeliligini ýokarlandyrmaga mümkinçilik berýär. 1999-njy ýyla çenli Günbatar Ýewropanyň iri biržalarynyň ählisi özleriniň elektron platformalaryny döretmek bilen (Frankfurtyň biržasynda XETRA) doly elektronlaşdyryldy. Şeýle-de bolsa, Nemes biržasy elektron söwda ulgamynyň baha netijeliligi kriterisi boýunça Ýewropada öňdebaryjy hasap edilýär.

Gymmatly kagyzlar bazarynda biržadan daşarky bazar görnükli orun eýeleýär, Germaniýada ol erkin bazardan ybaratdyr. Bu bazar birža kanunçylygy bilen düzgünleşdirilmeýär, ýöne Nemes birža geňeşi tarapyndan gözegçilik edilmäge degişlidir, ol gymmatly kagyzlaryň söwda çykarylmagyna rugsat bermegiň birnäçe hökmany talaplaryny belleýär. Onda birža bazaryndaky söwda goýberilmedik gymmatly kagyzlaryň şu görnüşleriniň söwdasy geçirilýär; sebitleýin ähmiýeti bolan gymmatly kagyzlar; resmi we düzgünleşdirilýän söwdanyň görkezmelerini ýerine ýetirmedik emitentleriň gymmatly kagyzlary; ýaňy-ýakynda esaslandyrylan kompaniýalaryň gymmatly kagyzlary; daşary ýurt gymmatly kagyzlary, başgaça aýdanyňda ähli kompaniýalaryň, ýagny iri, orta we kiçi, ýöne listingden geçmedik kompaniýalaryň paýnamalarynyň we obligasiýalarynyň söwdasy geçirilýärler. Söwda gymmatly kagyzy satyn alyjy bilen satýanyň arasynda göni şertnama bilen ýa-da erkin maklerleriň üstünden amala aşyrylýar. Gymmatly kagyzlaryň hümmeti söwdagärler bilen erkin maklerleriň arasynda gepleşikleriň barşynda bellenilýär we resmi metbugatda çap edilýär.

Biržadan daşary dolanyşyk söwdanyň «telefon boýunça» görnüşini göz öňünde tutýar. Emma häzirki wagtda biržadan daşary bazar awtomatiki söwda ulgamyndan ybaratdyr. Germaniýada bu birža söwdasynyň goşulyşan IBIS/XETRA maglumat ulgamydyr, ol

NASDAQ belli amerikan ulgamyna meňzeşdir. IBIS beýleki gymmatly kagyzlar bazaryndan onuň hereketleriniň müşderileriň nirede ýerleşýändigine bagly däldigi bilen tapawutlanýar, resmi we düzgünleşdirilýän söwdalar bolsa «parketde» geçirilýär. IBIS ulgamy ilkibaşda bankara maglumat ulgamy hökmünde 1989-njy ýylda döredildi, 1991-nji ýyldan ol elektron söwda ulgamy hökmünde işläp başlady, onuň üsti bilen saýlanyp alnan paýnamalara, obligasiýalara we opsion kagyzlara baha kesmek amala aşyryldy. IBIS ulgamynda söwda etmäge ähli institutlara we hususy adamlara – Nemes biržasynyň agzalaryna - rugsat berildi. IBIS ulgamynda we birža «parketinde» söwda bir wagtda bolup geçýär, ýöne onuň birnäçe artykmaçlyklary bardyr, bu bolsa birža dolanyşygyndaky amallarda onuň paýynyň ýokarlanmagyna getirdi. 1998-nji ýyldan başlap Nemes biržasy tarapyndan işlenip taýýarlanan XETRA (Exchange Electronic Trading) ulgamy işläp başlady, bu ulgam boýunça ilkinji geleşikler 1997-nji ýylda noýabrynda geçirilip ugrady. Onuň üsti bilen 40 000 görnüş boýunça sekuntda 60-a golaý geleşik baglaşylyp bilner.

Häzirki zaman elektron ulgamlary birža bazary bilen biržadan daşary bazaryň arasynda tapawudy aradan aýyrmaga niýetlenendir, onuň bilen «parket söwdasynyň» geçirilmegi tamamlanar diýip umyt edilýär. Baryp 1990-njy ýyllarda Germaniýada BOSS birža order-serwis ulgamy işe girizildi, onda «parket» söwdasynyň artykmaçlyklary elektron söwda ulgamynyň netijeliligi bilen gowy baglanyşdyrylandyr, XETRA bolsa onuň logiki taýdan jemlenmesi boldy.

Umuman alanyňda, bu ulgamda söwdalaryň guralyşyny şunuň ýaly göz öňündle getirip bolar. Bankyň tabşyrygy makleriň skontrisine (ähli birža tabşyryklarynyň sanawy) elektron ýoly bilen berilýär, karz ulgamlary awtomatiki usul bilen tabşyrygyň ýerine ýetirilendigi barada tassyknama alýarlar we şol wagtyň özünde öz müşderilerine habar berýärler. Şonuň bilen bir wagtda BOSS/CUBE ulgamy maglumatlary BOGA ulgamyna mundan beýläk işlemek üçin geçirýär. BOGA söwda we kliring ulgamlarynyň arasynda baglaýjy halka bolup durýar, ol hem maklerleriň hyzmat hakyny hasaplap çykarýar we söwda amallarynyň geçirilişine gözegçiligi üpjün edýär, şunda ol söwdalaryň biržada ýa-da başga ýerde geçirilendigine bagly däldir.

11.3. Gymmatly kagyzlaryň görnüşleri

GFR-de gymmatly kagyzlar bazarynyň esasy obýektleri bolup gymmatly kagyzlar çykyş edýärler. Nemes kanunçylygynda gymmatly kagyzlar düşünjesi ýokdur, şonuň üçin edebiýatda getirilýän kesgitlemeler örän gümürtik bolup, köp babatda gymmatly kagyzlara «onda eýesiniň berkidilen hukuklaryny amala aşyrmak üçin oňa eýelik edilmegi zerur bolup duran resminamalar» hökmünde seredýärler. Nemes gazna biržasynyň iş tejribesi gymmatly kagyzlar düşünjesine köpsanly inwidiual aýratynlyklary bolan örän köpdürli resminamalary goşýar, şol aýratynlyklaryna laýyklykda, olar şu alamatlar boýunça toparlara bölünip bilner:

– ***eýeçilik hukugyny bermegiň usuly boýunça.*** Görkezilýän, order we atly gymmatly kagyzlar;

– ***hukuklaryň bellenen görnüşleri boýunça.*** Gymmatly kagyzlar bergi kagyzlaryna, oňa öňi bilen obligaýsiýalar degişlidir we paýly gymmatly kagyzlara bölünýär;

– ***alynýan girdejiniň görnüşi we gaýtalanyşy boýunça***. Onda şular tapawutlandyrylýar: pul bazarynyň belli bir pul möçberini bir gezek almaga hukugy tassyklaýan gymmatly kagyzlary, oňa çekler we wekseller degişlidir; maýa bazarynyň birnäçe gezek girdeji almaga ýa-da kärhananyň maýasynyň bir bölegine eýeçilik etmäge hukugy tassyklaýan gymmatly kagyzlary, olara paýnamalar we obligasiýalar degişlidir; haryt bazarynyň belli bir harytlary almaga hukugy tassyklaýan gymmatly kagyzlary, olara, hususan-da, konsamentleri we ammar dil hatlaryny degişli edýärler.

Gymmatly kagyzlar bazarynda nusgawy gymmatly kagyzlaryň, ýagny paýnamalaryň we obligasiýalaryň uly ähmiýeti bardyr. Paýnamalary çykarmak we olaryň dolanyşygy Paýnamalar hakynda kanun bilen düzgünleşdirilýär.

Paýnamalara esasy eýelik edýänler hususy maýa goýumçylar (paýnamalaryň göni eýeleri), olar ähli paýnamalaryň 13%-ne eýeçilik edýärler, institusional maýa goýumçylar (olaryň paýyna 68% düşýär), döwlet (3%) we daşary ýurt maýa goýumçylary (16%) bolup durýar. Paýnamalaryň ähli sertifikatlary diýen ýaly merkezleşdirilen depozi-

tariýde saklanýar. Uzak wagtyň dowamynda ol Nemes kassa birleşigi diýlip atlandyrylýardy, 2000-nji ýyldan başlap Slearstream diýilýär.

Paýnamalar üç kriteriý boýunça toparlara bölünýär – hukuklary bermegiň usuly, paýnamalarda bellenen hukuklaryň görnüşi we emissiýa wagty boýunça.

Hukuklary bermegiň görnüşi boýunça atly, görkezene bermek şertli we wankulirlenen atly paýnamalara bölünýär. Atly paýnama boýunça hukuklary bermek üçin taraplaryň ylalaşygy, sertifikaty bermek, hukuklary bermek barada arza (sessiýa) we täze eýäni bellige almak talap edilýär; söwda dolanyşygynda şunuň ýaly paýnamalaryň paýy ujypsyzdyr. Wankulirlenen paýnamalar atly paýnamalardan tapawutlylykda şu gymmatly kagyzy satyn almaga-satmaga paýdarlar jemgyýetiniň ylalaşygyny talap edýär. Esasan, paýnamalar görkezene bermek şertli çykarylýar, bu bolsa bazarda gymmatly kagyzlar satyn alnanda we satylanda hukuklary bermek işini ýeňilleşdirýär we diňe ätiýaçlandyryş kompaniýalary atly gymmatly kagyzlary çykarmalydyrlar. Emma 1999-njy ýyldan başlap käbir nemes paýdarlar jemgyýetleri özleriniň görkezene bermek şertli paýnamalaryny atly paýnamalara çalşyryp başladylyar.

Paýnamalarda bellenen hukuklaryň görnüşi boýunça firmany dolandyrmaga ýa-da ses bermäge, paýdarlaryň ýyllyk ýygnagyna, esasy maýa artdyrylanda «ýaş» paýnamalary satyn almaga we girdeji almaga hukuk berýän adaty paýnamalara we diwidendleri birinji nobatda almagy göz öňünde tutýan, ýöne paýdarlaryň ýygnagynda ses bermek hukugyny bermeýän aýratyn hukukly paýnamalara bölünýär. Aýratyn hukukly paýnamalaryň amerikan klassifikasiýasyndan tapawutlylykda Germaniýada şular ýaly paýnamalaryň esasy üç görnüşi bolýar:

– ses bermek hukugynda artykmaçlyklary (köp ses bermek hukugy) bolan paýnamalar, olar örän seýrek, degişli federal ýeriň (sebitiň) ykdysadyýet ministriniň rugsady bilen, diňe şol kärhananyň tutuş ýurduň ykdysadyýeti üçin aýratyn ähmiýeti bar bolan ýagdaýynda çykarylýar;

– artdyrylan diwidendli paýnamalar, bu diwidend adaty paýnamalara garanyňda öň tölenýär we eger ol haýsydyr bir döwürde tölenmedik bolsa, onda soň has amatly ýyllarda üsti ýetirilip tölenýär;

– kärhananyň işi bes edilende ýatyryş pul möçberinde köp bölegi talap etmek hukugy bolan paýnamalar. Bu paýnamalaryň kärhana ýapylanda, batanda we birleşende adaty paýnamalara garanyňda ýatyryş pul möçberi babatynda talaplaryň artykmaç kanagatlandyrylmagyna hukugy bardyr.

Aýratyn hukukly paýnamalaryň çykarylan möçberi boýunça belli bir çäklendirmeler bardyr: olaryň umumy nominal bahasy adaty paýnamalaryň jemi bahasynda ýokary bolmaly däldir. Şol bir wagtyň özünde olaryň paýyna biržada satylan paýnamalaryň bary-ýogy 10–20 %-i düşýär.

Emissiýa edilen wagty boýunça öz maýasyny gowulandyrmak maksady bilen çykarylan «ýaş» (täze) paýnamalar we öz maýasyny artdyrmazyndan öň dolanyşykda bolýan «köne» paýnamalar tapawutlandyrylýar. Olaryň arasyndaky tapawut kesilen nyrhlaryň dürli bolmagyndan we olar boýunça dürli möçberlerde tölenýän diwidendleriň ululygyndan ybaratdyr. Täze paýnamalar boýunça diwidendler diňe olaryň dolanyşykda bolýan wagty üçin tölenýär. Düzgün bolşy ýaly, paýnamalaryň bu görnüşleriniň «ýaş» paýnamalaryň emissiýa edilen birinji ýylynda şunuň ýaly tapawudy bolýar. Birinji ýyl tamamlanandan soň olar deňleşýär.

Bölekleýin tölegi geçirilen paýnamalar hem bolýar, olary emissiýa etmäge diňe ätiýaçlandyryş kompaniýalarynyň hukugy bardyr; olar bahasynyň 25%-i maýa goýumçy tarapyndan bada tölenmeli, galan bölegi bolsa onuň garaýşyna görä tölenmeli paýnamalardyr, ýöne ol diňe paýnamalaryň bahasyny doly tölän halatynda paýdar bolup biler. Aýratyn hukuklary bolan paýnamalar bilen obligasiýalaryň simbiozyndan (garyşygyndan) ybaratdyr, ýagny ol boýunça hasaplanyp ýazylýan göterimiň iň pes möçberi kesgitlenýär, diwidend tölenýär, kompaniýa ýapylanda ýatyryş girdejisine gatnaşmaga hukuk berilýär. Şunuň ýaly paýnamalaryň emitent üçin jedelsiz artykmaçlygy bardyr, çünki diwidend tölegleri çykdajylara degişli edilýär, bu bolsa salgyt salnan peýdany azaldýar. Atly paýnamalar paýdarlar kompaniýalary tarapyndan özüniň esasy maýasyny artdyrmak maksady bilen çykarylýan we öz işgärlerine ýeňillikli şertlerde teklip edilýän gymmatly kagyzlar bolup durýar. Bu paýnamanyň eýesiniň diwidendleri

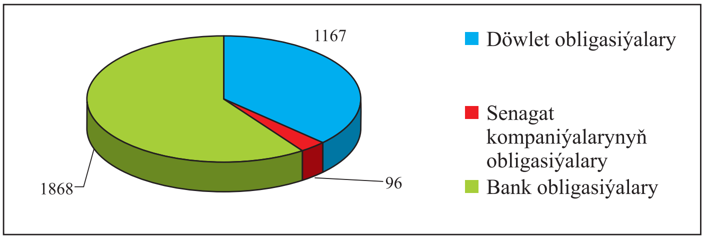
öz wagtynda almaga hukugy bardyr, onuň ses bermek hukugy bolýar, ýöne ony alty ýylyň dowamynda satmak hukugy ýokdur.

Paýnamalaryň maliýe guraly hökmünde Germaniýanyň ykdysadyýetinde ikinji derejeli ähmiýeti bardyr, olaryň paýyna gymmatly kagyzlar bazarynyň 40%-i düşýär. Emitentler we maýa goýumçylar paýnamada aýratyn artykmaçlyk görmeýärler: maýa goýumçylar paýnamalara goýumyň ýeterlik kepillendirmeleri bermeýän, ýeterlik derejede maglumat saklamaýan, töwekgelçilikli we spekulýatiw görnüşi hökmünde baha berýärler, emitentler bolsa ýokary derejede ösen bank ulgamynyň bardygy sebäpli, maýany karzlaryň hasabyna çekmegi ileri tutýarlar.

Gymmatly kagyzlaryň arasynda obligasiýalar uly orun eýeleýärler, olar gymmatly kagyzlaryň 60%-ni emele getirýärler. Germaniýanyň gymmatly kagyzlar bazarynda bank obligasiýalary (olaryň paýyna bergi borçnamalary bazarynyň 50%-den gowragy düşýär), döwlet obligasiýalary (37%), daşary ýurtly emitentleriň obligasiýalary (13%-e golaý) we korporatiw obligasiýalar (2%) dolanyşykda bolýar. Obligasiýalar bazarynyň umumy möçberi 2007-nji ýylda 3131 mlrd. ýewro deň boldy (2-nji şekil).

2-nji şekil

2007-nji ýylda Germaniýanyň obligasiýalarynyň bazarynyň düzümi, mlrd ýewro



Bank bergi borçnamalary ipoteka borçnamalaryna (bank obligasiýalary bazarynyň 3%-i), ýöriteleşdirilen karz institutlarynyň bergi borçnamalaryna (14%), gaýry bank borçnamalaryna (28%), döwlet karz edaralarynyň ipoteka listlerine (45%) bölünýär.

Ipoteka obligasiýalary ipoteka bergi borçnamalaryny we girew listlerini, şol sanda Germaniýada ***Pfandbriefe*** diýlip atlandyrylýan

ýörite obligasiýalary içine alýar. Olar banklaryň birnäçe görnüşleri tarapyndan çykarylýar, birinji nobatda ýöriteleşdirilen ipoteka banklary tarapyndan ýaşaýyş jaý we önümçilik gurluşygy üçin karzlary maliýeleşdirmek we döwlet edaralaryna (ýerleriň hökümetlerine) karz bermek üçin atly ýa-da görkezene berilmeli gymmatly kagyzlar görnüşinde 2 ýyldan 10 ýyl möhlete, ýöne köplenç, 5–10 ýyl möhleti bilen çykarylýar. Bu gymmatly kagyzlar möhletinden öň satyn alynmaýar we olary ulanmak boýunça çäklendirmeler bardyr. Olar bilen geleşikler «Ipoteka banklary hakynda» kanun bilen düzgünleşdirilýär. Şu kanuna laýyklykda, girew listleri ýerleriň banklarynyň, žiromerkezleriň we ýöriteleşdirilen karz edaralaryň ýardam etmeginde ýerleşdirilip bilner. Girew listleri ýörite ýer reýestrinde girew barada ýazgy edilip, gozgalmaýan emläk bilen üpjün edilendir. Emma muňa garamazdan, girew listleri daşary ýurt maýa goýumçylarynyň arasynda aýratyn meşhurlykdan peýdalanyp bilmediler we daşary ýurtly maýa goýumçylary çekmek maksady bilen, 1995-nji ýylda karz institutlary girew listlerini «sagynlaşdyrmagyň» maksatnamasyny işläp taýýarladylar. Bu maksatnama köp möçberde ipoteka zaýomlarynyň emissiýa edilmegini, REX ipoteka indeksini we REHP ipoteka konýuntkturasynyň indeksini işläp taýýarlamagy, ipoteka zaýomlarynyň kompýuter söwda ulgamyny giňeltmegi (IBIS-R), şeýle hem iňlis dilinde çykýan «Pfandbrief-news» žurnalynda girew listleri barada maglumatlaryň giňeldilmegini göz öňünde tutýardy. Bu çäreleriň ählisi daşary ýurt kompaniýalaryny girew listleri bazaryna çekmäge mümkinçilik berdi. Häzirki wagtda girew listleri 22 sany hususy ipoteka banklary, 17 sany köpçülikleýin hukuk guramalary, olaryň üçüsi süýşürintgi kassalary bolup durýar, olar tarapyndan emitirlenýär. Girew listleriniň esasy bölegi (75%-i) häkimiýet edaralarynyň karzlary bilen üpjün edilendir, ipoteka karzlaryna bolsa diňe 25%-i düşýär.

Ykdysadyýeti dikeltmek boýunça karz instituty, Nemes hasaplaşyk banky ýaly karz institutlarynyň bergi borçnamalary ýöriteleşdirilen maksatnamalary gaýtadan maliýeleşdirmek maksady bilen, 2 ýyldan 10 ýyla çenli möhlete emitirlenýär. Olar kesgitli göterim bilen çykarylýar, şeýle-de bolsa soňky ýyllarda birnäçe zaýomlar

üýtgäp durýan göterim bilen we az mukdarda nol kuponly çykaryldy; olar hereket edýän möhleti tamamlanandan soň üzülmäge degişlidir we islendik şahs tarapyndan çäklendirilmedik mukdarda satyn alnyp biler. Şunuň ýaly gymmatly kagyzlaryň geçginliligi ýokary bolmaýar.

Gaýry bank bergi borçnamalary banklaryň borçnamalaryndan we žiromerkezlerden ybarat bolup, görkezilýän bergi borçnamalaryny, çalşylýan we opsion zaýomlary içine alýar. Banklaryň borçnamalary 10 ýyla çenli möhlete kesgitli göterim bilen çykarylýar, biržadan daşary dolanyşykda bolýar we islendik şahs tarapyndan satyn alnyp biler. Görkezilýän gymmatly kagyzlardan başga-da, atly gymmatly kagyzlar hem çykarylýar, olar ätiýaçlandyryş kompaniýalary we goýumçylar tarapyndan satyn alynýar. Ähli atly obligasiýalaryň arasynda 80%-i ipoteka banklary tarapyndan çykarylýar. Opsion we çalşylýan zaýomlar – bu ýörite hukuklary bolan bergi borçnamalarydyr. Olary emissiýa etmek paýdarlaryň razyçylygyny talap edýär, emissiýanyň möçberi bolsa esasy maýadan ýokary bolmaly däldir. 1985-nji ýyldan bäri bar bolan, LIBOR we FIBOR binýadynda hasaplanýan gündelik göterim möçberi bilen aragatnaşygy bolan, üýtgäp durýan göterim möçberli we nol kuponly borçnamalar we yzyna berilýän (obratimyý) borçnamalar degişlidir. Olar 1993-nji ýylda peýda boldy, olar boýunça hasaplanyp ýazylýan göterimler bolsa nominal göterim möçberi bilen binýatlyk göterim möçberiniň arasyndaky tapawut bilen kesgitlenýär (LIBOR, FIBOR).

Kärhanalar täjirçilik gymmatly kagyzlary çykarýarlar, olar karz institutlary tarapyndan ýerleşdirilýän, 7 günden 2 ýyla çenli möhletli bergi borçnamalaryndan ybaratdyr (köplenç, 1 aýdan 3 aýa çenli möhlet gabat gelýär); uzülme möhleti 2 ýyldan 10 ýyla çenli bolan, orta möhletli we uzak möhletli gymmatly kagyzlar ýaly, aýratyn hukuklary bolan gymmatly kagyzlar we bergi listleri degişlidir.

Germaniýada döwletiň gymmatly kagyzlarynyň bazary. Bu ABŞ-dan, Ýaponiýadan we Beýik Britaniýadan soň hökümet borçnamalarynyň iri halkara bazarydyr. Onuň tapawutly tarapy öz möçberi boýunça gazna bergi gurallarynyň beýleki görnüşlerinden ýokary däldigi, ýöne paýnamalar bazarynda esli ýokarydygy bolup durýar. Germaniýada döwlet obligasiýalary bazarynyň ýene

bir möhüm aýratynlygy hökümetiň bergi gurallarynyň ýeke-täk derejesiniň we olaryň dürli görnüşleri bilen amallary geçirmegiň uniwersal kadalarynyň bolmagydyr. Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň emitenti bolup hökümet, ýörite guluklar ulgamy (demir ýol edaralary, poçta), ýerleriň hökümetleri, ýerli häkimiýet edaradary (obşinalar we kommunalar) çykyş edýärler. Ýöne esasy karz alyjy bolup Federal hökümet çykyş edýär, döwletiň gymmatly kagyzlar bazarynyň jemi möçberiniň 80%-i onuň paýyna düşýär, 9,6%-i federal ýerleriň emissiýasyna degişlidir, munisipalitetler tarapyndan emitirlenýän zaýomlaryň paýy bolsa 0,1%-e deňdir. Iri döwlet emitenti bolup Federal poçta çykyş etdi, ähli zaýomlaryň 8%-i onuň paýyna düşýärdi, ýöne onuň hususylaşdyrylmagy bilen baglanyşykly, indi döwlet onuň hukuk oruntutarlary tarapyndan çykarylýan bergi borçnamalary üçin jogapkärçilik çekmeýär, ýöne ozalky Federal poçtanyň dolanyşykdaky zaýomlary üçin döwlet entek hem öz ady, emlägi we salgyt gelip gowuşmalary bilen jogapkärçilik çekýär. Ýene bir iri emitent bolup ýörite döwlet gaznalary (10%) çykyş edýärler, olara Bergileri üzmek gaznasy, Nemes bütewiligi we Ýewropa ykdysadyýetini sagdynlaşdyrmak boýunça gazna degişlidir.

Gymmatly kagyzlary ýerleşdirmek boýunça hökümetiň işjeň syýasaty netijesinde döwlet obligasiýalary sektorynyň ähmiýeti barha ýokarlanýar. Döwletiň giňden ýaýran gymmatly kagyzlarynyň arasynda federal hökümetiň uzak möhletli we gysga möhletli obligasiýalaryny görkezip bolar: uzak möhletli (10 ýyl) we orta möhletli (45 ýyl) ýekeleýin (ştuçnyý) obligasiýalar; hökümet notlary, olary çykarmak 1994-nji ýylda togtadyldy; ýöriteleşdirilen gaznalaryň obligasiýalary (mysal üçin, ozalky GDR-iň döwlet kärhanalaryna howandarlyk etmek boýunça geňeşiň obligasiýasy); munisipal obligasiýalar – demir ýol, poçta we ş.m. 1986-njy ýylda döwlet birinji gezek gazna bazarynyň täze gysga möhletli gurallaryny – hereket edýän möhleti 6 aý bolan federal gaznaçylyk borçnamalaryny çykardy. 1997-nji ýyldan «stripping», ýagny maýanyň we 10 we 30 ýyllyk federal zaýomlar boýunça göterimleriň aýratynlykdaky söwdasy ulanylyp başlandy. Ýewroobligasiýalar hem uly möçberlerde dolanyşykda bolýar. 1997-nji ýylyň ýanwarynda Germaniýada nemes markalarynda we fransuz franklarynda denomirlenen parallel obligasiýalar çykaryl-

dy (*27-nji tablisa*). Ähli gymmatly kagyzlr Bundesbank tarapyndan diňe nagt däl (resminamasyz) görnüşde emitirlenýär, Bundesbank tarapyndan kepillendirilýär, ätiýaçlandyrylýar, hasaba alynýar we açyk bazarda olar bilen amallar geçirmek üçin kabul ederlikli bolup durýar. Federal zaýomlaryň emissiýasy konsorsial we tender usullaryny ulanmak bilen amala aşyrylýar, olar boýunça göterimler, möçber kesgitlenen bolsa, ýylda bir gezek we möçber üýtgäp durýan bolsa, ýylda iki gezek tölenýär.

Döwletiň gymmatily kagyzlarynyň käbir esasy görnüşleri barada giňişleýin durup geçeliň.

GFR-iň obliasiýalary – bu üzülmeli möhleti 5 ýyldan 40 ýyla çenli bolan uzak möhletli gymmatly kagyzlardyr; bu döwletiň ähli bergi gurallarynyň arasynda has geçginli we ýokary hilli kagyzlardyr. Şunuň ýaly gymmatly kagyzlaryň birinji goýberilişi 1952-nji ýylda amala aşyryldy. 1972-nji ýyldan başlap olar diňe kagyz däl görnüşde emitirlenýär, olaryň hereketi Federal bergi reýestrinde görkezilýär. Obligasiýalar ýylda birnäçe gezek çykarylýar. Ol boýunça tölenýän göterim girdejisi kesgitlidir we oňa salgyt salynmaýar, bu bolsa maýa goýumçylaryň köpüsi, ýagny nemes we daşary ýurtly banklar, ätiýaçlandyryş kompaniýalary, maýa goýum gaznalary, hususy adamlar, daşary ýurtlaryň hökümetleri we edaralary üçin olary özüne çekijii edýär.

Federal obligasiýalar – bu döwletiň borçnamalary bolup, 1979-njy ýyldan bäri 5 ýyl möhlet bilen, köplenç, ilat üçin çykarylýar. Şeýle hem olar kagyz däl görnüşde, ýagny Federal bergi reýestrinde ýazgylar görnüşinde çykarylýr; ähli obligasiýalaryň 90%-i görkezene bermek şerti bilen çykarylýar. Gymmatly kagyzlaryň bu görnüşi bazaryň gymmatly kagyzlaryna degişlidir, olara gazna biržalarynda nyrh kesilýär, şeýle hem halkara gazna biržasynda, öňi bilen hem Beýik Britaniýada biržadan daşary bazarda ýeterlik derejede ýygjam dolanyşykda bolýar. Atly obligasiýalar diňe biržadan daşary bazarda dolanyşykda bolýarlar. Federal obligasiýalar gazna biržasynda amallary işjeň geçirýän 100-e golaý nemes we daşary ýurt banklaryndan ybarat bolan federal konsorsium tarapyndan çykarylýar.

27-nji tablisa

Germaniýada döwletiň gymmat bahaly kagyzlar bazary

Emitent	Gysga möhletli (gaznaçylyk kagyzlary)	Orta möhletli (obligasiýalar)	Uzak möhletli (zaýomlar)
1	**2**	**3**	**4**
1. Federal häkimiýet edaralary:			
1.1. Bazar gymmatly kagyzlary	Gaznaçylyk sertifikatlary (6 aýdan 2 ýyla çenli)	Federal obligasiýalar (5 ýyl)	GFR-iň obligasiýalary (30 ýyla çenli)
1.2. Bazar däl gymmatly kagyzlar	Gaznaçylyk borçnamalary (1-2 ýyllyk)	Süýşürintgiler obligasiýalary (6-7 ýyl)	
2.Munisipal häkimiýet edaralary		Ýerleriň, şäherleriň bergi sertifikatlary we obligasiýalary (1-10 ýyl)	Ýerleriň, şäherleriň bergi sertifikatlary we obligasiýalary (1-10 ýyl)
3. Hökümet bilen baglanyşykly guramalar		Federal poçta we demir ýol gulluklarynyň bergi sertifikatlary we obligasiýalary	Federal poçta we demir ýol gulluklarynyň bergi sertifikatlary we obligasiýalary

Germaniýanyň federal banky konsorsiumda esasy orny eýeleýär we gazna biržalarynda interwensiýany amala aşyrmak maksady bilen, obligasiýalaryň her goýberilişiniň 20%-e golaýyny satyn alýar. Obli-

gasiýany ýerleşdirmek amerikan usuly boýunça tender arkaly, ýagny araçylary goşmazdan amala aşyrylýar.

Federal kassa obligasiýalary orta möhletli bergi borçnamalary bolup durýar, kagyz däl görnüşde 3 ýyldan 7 ýyla çenli möhlet bilen çykarylar we Federal bergiler kitabynda ýazgylar görnüşinde bolýar. Bu gymmatly kagyzlaryň birža dolanyşygy örän ujypsyzdyr, olaryň biržadan daşary söwdasy ýeterlik derejede işjeň alnyp barylýar.

Bergi sertifikatlary döwlet federal edaralary, ýerili häkimiýet edaralary, ýerleriň hökümetleri, poçta we demir ýol gulluklary tarapyndan çykarylýar we orta möhletli we uzak möhletli gymmatly kagyzlara degişlidir. Ýerleşdirmegiň görnüşi we şertleri boýunça karz almak barada şertnamalara meňzeşdir, ýöne olaryň özbaşdak gymmaty bolýar we belli bir çäklendirmeler bilen gazna bazarynda dolanyşykda bolup bilýärler, bu bolsa olary gymmatly kagyzlara degişli etmäge mümkinçilik berýär. Bergi borçnamalary diňe banklara satylýar, olar ony seýflerde saklaýarlar, olaryň esasynda bolsa emitentlere karz berýärler, şunda banklaryň özi, düzgün bolşy ýaly, pul bermeýärler, karz beriji bilen karz alyjynyň arasynda araçy hökmünde çykyş etmek bilen, başga ýerden karz berijini tapýarlar.

Gaznaçylyk borçnamalary üzülmeli möhleti 2 ýyla deň bolan gysga möhletli gymmatly kagyzlara degişlidir. Olaryň kesgitli girdejisi bardyr we olar biržada dolanyşykda bolýarlar. 1996-njy ýyldan döwlet her çärýekde bu gymmatly kagyzlaryň emissiýasyny geçirýär.

Süýşürintgi sertifikatlary Germaniýada 1969-njy ýyldan bäri karz institutlarynyň ýardam etmeginde çykarylýar. Olar iki görnüşde, «A» we «B» görnüşde bolýarlar we dolanyşyk möhleti, olar boýunça göterimleriň hasaplanyp ýazylyşy we tölenişi bilen tapawutlanýarlar. «A» görnüşi boýunça göterimleri tölemek her ýylda amala aşyrylýar, hereket edýän möhleti 6 ýyl, «B» görnüşi boýunça göterimler bir ýere jemlenýär we üzülmeli möhleti gelende jemlenip tölenýär, şunda göterimiň möçber her ýylda tarif şkalasy boýunça ýokarlanýar, üzülmeli möhleti 7 ýyl. Hususy şahslar, şeýle hem jemgyýetçilik, dini we haýyr-sahawat guramalary satyn alyjylar bolup bilerler. Bu gymmatly kagyzlar möhletinden öň üzülmeýär. Olar bazar däl gymmatly kagyz-

lara degişli bolup, olara gazna biržalarynda nyrh kesilmeýär we ikinji bazarlarda dolanyşykda bolmaýar.

Gaznaçylyk maliýe borçnamalary ownuk maýa goýumçylara niýetlenen diskont gymmatly kagyzlar bolup durýar. Umuman alanyňda, karz edaralaryndan we rezident dällerden (kanuny we şahsy taraplar) başga islendik subýektiň gymmatly kagyzlaryň şu görnüşini satyn almaga mümkinçilikleri bardyr. Gaznaçylyk maliýe borçnamalary olaryň üzülmeli möhletinden öň yzyna gaýtarylyp ýa-da olar satyn alnandan soň satylyp bilinmez, onuň üçin hem bu bergi borçnamasynyň ikinji bazary ýokdur.

Göterimsiz gaznaçylyk sertifikatlary ýa-da diskontly gymmatly kagyzlar gysga möhletli gymmatly kagyzlar bolup durýarlar, 6 aýdan 2 ýyla çenli möhlet bilen çykarylar, nominal boýunça üzülýär we onuň iki görnüşi bolýar. Diskontly sertifikatlaryň birinji görnüşi tender usuly bilen 3 aýdan 2 ýyla çenli möhlet bilen, ýöne yzygiderli däl (regulýar däl) görnüşde çykarylýar. Bu sertifikatlaryň wagtyndan öň üzülmegine ýol berilmeýär, olara biržada nyrh kesilmeýär, institusional maýa goýumçylar üçin niýetlenendir. Sertifikatlaryň beýleki bir görnüşi Federal hökümetiň karz serişdelere bolan islegini kanagatlandyrmak maksady bilen, bir ýyllyk möhlet bilen (köplenç, 6 aýlyk) çykarylýar we olar satyn alnandan soň üzülýän pursadyna çenli Federal banka gaýtarylyp berilmeýär. Emissiýa her çärýekde tender usuly bilen Ýeriň federal bankynda hasaplary bolan karz institutlary üçin amala aşyrylýar. Satyn almagyň iň pes bahasy 1 mln. ýewro. Olara biržada nyrh kesilmeýär, ***Bundesbank*** bolsa ikinji bazara gatnaşmaýar. Şunuň ýaly sertifikatlary satyn alyjylar daşary ýurtly maýa goýumçylar bolup bilerler.

Bank ulgamynyň geçginliligini düzgünleşdirmek üçin ***Bindesbank*** gaznaçylyk weksellerini, ýagny diskontly gymmatly kagyzlary çykarýar, olar islendik wagtda yzyna satyn alnyp biler.

Döwletiň gymmatly kagyzlaryny çykarmak Döwlet häkimiýetleriniň ykdysady geňeşleri tarapyndan utgaşdyrylýar, bu Geňeşe ykdysadyýet ministri, maliýe ministri, ýerleriň wekilleri we ýerli häkimiýet edaralarynyň dört wekili girýär. Federal bankynyň wekili Geňeşiň işine maslahat beriji ses bilen gatnaşýar. Geňeş bazara agram

bermekden gaça durmak maksady bilen, bazar konýunkturasynyň häzirki ýagdaýyny nazara alyp, ol ýa-da beýleki häkimiýet edaralary tarapyndan obligasiýalaryň çykarylmagynyň maksadalaýykdygy barada çözgüt kabul edýär.

Nusgawy gymmatly kagyzlardan, paýnamalardan we obligasiýalardan başga-da, gymmatly kagyzlar bazarynda döredilen gymmatly kagyzlar hem çykarylýar, olara dürli görnüşdäki opsionlar we fýuçersler degişlidir. Paýnamalaryň binýadynda fýuçersler, DAX fýuçersleri, paýnamalaryň binýadynda opsionlary, DAX opsionlary, federal zaýomlaryň binýadynda fýuçersler (BUND fýuçersler), orta möhletli obligasiýalaryň binýadynda fýuçersler (BOBL fýuçersler), LIBOR fýuçersler, BUND binýadynda fýuçersler we BOBL binýadynda fýuçersler has giň ýaýran fýuçerslerdir.

11.4. Gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek

Germaniýada gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek ulgamy soňky ýyllarda görlen birnäçe çärelere garamazdan, beýleki ýurtlardaka garanyňda gowşakdyr.

Maýa goýum işiniň barşyny düzgünleşdirmegiň berk däldigi şu ýagdaýlar bilen düşündirilýär: gymmatly kagyzlary ýerleşdirmek boýunça iş bilen meşgullanýan kompaniýalaryň sanynyň köp däldigi (esasan, olar iri täjirçilik banklarydyr); bazarda institusional maýa goýumçylaryň doly agalyk etmegi; tutuşlygyna alanyňda gymmatly kagyzlar bazarynyň ösen däldigi (*28-nji tablisa*).

1990-njy ýyla çenli Germaniýada gazna biržasyny düzgünleşdirýän federal kanun ýokdy, diňe 1970-nji ýylda bellenen we 1988-nji ýylda üsti ýetirilen kadalar bardy. Olar banklaryň we birža beýleki gatnaşyjylaryň giň topary tarapyndan kabul edilipdi. Ýöne gazna bazarynda ýygy-ýygydan döreýän dawa-jenjeller bu modeliň gymmatyny gaçyrdy we 1992-nji ýylyň ýanwarynda federal hökümet gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmegiň we oňa gözegçilik etmegiň ulgamlary hakynda kanunyň taslamasyny ara alyp maslahatlaşmaga hödürledi, ol Ýewropa Birleşiginiň kanunçylygy bilen bilelikde ilkibada gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirme-

giň kanagatlanarly ulgamyny üpjün etmelidi. 1993-nji ýylyň iýulynda Federal maliýe ministrligi täze kanunçylygyň taslamasyny ara alnyp maslahatlaşylmak üçin hödürledi, ony maliýe bazaryny ösdürmegiň ikinji kanuny diýip atlandyryp bolar.

28-nji tablisa

ABŞ-da, Beýik Britaniýada we Germaniýada gymmat bahaly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilişi

	ABŞ	Beýik Britaniýa	Germaniýa
Düzgünleşdirme derejesi	Berk, gatnaşyjylara gözegçilik etmek ýokary derejede	Ýumşak	Iň pes, gözegçilik pes derejede
Döwletiň roly	Ýeke-täk düzgünleşdiriji gurama	1998-nji ýyla çenli erkin düzgünleşdirilýän guramalar	Formal taýdan döwlet tarapyndan düzgünleşdirilýär
Erkin düzgünleşdirilýän guramalaryň roly	Hakykatdan kanunlaryň ýerine ýetirilişine gözegçilik edýär	1998-nji ýyldan soň olary düzgünleşdirmek amala aşyrylmaýar	Hiç wagt üýtgemeýär
Professional işi utgaşdyrmak mümkinçiligi	1999-njy ýyla çenli täjirçilik banklaryna maýa goýum işi bilen meşgullanmak gadagan edilýärdi	Kanunçylykda görkezilmeýär, ýöne 1980-nji ýyla çenli aýdylmazdan gadagançylyk bardyr	Täjirçilik banklaryna gymmatly kagyzlar bazaryndaky amallary goşmak bilen, amallaryň ähli görnüşlerini utgaşdyrmaga rugsat edilýär

	ABŞ	Beýik Britaniýa	Germaniýa
Düzgünleşdiriji edaralaryň sany	Dört	1998-nji ýyla çenli dokuz, soň üç	Iki
Işiň guramaçylyk-hukuk görnüşi	Islendik görnüşde bolup biler	Islendik görnüşde bolup biler	Diňe paýdarlar görnüşinde
Düzgünleş-dirmekde esasy üns berilýän ugur	Maglumatlary açmak, dolandyryşyň içerki gurluşy, içerki gözegçilik	Maýanyň ýeterlik bolmagy boýunça ölçegleri berjaý etmek	Maýanyň ýeterlik bolmagy boýunça ölçegleri berjaý etmek

Onda gymmatly kagyzlaryň söwdasy barada täze kanun we gazna biržalary hakynda kanuna goşmaçalar aýratyn orun eýeleýärdi. Soňy bilen 1998 we 2002-nji ýyllarda maliýe bazaryny ösdürmek boýunça üçünji we dördünji kanunlar kabul edildi.

Täze kanunçylykda gymmatly kagyzlar bazaryna gözegçilik edýän federal edaralary döretmek; gymmatly kagyzlar bilen içerki amallar babatynda birnäçe gadagan etmeleri girizmek, has berk notifikasiýa geçirmek we bellige alnan kompaniýalaryň paýnamalaryny baş saklaýjylarynyň talap etmegi boýunça maglumatlary açmak ýoly bilen gymmatly kagyzlar bazarynyň aýdyňlygyny gowulandyrmak, müşderiniň haýryna hereket etmek borjuny goşmak bilen, maýa goýum gulluklarynyň özüni alyp baryşlarynyň kadalaryny bellemek; federal ýerlerde gazna biržasyna gözegçiligi güýçlendirmek meseleleri öz beýanyny tapdy.

Kanunçylyk namalarynyň birinde, ýagny Gymmatly kagyzlaryň söwdasy hakynda kanunda (1994 ý.) gymmatly kagyzlar bilen amallara gözegçilik ulgamy bellenildi, gazna bazaryna gözegçilik etmegiň birnäçe derejesi bölünip görkezildi.

1. ***Federal dereje,*** onda gözegçilik Gymmatly kagyzlaryň söwdasyna gözegçilik boýunça federal edara tarapyndan amala aşyrylýar. Bu edaranyň esasy wezipeleri şulardan ybaratdyr: gazna

biržasynda içerki amallaryň geçirilişine gözegçilik etmek; emitent kompaniýalaryň ýa-da gymmatly kagyzlaryna biržada nyrh kesilen kompaniýalaryň hasabatlarynyň çap edilişiniň dogrulygyna gözegçilik etmek, gazna biržalaryna gatnaşyjylaryň özlerini alyp baryş kadalarynyň berjaý edilişine gözegçilik etmek; gymmatly kagyzlaryň söwdasyna gözegçilik etmek meseleleri ara alnyp maslahatlaşylanda halkara hyzmatdaşlygy alyp barmak. Gymmatly kagyzlaryň söwdasyna gözegçilik boýunça federal edara öz ygtyýarlyklarynyň çäklerinde işini özbaşdak amala aşyrýar we Maliýe ministrligine tabyndyr. Federal edarany maliýeleşdirmek gymmatly kagyzlar bazaryna professional gatnaşyjylaryň hasabyna amala aşyrylýar. Gymmatly kagyzlar boýunça geňeş maslahat beriji edaranyň wezipesini ýerine ýetirýär, onuň baş maksady gymmatly kagyzlar bazarynda düzgün bozmalary ýok etmek bolup durýar. Munuň üçin ol birža bazarynda we biržadan daşarky bazarlarda gymmatly kagyzlar bilen geleşiklere gözegçiligi amala aşyrýar; geçirilen geleşikler we olara gatnaşyjylar barada goşmaça maglumatlary toplaýar; daşary ýurtlaryň gözegçilik edaralary bilen hyzmatdaşlyk edýär; kanunçylygyň bozulan halatlary ýüze çykarylanda işleri prokuratura geçirýär; kadalaşdyryjy namalar taýýarlananda, birža we bazar gurluşlaryna gözegçilik amala aşyrylanda we beýleki meseleler boýunça Federal agentlige gözegçilik edýär we geňeş berýär. Gymmatly kagyzlar boýunça geňeşe ýerleriň (sebitleriň) her birinden bir wekil girýär.

2. ***Federasiýanyň subýektleriniň derejesi.*** Ýerleriň (sebitleriň) derejesinde biržalara gözegçilik edýän edaralar düzgünleşdiriji edaralar bolup çykyş edýärler. Olar federal ýerleriň derejesinde döredilen we edara ediş-hukuk gözegçiligini we gündelik gözegçiligi amala aşyrýan döwlet edaralary bolup durýarlar. Olar gymmatly kagyzlar bilen geleşiklere seredýän gözegçilik edaralarydyr, hususan-da, olar gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň dogry bellenendigini barlaýarlar we dellallaryň içine gözegçilik edýärler, şeýle hem hukuk bozulmalary ýüze çykarylanda degişli kazyýetlere ýüz tutmaga hukugy bolan, biržany döretmek barada rugsat we ony ýatyrmak barada görkezme berýän edaralara bölünýärler. Mundan başga-da, ýerleriň hökümetleri Temmi (sanksiýalar) komitetlerini döretmäge hukuklary bardyr, olar

jerime salyp bilýärler ýa-da söwdalary geçirmegiň tertibini we kadalaryny bozan professional gatnaşyjylary söwdalara gatnaşmakdan çykaryp bilerler.

3. ***Birža derejesinde*** gymmatly kagyzlaryň söwdasyna gözegçilik etmek boýunça bölümler bolýar, ony biržanyň özi döredýär. Bölümiň agzalary Birža geňeşi tarapyndan, biržanyň ýolbaşçylygynyň teklibi boýunça we birža gözegçilik edýän degişli edararanyň razyçylygy bilen bellenilýär. Gymmatly kagyzlaryň söwdasyna gözegçilik etmek boýunça bölüm gymmatly kagyzlar bilen amallara gündelik gözegçiligi amala aşyrýar, hususan-da, birža amallary barada maglumatlary ýygnaýar, nyrhlaryň dogry kesilişinie gözegçilik edýär, birža däpleriniň berjaý edilişine seredýär we beýleki birnäçe wezipeleri ýerine ýetirýär.

4. Bank derejesinde gymmatly kagyzlaryň söwdasyna gözegçilik etmek boýunça bölümler bolýar. Şu bölümleriň esasy wezipesi maglumat akymlaryny dolandyrmak we gymmatly kagyzlar bilen amallary geçirýän gullukçylaryň özlerini dogry alyp baryşlaryna gözegçilik etmek bolup durýar. Deutsche Bank, Deadener BANK, Kommerz bank ýaly iri täjirçilik banklarynda gözegçilik gulluklary eýýäm döredilendir, ulu bolmadyk we ortaça banklarda şeýle gulluklar döredilýär. Bu gulluklaryň gözegçilik obýektleri diňe bir gymmatly kagyzlar bilen amallar däl, eýsem, walýuta, gymmatly metallar, döredilen maliýe gurallary bilen amallar bolup durýar. Işgärleriň şahsy hasaplarynyň we işgärler tarapyndan trasta geçirilen hasaplaryň (gündelik hasaplar we depo hasaplary) ýagdaýyna syn etmek ýoly bilen amala aşyrylýar. Maglumatlaryň ýaýraýşyna we täjirçilik banklarynyň öz işgärleriniň işine gözegçilik etmek üçin dürli gurallar ulanylýar: gymmatly kagyzlaryň reýestrini – sanawyny döretmek, şol sanawlar boýunça aýratyn gözegçilige degişli maglumatlar we ynam zolaklary – bank boýunça maglumatlaryň aýlanýan çäkleri. Reýestre girizilen gymmatly kagyzlar boýunça maglumata berk gözegçilik edilýär. Ýapyk maglumatyň bolmalysy ýaly peýdalanylmazlygynyň öňüni almak üçin olara çäklendirmeler bellenip bilner. Gözegçilik reýestri, ol gymmatly kagyzlaryň işgärleriň köpüsi üçin ýapyk sanawydyr, bu barada bankda bar bolan maglumatyň olaryň hümmetine täsir etmäge

we bankda konfilkt döretmäge ukyplydyr. Stop reýestr – gymmatly kagyzlarynyň açyk sanawy bolup durýar, şol kagyzlar bilen amallara täjirçilik banklary çäklendirme goýýarlar. Ynam zolaklary gözegçilik guraly bolup hyzmat edýär. Gözegçilik gullugy bankyň funksional birlikleriniň işgärleriniň gymmatly kagyzlar bilen amallar geçrilende gizlinligi saklaýyşlaryna gözegçiligi amala aşyrýar.

Birža hakynda kanunalaýyklykda gazna biržasynyň işine gözegçiligi (syn etmegi) olaryň ýerleşen ýerleriniň (sebitleriň) hökümeti amala aşyrýar. Hökümetiň adyndan, düzgün bolşy ýaly, degişli ýeriň Ykdysadyýet ministrliginiň düzümindäki gazna biržasyna gözegçilik müdirligi hereket edýär. Hökümetiň özi bolsa bazara gözegçilik etmek (ýa-da dolandyrmak) bilen meşgullanmaýar, diňe olaryň öz-özleri düzgünleşdirmekleri boýunça kadalary makullaýar. Germaniýada gazna biržalarynyň işine Gymmat kagyzlara rugsat bermek we nyrh kesmek meseleler boýunça komissiýa, Maklerler palatasy we birža müdiriýetleri ýolbaşçylyk edýärler.

Sebitleýin we ýerli häkimiýet edaralarynyň munisipal gymmatly kagyzlary çykarmak boýunça işlerine gözegçilik olaryň özleri tarapyndan, jogapkärçiligi öz üstlerine almak bilen geçirilýär. Emma şunda şu şertler berjaý edilmelidir. Bergi borçnamalarynyň goýberilişi taýýarlananda ähli derejedäki administrasiýalardan karz almalaryň iň ýokary çägini görkezmek bilen şu ýyl üçin deňeçerlenen munisipal býujeti we geljek ýyl üçin meýilnamany bermek talap edilýär. Munisipalitet býujeti makullamak üçin ýeriň administrasiýasyna berýär, ol bolsa býujeti hökümetde tassyklatmalydyr. Federal ýerleriň zaýomlaryny ýerleşdirmek diňe olaryň bäşýyllyk maliýe meýilnamalaryna laýyklykda amala aşyrylýar. Gündelik çykdajylary maliýeleşdirmek üçin karz almak gadagandyr, olar diňe maýa goýum maksatlary bilen ýa-da möwsümleýin üýtgäp durmalaryň üstüni ýapmak üçin amala aşyrylyp bilner.

Häzirki wagtda Germaniýada gazna bazaryny düzgünleşdirmegiň köphalkaly ulgamy emele geldi. Söwdanyň halal kadalarynyň berjaý edilişine gözegçilik däp bolşy ýaly, ol ýa-da beýleki biržanyň ýerleşen ýerleriniň ykdysadyýet ministrligindäki ýörite birlikler tarapyndan amala aşyrylýar. Banklar tarapyndan (häzirki wagtda bolsa – bank däl

kompaniýalar tarapyndan hem) maýanyň möçberi, işjeňleriň we işjeň dälleriň gurluşy boýunça talaplaryň berjaý edilişine gözegçilik etmek bilen Maliýe ministrliginiň tabynlygyndaky Karz edaralaryna gözegçilik müdirligi meşgullanýar. 1944-nji ýyla çenli GFR-de Gymmatly kagyzlar bazary boýunça komissiýa hem ýokdy, häzirki wagtda bolsa Gymmatly kagyzlar bazary boýunça federal komissiýa hereket edýär, ol gymmatly kagyzlar boýunça kanunçylygyň berjaý edilişine, öňi bilen hem emitentler tarapyndan maglumatlaryň açylyşyna we insaýder geleşiklerini gadagan etmek boýunça kadalaryň berjaý edilişine umumy gözegçiligi amala aşyrýar.

GFR-de banklara adaty bank amallaryny gymmatly kagyzlar bazaryndaky (professional we professional däl bazarlar) amallaryň köpüsi bilen utgaşykly alyp barmaga rugsat edilýär. Şunuň ýaly çemeleşme Ýewropa ýurtlarynyň köpüsinde agdyklyk edýär we geljekki birleşen Ýewropa üçin esasy çemeleşme hökmünde kabul edildi. Bu çemeleşmä laýyklykda bankyň maýa goýum amallarynyň töwekgelçiligini çäklendirmek wezipeleri göni bölüşdirmek ýaly «hirirgiýa» çäreleri bilen däl-de, banklaryň gymmatly kagyzlara agdyk maýa goýmaklaryny höweslendirmeýän, «içine goşulan» çäklendirmeleri girizmek, bank işine degerli döwlet gözegçiligini ýola goýmak, şeýle hem maliýe bazarlarynda amallar geçirilende bähbitleriň çaknyşmak meselesine berilýän ünsi ýokarlandyrmak bilen amala aşyrylmalydyr.

Umuman alanyňda, Germaniýada 1998-nji ýyldan başlap gymmatly kagyzlar boýunça kanunçylyk kadalary Ýewropa Birleşiginiň maliýe bazarlaryna degişli dürli görkezmeleriniň (direktiwalarynyň) talaplaryna laýyk getirildi: Maýa goýum işi hakynda direktiwa we Maýanyň ýeterlikdigi barada talaplary berjaý etmek barada direktiwa. Düzgünleşdirmegiň umumy kadalary Ýewropa Birleşiginiň ähli ýurtlarynda, anyk institusional gurluşyň tapawutlanýandygyna garamazdan birmeňzeşdir. GFR-da gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmegiň esasy hukuk kadalary häzirki wagtda Gymmatly kagyzlar hakynda kanunyň ulanylmagyny düzgünleşdirýän Birža kanuny, Biržalar hakynda kanun, Emissiýanyň prospektleri hakynda kanun we Maýa goýum kompaniýalary hakynda kanun bolup durýar. Olar gazna bazarynda maýa goýumçylaryň we emitentleriň islegine

laýyk gelýän iş tertibini, hümmetiň emele getirilişiniň aýdyň we netijeli bolup geçmegini we biržalaryň amallaryň bahasy iň pes bolan geçginli bazarlar bolmagyny üpjün edýärler. Şu hukuk kadalaryna Gazna bazaryndaky işleriň ýagdaýyna döwlet gözegçiliginiň kadalary, Birža söwdasyna ýolbaşçylyk etmek boýunça görkezmeler, gymmatly kagyzlaryň söwdasyna gatnaşmaga rugsat bermegiň, emitentleriň jogapkärçiliginiň hukuk kadalary degişlidir. «Gazna bazaryna gymmatly kagyzlary çykarmaga rugsat bermegiň kadalary we «Möhletli şertnamalary birža çykarmaga rugsat bermegiň kadalary», «Gymmatly kagyzlaryň birža bahasyny bellemek hakynda» kararlar Birža kanunyna goşmaça hereket edýärler. Şuňa laýyklykda gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmekde esasy üns maýanyň ýeterlikdigi boýunça kadany, iň pes ätiýaçlyk talaplaryny we maliýe gurallary boýunça töwekgelçiliklere baha bermegi düzgünleşdirmäge berlip başlandy.

Londonyň biržasy we Ýewropanyň beýleki biržalary bilen has netiijeli bäsleşmek üçin Germaniýada gazna biržasy kompaniýasy döredildi. Onuň esasy wezipesi bazarda reforma geçirmek we onuň hereket etmeginiň ýeke-täk kadalaryny girizmek bolup durýar.

XII bap BEÝIK BRITANIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

12.1. Bazaryň gurluşy

Britaniýanyň gymmatly kagyzlar bazary – däp bolup gelşi ýaly ýurduň karz-maliýe ulgamynyň esasy elementleriniň biridir. Birinji jahan urşuna çenli ol pul dolanyşygynyň möçberi boýunça birinji orunda barýardy, soňra bu orny ABŞ-a bermeli boldy. Häzirki wagtda Ýaponiýa we beýleki ýurtlar Beýik Britaniýanyň güýçli bäsdeşi bolup durýarlar. Ikinji jahan urşunda soň, aýratyn hem 1980–1990-njy ýyllarda ykdysadyýetiň döwlet bölegininiň millileşdirilmeginiň aýrylmagy häzirki zaman gazna biržasynyň ösmegine, hususan-da, ýurduň ykdysadyýetininiň hususy sektorynyň birža arkaly maýalaşmagyna ýardam etdi.

2001-nji ýylda gymmatly kagyzlaryň dünýä boýunça dolanyşygynyň jemi möçberinde Beýik Britaniýanyň gazna bazarynyň paýy 6%-e deň boldy, ýagny dünýäde üçünji ýere düşdi. Deňeşdirmek üçin ABŞ-da bu görkeziji 48%-e we Ýaponiýada 13%-e ýetdi. Bergi gymmatly kagyzlara boýunça bergileriň dünýä boýunça jemi möçberinde ýurduň paýy 4,4%-e ýetdi (ABŞ – 45,2%, Ýaponiýa – 18%). Bergi gymmatly kagyzlary ýurduň jemi gymmat dolanyşygynyň 44%-ni, paýnamalar bolsa 56%-ni tutýar. Häzirki wagtda bu proporsiýalar ujypsyz derejede üýtgedi.

Dünýä boýunça maýalaşmagyň jemi möçberinde (kagyzlaryna tertipli nyrh kesilýän kompaniýalaryň çykarylan ähli paýnamalarynyň jemi hümmet bahasy) britan bazarynyň paýy aýry-aýry ösen ýurtlar bilen deňeşdirilende üýtgeýär.

Beýik Britaniýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşy birinji we ikinji bazarlary, şeýle hem gazna gurallarynyň we operasiýaranyň görnüşleri boýunça köpsanly bazarlary içine alýar, olar bu ýurtda beýleki ýurtlara garanyňda örän köpdürlüdir.

Döwlet obligasiýalaryny ***birinji gezek*** ýerleşdirmek köpçülikleýin ýazylyşyk (auksion) arkaly hem, ýapyk teklip (tender) ar-

kaly hem amala aşyrylýar. Korporatiw obligasiýalar, esasan, tender görnüşinde ýerleşdirilýär. Paýnamalary birinji gezek ýerleşdirmek Kompaniýalar hakynda kanun bilen düzgünleşdirilýär.

Beýik Britaniýada gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň aýratynlygy atly paýnamalaryň we obligasiýalaryň köp çykarylýandygy bolup durýar.

Birinji bazarda maliýe gurallaryny ýerleşdirmek giňden ösendir.

Döwlet obligasiýalarynyň ***ikinji dolanyşygy*** Londonyň gazna biržasynda bolup geçýär, häzirki wagtda ol Maýn boýundaky Frankfurtda ýerleşýän Nemes biržasy bilen birleşdi. Ownuk maýa goýumçylar bu gurallar bilen möçberi uly bolmadyk amallary ýurduň poçta edaralary ulgamynyň üstünden geçirip bilerler.

Paýnamalar, esasan, gazna biržalarynda möhletli amallaryň barşynda gaýtadan satylýar. Daşary ýurtlaryň ýurtda dolanyşykda bolýan paýnamalary şu işe ygtyýar berlen karz edaralarynyň depozitariý hasaplarynda saklanýar. Korporatiw obligasiýalaryň dolanyşyk möçberi bu ýerde esli azdyr; korporatiw we döwlet obligasiýalary bilen geleşikler kassa amallary bilen bilelikde geçirilýär.

Ýurtda döredilen kagyzlaryň (deriwatiwler) we maliýe gurallarynyň birža söwdasy giňden ösendir. Londonyň gazna biržasynda daşary ýurtlaryň kagyzlarynyň esli bölegi dolanyşykda bolýar. Bu ýerde dolanyşyk möçberi boýunça kiçi bolan alternatiw bazar hem bar. Biržada geleşikleri geçirmegiň awtomatlaşdyrylan elektron ulgamyndan peýdalanylýar. 1996-njy ýyldan bäri Londonda gazna biržasynyň derejesi bolan Trade-Point awtomatlaşdyrylan kompýuter ulgamy hereket edýär. Ol Londonyň gazna biržasyndaky ýaly ol ýa-da beýleki paýnamalara nyrh kesýär, ýöne onuň dolanyşygy 1%-den hem azdyr.

12.2. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygy

Beýik Britaniýada döwlet obligasiýalarynyň bazary ýeterlik derejede uly bolup, dolanyşyk möçberi boýunça ABŞ-nyň şoňa meňzeş bazary bilen deňeçerdir. Döwlet borçnamalary içerki karz almalaryň jemi möçberiniň 90%-e golaýyny tutýar. Olaryň gurluşy, Amerikadaky ýaly, üç segmenti içine alýar: gysga möhletli – obligasiýalar

5 ýyldan üzülýär; orta möhletli – 5–15 ýyl; uzak möhletli 15–30 ýyl. Soňky segmente möhletsiz döwlet obligasiýalary hem degişlidlir.

Obligasiýalary ol ýa-da beýleki segmente degişli etmek şol kagyzyň üzülmeli möhletine çenli hakyky galan wagt boýunça amala aşyrylýar. Beýik Britaniýada döwlet obligasiýalaryny wagt boýunça klassifikasiýa bölmegiň aýratynlygy şundan ybaratdyr. Geçmişde bu degişli salgyt salmagy tapawutlandyrmak üçin möhüm bolupdy.

Britaniýanyň döwlet obligasiýalary bazarynyň aýratynlygy käbir kagyzlarda üzülmeli möhletiň anyk sene bilen däl-de, wagt aralygy bilen kesgitlenýändigi bolup durýar. Şeýle ýagdaýda hökümet bazaryň konýunkturasyna baglylykda üzülmeli möhleti özüçe üýtgedip biler.

Bellenen maksady boýunça döwlet zaýomlary gaznaçylyk, maliýe, harby, konwersiýa, jemlenen we ş.m. zaýomlara bölünip bilner. Gysga möhletli çalşylýan obligasiýalar hem bar, olar şertleşilen wagtda olary uzak möhletli döwlet kagyzlaryna çalyşmaga mümkinçilik berýär. Indeksirlenen obligaýiýalary ýurtda has hem meşhurdyr, olaryň göterim möçberi esasy sarp ediş harytlarynyň bahalaryna baglanandyr we hümmetsizlenmegiň gündelik depginlerinden 2–4 % ýokarydyr.

Şeýle hem ýurtda Angliýanyň banky tarapyndan 3–6 aýlyk çykarylýan diskontly gysga möhletli wekseller hem dolanyşykda bolýar. Bu görkezene bermek şertli gymmatly kagyzlardyr, olaryň nominal bazasy 5 müň funt sterling we ondan ýokarydyr; olar kanuny we şahsy taraplar üçin niýetlenendir; her hepdede geçirilýän söwdalara gatnaşmak üçin ýüztutma bermegiň iň az möçberi 50 müň funt sterlingdir. Walýuta ätiýaçlyklarynyň üstüni ýetirmek üçin Angliýanyň banky EKÝU-da (häzirki wagtda ýewroda) bahasy görkezilen (nominirlenen) gysga möhletli gaznaçylyk wekselini, orta möhletli gaznaçylyk notlaryny we obligasiýalaryny hem çykarýar.

Beýik Britaniýanyň uzak möhletli we orta möhletli döwlet gymmatly kagyzlaryny altyn jähekli obligasiýalar hem diýilýär, çünki olaryň gyrasyna altyn jähek çekilýär.

Döwlet obligasiýalary boýunça kupon girdejisi adatça, ýylda iki gezek çykarylýar we diňe möhletsiz obligasiýalar boýunça çärýekde

bir gezek tölenýär. Altyn jähekli obligasiýalar kagyz däl esasda hem, kagyz görnüşinde-de çykarylýar.

Döwlet kagyzlary bilen amallary Angliýanyň bankynyň Depozit-kliring merkezi geçirýär. Olar boýunça geleşikler, köplenç, market-meýkerler tarapyndan elektron söwda ulgamlaryny we telefon aragatnaşyk ugurlaryny peýdalanmak bilen baglaşylýar. Altyn jähekli obligasiýalar boýunça market-meýkerler amallary geçirmek üçin Angliýanyň bankynyň ýörite ygtyýarnamasyny alýarlar we bazarda beýleki gymmatly kagyzlar bilen işleýän kompaniýalaryň özbaşdak birlikleri (öz maýasy bolan birlikler) bolup durýarlar. Bazara beýleki gatnaşyjylardan tapawutlylykda olaryň Angliýanyň bankynyň göni kontragentleri bolmaga hukuklary bardyr, bu bank olaryň maýasynyň ýeterlikdigine her günki gözegçiligi amala aşyrýar. Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň bazaryndaky amallara Londonyň gazna biržasy gözegçilik edýär.

Birinji bazarda döwlet obligasiýalary köpçülikleýin ýazylyşyk ýa-da altyn jähekli obligasiýalar boýunça market-meýkerler tarapyndan ýapyk teklip etmek (tender) ýoly bilen ýerleşdirilýär. Öz gezeginde köpçülikleýin ýazylyşyk auksion we tender geçirmek ýoly bilen amala aşyrylyp bilner.

Auksionda ýerleşdirmek obligasiýalaryň uly goýberilişleri üçin häsiýetlidir. Onuň öňünden köpçülikleýin habar beriş serişdelerinde geljekki emissiýa barada giňişleýin habar berilýär. Auksionlary guraýjy, ýagny Angliýanyň bankynyň Altyn jähekli obligasiýalar boýunça merkezi müdirligi gatnaşyjylaryň bäsleşikli we bäsleşiksiz ýüztutmalaryny kabul edýär. Olaryň birinjisiniň iň pes möçberi 500 müň funt sterling möçberde, ikinjisiniňki 1 müňden 500 müň funt stenrlinge çenli bellenýär. Bäsleşikli ýüztutmalary kanagatlandyrmak ýüz tutýanlarynyň bahalary boýunça geçirilýär, şonuň üçin hem olaryň bir bölegi auksiona çykarylan obligasiýalaryň sanynyň ýeterlik bolmazlygy sebäpli kanagatlandyrylman bilner.

Bäsleşik däl ýüztutmalar ozal kanagatlandyrylan bäsleşikli ýüztutmalaryň ortaça ölçenen bahasy boýunça kanagatlandyrylýar. Ýerlenmedik obligastiýalar Angliýanyň bankynyň bukjasynda galýar. Yzyna almak boýunça auksionlar hem bolýar, şunda Angliýanyň

banky döwlet borçnamalaryny (esasan hem Altyn jähekli obligasiýalar boýunça market-meýkerlerden) satyn alýar.

Tender boýunça ýerleşdirilende Angliýanyň banky gelip gowşan ýüztutmalaryň esasynda obligasiýalaryň ýeke-täk satuw bahasyny belleýär. Şeýle ýagdaýda ýüztutmalaryň bir bölegi doly kanagatlandyrylman bilner. Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň nobatdaky emissiýasyny ýerlemek häzirki zaman elektron hasaplaşyk we haryt ibermek ulgamlaryny peýdalanmak bilen bolup geçýär.

Döwlet obligaiýalarynyň nobatdaky birinji gezek ýerleşdirilmegi tamamlanan gününden soňky gün şol kagyzlar boýunça ikinji söwdalar başlanýar. Bu söwdalar Londonyň gazna biržasynda geçirilýär; Altyn jähekli obligasiýalar boýunça market-meýkerler esasy gatnaşyjylar bolup durýärlar, olaryň ýarysyndan gowragy daşary ýurtlaryň karz-malie guramalarynyň wekillerinden ybaratdyr.

Döwlet obligasiýalarynyň ikinji bazaryna gatnaşyjylaryň hataryna dellalçylyk-dilerlik edaralary degişlidir, olar market-meýkerleriň üstünden öz müşderileri üçin obligasiýalary satyn almagy-satmagy amala aşyrýarlar, şeýle hem öz hasabyna amallar geçirip bilýärler.

Bu amallaryň netijelerini Angliýanyň banky reýestrde bellige alýar.

Aglabasy şahsy taraplar bolup durýan ownuk maýa goýumçylar ikinji bazara gatnaşyjylaryň ujypsyz bölegini emele getrýärler. Olar köp bolmadyk hak töläp ýurduň poçta edaralarynyň üsti bilen döwlet obligasiýalaryny satyn alyp (şol sanda birinji bazarda hem) we satyp bilýärler Bu amallar, düzgün bolşy ýaly, Milli süýşürintgiler departamenti tarapyndan bellige alynýar.

Şeýlelikde, Beýik Britaniýada ikinji bazarda döwlet obligasiýalaryny satyn almagyň-satmagyň goşa ulgamy bardyr. Olaryň häzirki wagtdaky ýyllyk möçberi 5 mlrd. funt sterlinge barabardyr diýip baha berilýär, bu bolsa paýnamalaryň dolanyşyk möçberinden birnäçe esse ýokarydyr.

Döwlet obligasiýalary boýunça alynýan göterim girdejisine umumy esaslarda girdeji salgydy salynýar. Pensiýa gaznalarynyň we haýyr-sahawat guramalarynyň, şeýle hem daşary ýurtly maýa goýumçylaryň girdejileri kanunçylyk esasynda girdeji salgydyny töle-

mekden boşadylandyr. Mundan başga-da, altyn jähekli obligasiýalaryň eýeleri ýurtda bar bolan, artýan maýa salynýan salgytdan boşadylýar.

Beýik Britaniýanyň ***paýnamalar bazary*** gymmat dolanyşygy boýunça ABŞ-dan we Ýaponiýadan soň üçünji orunda durýar. Ýurtda 10 milliondan gowrak paýdar bar, bu köp babatda 1980-njy ýyllarda döwlet emlägini hususylaşdyrmagyň geçirilmegi bilen şertlendirilendir. 1985-1989-njy ýyllarda kabul edilen görnüşinde Kompaniýalar hakynda kanun paýnamalaryň emissiýasynyň hukuk esasy bolup hyzmat edýär. Ýurduň gazna bazaryna gözegçilik edýän we düzgünleşdirýän esasy edara Maliýe hyzmatlary boýunça geňeşdir. Paýnamalaryň söwdasynyň esasy möçberi, olaryň kanun boýunça bu amallar babatda monopolist däldiklerine garamazdan, gazna biržalarynda jemlenendir.

Bazarda adaty we aýratyn hukukly paýnamalar, paýnamalardan döredilen gymmatly kagyzlar, şeýle hem kollektiwleýin maýa goýum gurallary dolanyşykda bolýar.

Adaty paýnamalar, düzgün bolşy ýaly, gymmatly kagyzlar bolup, olar hökmany suratda nominirlenýär. Olaryň görkezilen gymmaty 25, 50, 100 pense we ş.m. deň bolup biler.

Her adaty paýnama onuň eýesine paýdarlaryň bir ýygnagynda bir ses hukugyny berýär; aýry-aýry emitentler paýnamalaryň artyşyna görä sesleriň azalmagyny belleýärler. Adaty paýnamalary saklaýjylara, ses bermek hukugyndan başga-da diwidendler görnüşinde peýda almak we şu kompaniýanyň paýnamalarynyň täze goýberilişlerini ilkinji nobatda, köplenç, ýeňillikli şertlerde satyn almak babatynda hukuk berilýär.

Çykarylýan «altyn» paýnamalar olaryň eýelerine belli bir artykmaçlyk berýär; olar kompaniýalary esaslandyryjylar we saklaýjylaryň käbir beýleki toparlary üçin niýetlenendir.

Aýratyn hukukly paýnamalar diwidendleriň birinji nobatda berilmegini we durnuklylygy we kompaniýa ýatyrylanda emlägiň bir bölegine hukuk babatda belli bir artykmaçlyklary üpjün edýär, ýöne olar eýelerine ses bermek hukugyny bermeýärler (örän seýrek ýagdaýlar muňa girmeýär).

Beýik Britaniýanyň gazna biržasynda aýratyn hukuk berýän paýnamalaryň esasy üç görnüşi dolanyşykda bolýar: kumulýatiw,

kumulýatiw däl; satyn alynýan ýa-da yzyna alynýan; gatnaşma paýnamalary; çalşylýan paýnamalar. Kumulýatiw paýnamalaryň tutýan orny ýokarydyr. Dürli sebäplere görä şu paýnama boýunça tölenmedik diwidendler kompaniýanyň bergisini emele getirýär, ol bolsa birinji nobatda üzülmäge degişlidir. Kumulýatiw däl paýnamalar olaryň eýelerine, köplenç halatda durnukly girdejileri kompaniýanyň arassa peýda alýan şertinde almaga mümkinçilik berýär.

Satyn alynýan (yzyna alynýan) paýnamalar emitent tarapyndan görkezilen gymmaty boýunça, baýrak tölemek bilen, düzgün bolşy ýaly, ozal şertleşilen möhletlerde satyn alnyp bilner. Gatnaşma paýnamalary saklaýjylara goşmaça peýda almaga mümkinçilik berýär. Çalşylýan paýnamalar belli bir baha boýunça we belli bir möhletde adaty paýnamalara öwrülip bilner.

Britan kompaniýalary paýnamalar bilen hatarda warrantlary, ýagny orta möhletli (5–10 ýyl) gymmatly kagyzlary hem çykarýarlar, olar saklaýjylara bellenen möhletlerde we kesgitlenen baha boýunça kompaniýalaryň paýnamalaryny satyn almaga hukuk berýär, olar ünsi çekmek üçin, köplenç ýagdaýda, korporatiw obligasiýalar bilen bilelikde emitirlenýär.

Daşarky maýa goýumlaryň gelmegini höweslendirmek üçin ýurduň gazna bazarynda dolanyşygyň gysgaldylan möhleti bolan üsti ýapylan warrantlar peýda boldy. Olar iri maýa goýum banklary tarapyndan çykarylýar we beýleki kompaniýalaryň paýnamalaryny satyn almaga mümkinçilik berýär.

Beýik Britaniýada kollektiwleýin maýa goýmaga niýetlenen, paýnamalara meňzeş gymmatly kagyzlar hem çykarylýar. Olary paýly we maýa goýum trastlary çykarýarlar. Olaryň ikisi hem paýyň geçirilendigi barada atly şahadatnamalary bermek bilen, maýa goýumçylaryň giň toparynyň serişdelerini bir ýere jemleýärler, gymmatly kagyzlaryň dürli görnüşleriniň bukjalaryny emele getirýärler we olary dolandyrýarlar, alnan girdejileri goýumçylaryň arasynda paýlaýarlar.

Paýly trastlar konýunktura baglylykda hemişe we çäklendirilmedik möçberde özleriniň gymmatly kagyzlaryny goşmaça çykarmagy ýa-da satyn almagy amala aşyrýarlar. Olar howandarlar (iri banklar

we ätiýaçlandyryş kompaniýalary) tarapyndan dolandyrylýar we düýp manysy boýunça ABŞ-nyň açyk görnüşli maýa goýum kompaniýalaryna meňzeşdir.

Maýa goýum trastlary öz payýnamalaryny hemişe we çäklendirilmedik möçberde çykarmagy (satyn almagy) amala aşyryp bilmeýärler, çünki olaryň belli bir derejede üýtgemeýän esaslyk maýasy bardyr. Şular ýaly guramalaryň adaty we aýratyn hukukly paýnamalaryna gazna biržasynda nyrh kesilýär. Olar obligasiýalary we gymmatly kagyzlaryň beýleki görnüşlerini çykaryp bilerler. Olaryň işiniň häsiýeti Amerikanyň ýapyk görnüşli maýa goýum kompaniýalarynyň işine meňzeşdir. Maýa goýum trastlary ýurduň beýleki korporasiýalary ýaly esaslandyrylýar we dolandyrylýar, emma olaryň serişdeleri gymmatly kagyzlara we gozgalmaýan emläge goýulýar.

Beýik Beritaniýanyň ***korporatiw obligasiýalar bazary*** gazna gurallarynyň esasy üç toparynyň dolanyşygyny içine alýar: üpjün edilen, üpjün edilmedik we kepillendirilen obligasiýalar. Olaryň birinjisiniň emissiýasy anyk görnüşler we kompaniýanyň satylmagy gadagan edilen emläginiň möçberi bilen üpjün edilýär. Emissiýa olara eýeçilik etmekde çäklendirmeler bolmadyk ähli işjeňler bilen üpjün edilip bilner, 1986-njy ýylda kabul edilen Batyp galmak hakynda kanunda görkezilen ýagdaýlar muňa girmeýär. Ikinji we üçünji toparlara degişli obligasiýalaryň goýberilişi emitentiň işjeňi bilen üpjün edilmeýär, kepillendirilen obligasiýalaryň ygtybarlylygy üçünji tarapyň borçnamalary bilen berkidilýär.

Korporatiw obligasiýalarda girdejiniň kesgitlenen ýa-da üýtgäp durýan möçberi bolýar we olar şol kompaniýanyň paýnamalaryna çalşylyp bilner. ABŞ-nyň dollarynda görkezilen, çalşylýan obligasiýalar ýewrogurallar bazarynda dolanyşykda bolýar. Düzgün bolşy ýaly, bu obligasiýalary çykarylan badyna paýnamalara çalşyp bolýar. Korporatiw obligasiýalar kuponly (ýylda iki gezek girdeji tölemek bilen) kuponsyz (girdejini bir gezek tölemek bilen) we diskontly (nominala görä ýeňilikli ýerlemek bilen) bolup bilerler. Obligasiýalaryň ähli emissiýa edilen möçberi hökmany suratda bellige alynmaga degişlidir.

Britaniýanyň kompaniýalary maliýe gurallarynyň emissiýasyny geçirýärler: depozit sertifikatlary, ýönekeý we diskontly wekseller we beýlekiler. Britaniýanyň bazary döredilen gymmatly kagyzlaryň (deriwatiwleriň), hususan-da, opsion we fýuçers şertnamalarynyň esasy dünýä merkezleriniň biri hökmünde hem bellidir. Bu şertnamalar gymmatly kagyzlara kesilen nyrhlar, gazna indeksleriniň ähmiýetleri, walýutanyň hümmeti, şeýle hem harytlaryň dürli görnüşleri boýunça baglaşylyp bilner. Geleşigiň predmetine baglylykda amallar Londonyň maliýe fýuçersleri biržasynda, birnäçe haryt biržalarynda geçirilip bilner. Bu amallary hasaba almagy we özara hasaplaşygy geçirmegi Londonyň klring palatasy amala aşyrýar, häzirki wagtda National Westminster Bank, Lloids Bank, Barclays Bank ýaly belli kliring banklar bu palatanyň paýnamalaryny saklaýjylar bolup durýarlar. 1986-njy ýyldan başlap Palata deriwatiwleri satyjy we satyn alyjy bolup çykyş edip bilýär.

12.3. Birža gazna bazary

Birža söwdasy Beýik Britaniýanyň gazna bazarynyň jemi dolanyşygynyň düýpli bölegini tutýar. Ýurtda gazna biržalary döwletiň ýerine ýetiriji häkimiet edalarynyň gözegçiligi astynda döredilýär. Şeýle-de bolsa, birža instituty öz-özüni düzgünleşdirýän gurama bolupdy we şeýle bolmagynda hem galýar, çünki hökümet formal taýdan onuň işine goşulmaýar.

Beýik Britaniýada gazna biržasynyň işiniň döwlet kanunçylyk üpjünçiligi ýokdur. Ol öz paýnamalaryny köpçülige satýan kompaniýalar üçin hasabatlylygyň ýokarda agzalan Kompaniýalar hakynda kanunda, şeýle hem 2000-nji ýylda kabul edilen Maliýe hyz matlary we bazarlary hakynda kanunda bellenen umumy kadalar bilen düzgünleşdirilýär. Birža işi köplenç, öz-özüňi düzgünleşdiriş guramalary tarapyndan dolandyrylýar.

Beýik Britaniýanyň häzirki zaman birža ulgamy alty gazna biržasyndan, takyk aýdylanda (1972 ý. bäri) Londonyň gazna biržasynyň Londonda, Birmingemde, Mançesterde, Lidsde, Belfastda we Glazgoda ýerleşýän sebitleýin birliklerinden durýar. Gazna

söwdasynyň lideri Londonyň biržasydyr, ol gymmatly kagyzlaryň gymmat möçberiniň 60%-den gowragyny özünde jemleýär.

Ýurduň baş gazna biržasyndaky geleşikleriň sany gyşarnyksyz ýokarlanýar. 1999-njy ýylda onda paýnamalary satyn almak-satmak boýunça 17 mln. geleşik bellige alyndy. 2000-nji ýylyň maýynda Londonyň gazna biržasy bilen Nemes biržasynyň (Maýn boýundaky Frankfurt biržasy) goşuluşmagy bolup geçdi we köpçülikleýin korporasiýsa derejesi IX milletara iňlis-german gazna biržasy döredildi. Bu ýerde geleşikleri geçirmäge esas bolup nemesleriň XETRA kompýuter ulgamy hyzmat edýär.

Londonyň gazna biržasy (London Ctock Exchange) dünýäde iň gadymy gazna biržalarynyň biri bolup, ol 1973-nji ýylda döredilipdir, onuň resmi däl taryhy bolsa ondan 200 ýyl öň başlanypdy. Ýaňy-ýakyna çenli onuň assosiasiýa derejesi bardy: diňe şerekete birleşen şahsy taraplar onuň agzalary bolup bilýärdiler. 1986-njy ýylyň reformasyndan soň Londonyň gazna biržasy jogapkärçiligi çäklendirilen kompaniýa öwrüldi, market-maýkerler, şol sanda Altyn jähekli obligasiýalar boýunça market-maýkerler, dellalçylyk-dilerlik firmalary we käbir beýleki gatnaşyjylar onuň agzalary bolup durýarlar. Bir sesleri bolan dellalçylyk-dilerlik firmalary iri milli we daşary ýurt, köplenç, amerikan we ýapon täjirçilik banklarynyň golçur kärhanalary bolup durýarlar.

Londonyň biržasyna Geňeş ýolbaşçylyk edýär, ol işiň kanunçylyk-kadalaşdyryjy ugurlardan başlap düzgün-nyzam ugurlaryna çenli ähli taraplaryny dolandyrmak boýunça wezipäni amala aşyrýar. Onuň agzalarynyň sany dürli ýyllarda 3,5 müňden 4,0 müň adama ýetýär, olaryň 70 %-e golaýy dellallar we 30 %-i dilerler bolup durýar. Birža jogapkärçiligi çäklendirilen hususy kompaniýa derejesini alandan soň gatnaşyjylaryň sany 400-e çenli azaldy.

Biržanyň agzalary onuň çäklerinde erkin hereket edýärler we onuň jaýlaryndan peýdalanylandygy üçin töleg geçirýärler.

Biržada içerki işiň hemişelik reglamenti (tertibi) bar, ol agza bolmagyň we amallary geçirmegiň tertibini kesgitleýär, tertibiň berk berjaý edilmegi esaslandyryjylaryň esasy borjudyr.

Ýaňy-ýakyna çenli Londonyň gazna biržasynyň agzalarynyň arasynda wezipe alamaty boýunça maklerler (dellallar) we jobberler (dilerler) saýlanýardylar. Olaryň birinjisi öz adyndan ýa-da biržanyň müşderileriniň adyndan araçy wezipesini, ikinjileri bolsa öz adyndan, öz hasabyna amallary geçirýän we biržanyň müşderileri bilen geleşikler geçirmäge hukuklary bolmadyk söwdagärleriň wezipesini ýerine ýetirýärdiler. Jobberleriň esasy kontragentleri şol biržanyň maklerleri bolup durýardy; soňra beýleki gazna biržalarynyň agzalary hem kontragent boldular. Wagty tygşytlamak maksady bilen geleşikler «jentlmen ylalaşyklarynyň» esasynda, ýagny dil üstünden baglaşylýardy. Diňe şertnamalaryň aýry-aýry, has möhüm jähtleri ýazylyp bellenmäge degişlidi. Jobberler pudaklaýyn we ýurt ýörelgeleri boýunça gymmatly kagyzlarda ýöriteleşýärdiler.

Maklerleriň hem, jobberleriň hem birža zalyna goýberilýän çäkli işgärleri bar. Gullukçylaryň bu toparyna maglumatlary toplamakdan we bermekden başlap, biržanyň agzalarynyň tabşyrygy boýunça geleşikleri geçirmäge çenli wezipe berilýär. Şunuň ýaly gullukçylary hünär taýdan taýýarlamak ýörite mekdeplerde amala aşyrylýar.

1986-njy ýylyň reformasynyň netijesinde («Uly topalaň») biržanyň agzalaryny dellallara we dilerlere bölmek ýatyryldy. Olar hemmesi ähli wezipeleri ýerine ýetirip başladylar. Ses bermek hukugy şahsy taraplardan korporasiýalara geçdi. Maklerçilik firmalary gazna amallaryny geçirmekde monopol hukugy ýitirdliler, sebäbi korporatiw sektor, hususan-da, banklar, şol sanda daşary ýurt banklary tarapyndan bu firmalaryň özlerine birleşdirilmegi babatynda çäklendirmeler ýatyryldy. Indi banklar we beýleki maliýe edaralary, şol sanda daşary ýurt maliýe edaralary hem biržanyň agzalary bolup bilýärdiler.

Şeýlelikde, iri banklar gazna amallary ulgamynda hereket edip başgladylar, daşary ýurt maýa goýumçylary bolsa zerur bolan hereket erkinligini aldylar. Bu ýerde amerikan maýasy has işjeň hereket edip ugrady.

Birža tehnologiýalaryna kompýuter tehnikasyny giňden ornaşdyrmak amala aşyryldy. Londonyň biržasyny mundan beýläk hem özgertmek we onuň Nemes biržasy bilen goşulyşmagy Günba-

tar Ýewropanyň beýleki ýurtlarynyň gazna biržalarynyň işini kämilleşdirmek üçin itergi boldy.

Nyrh kesilen paýnamalar bilen geleşiklşeriň arasynda möhletli, ýagny spekulýatiw amallar agdyklyk edýär. Olar boýunça töleg möhleti ilkibaşda 14 iş gününe deň bolupdy, soňra 10 güne çenli, 1995-nji ýylda bolsa 5 güne çenli azaldy. Bu, esasan, opsion geleşiklerdir. Korporatiw we döwlet obligasiýalaryny satmak kassa amallary arkaly geçirilýär, töleg möhleti bir gije-gündize deňdir. Geleşikler boýunça hasaplaşyklar Londonyň gazna biržasynyň kompýuterleşdirilen hasaplaşyk-kliring ulgamynyň üstünden amala aşyrylýar.

Birža geňeşi gazna geleşikleriniň iň pes çäklerini hem belleýär: adaty paýnamalar we obligasiýalar üçin 1 müň funt sterling, beýlekiler üçin lot gymmatly kagyzlaryň azyndan ýüz birligine deň bolmalydyr.

Şeýle hem dellalçylyk hyzmat hakynyň kesgitli möçberi bellenýär: döwlet obligasiýalary bilen amallar boýunça – nominal bahanyň 0,375 %-i% korporatiw obligasiýalar üçin – bazar bahasynyň 0,75 %-i; paýnamalar üçin – bazar bahasynyň 1,25 %-i.

1986-njy ýylda Londonyň biržasynyň agzalary tarapyndan kesgitli hyzmat hakyny peýdalanmak hukugy ýatyrylandan soň olaryň möçberleriniň peselmegi bolup geçdi, gazna dolanyşygyna salynýan salgydyň möçberleri hem peseldi.

Londonyň gazna biržasy gymmatly kagyzlaryň listingini geçirmek babatynda ýurduň ygtyýarly edarasy, hakykatdan bu ulgamda kadalary bellemek babatynda monopolist bolup durýar. Beýk Britaniýada gymmatly kagyzlaryň listingini ýöriteleşdirilen kompaniýalaryň 2 müňden gowragy geçirýär (ABŞ-da 9 müňe golaý, Ýaponiýada 2,4 müň sany). Gymmatly kagyzlaryň hümmetine nyrh kesmegiň netijeleri her günde çap edilýär: paýnamalar üçin – bir paýnamanyň bahasy, obligasiýalar üçin bolsa – olaryň nominal bahasynyň göterimi çap edilýär. Birža tarapyndan gymmatly kagyzlara nyrh emitent kompaniýalardan gelip gowuşýan ýüztutmalaryň esasynda kesilýär.

Londanyň biržasy beýleki ýurtlaryň birža edaralaryndan tapawutlylykda, emitentler tarapyndan maglumatlaryň açylmagy babatynda berk kadalaryň bellenýändigine garamazdan, ýüztutma berýänlere aýratyn mukdar talaplaryny, mysal üçin, kompaniýalaryň möçberi-

leri we ş.m. barada talaplar bildirilmeýär. Ýüztutmanyň ýanyna bellenen sanawdaky resminamalar bukjasy goşulýar. Listing boýunça komissiýa tarapyndan bu resminamalara ekspertiza geçirilip, olar makullanandan soň emitent we onuň gymmatly kagyzlara barada maglumatlar metbugatda çap edilmäge degişlidir. Londonyň biržasynda dolanyşykda bolýan gymmatly kagyzlaryň görnüşleriniň sany häzirki wagtda 7 müňden gowrakdyr.

Listing geçmedik gymmatly kagyzlar birža geňeşiniň razylygy bilen söwda çykarylyp bilner. Şunuň bilen baglanyşykly 1980-nji ýyllaryň başyndan bäri Londonyň biržasynda ownuk we orta emitentleriň paýnamalary üçin bazaryň kiçiräk segmenti işleýär, ol alternatiw maýa goýum bazary diýip atlandyrylýar.

Londonyň gazna biržasynyň dolanyşygynyň aýratynlygy onda daşary ýurtlaryň gymmatly kagyz bazarynyň, hususan-da, daşary ýurtly emitentleriň paýnamalarynyň we ýewroobligasiýalaryň düýpli paýynyň bolmagydyr. London şu günki gün iri halkara maliýe merkezi bolmagyny dowam etdirýär.

Geleşikleri baglaşmagyň we ýerine ýetirmegiň söwda zalynda guramagyň däp bolan görnüşi soňy bilen gazna biržasynda nyrh kesmegiň awtomatlaşdyrylan ulgamyna öz ornuny berdi. 1986-njy ýylda amerikan NASDAQ ulgamyna meňzeş SEAQ elektron ulgamy işe girizildi. Bu ulgamda kabul edilen, gymmatly kagyzlar boýunça maglumat kompýuter ulgamynyň monitoryna çykarylýar we ondan peýdalanyjylar üçin elýeterli bolýar. Ulgam market-meýkerlere gymmatly kagyzlaryň kesilen nyrhyny monitora çykarmaga, beýleki peýdalanyjylara bolsa market-meýkerleriň üsti bilen geleşikler geçirmäge mümkinçilik berdi. Müşderileriň ýüztutmalary gowy baha diýilýän boýunça ýerine ýetirilýärdi we awtomatik usul bilen bellige alynýardy. 1997-nji ýylda buýruklary girizmek ýörelgesine esaslanýan SATS ulgamy ornaşdyryldy.

Beýik Britaniýada birža amallaryna salgyt salmagyň birnäçe görnüşleri peýdalanylýar. Meselem, gerb salgydynyň iň pes möçberi jemi pul möçberi 500 funt sterlingden geçmeýän geleşikler üçin 2 şillinge deňdir. Iri geleşikler boýunça salgyt möçberi ýokarydyr. Tnransfenrt salgydynyň möçberi geleşigiň gymmat möçberiniň 1%-ne

deňdir. Bellige alyş ýygymy, tölenen diwidendler üçin salgyt we 39 %-e golaý möçberdäki göterimler bar. Esaslyk maýanyň artdyrylandygy üçin salgyt paýnamalaryň çykarylan möçberiniň 0,5 %-ne we obligasiýalaryň emissiýasynyň 0,25 %-ne deňdir.

Birža işiniň maglumat üpjünçiliginiň möhüm guraly ***gazna indeksleridir***. Beýik Britaniýada Financial Times gazeti bilen Londonyň gazna biržasynyň bilelikdäki indeksler maşgalasy iň belli indeks bolup durýar. Indeksiň iň meşhur görnüşi baş harplar bilen şeýle aňladylýar: FT-SE 100 (Financial Times –Stock Exchahge Index); ol Britaniýanyň 100 sany öňdebaryjy kompaniýasynyň paýnamalarynyň hümmetini hasaba alýar, bu kompaniýalaryň paýyna Londonyň biržasynyň dolanyşyk gymmatynyň 70 %-e golaýy düşýär. Indeksi hasaplamak her minutda geçirilýär. FT-SE All-Share indeksi has doly indeks bolup durýar, ol işiň ähli ugurlarynda işleýän iňlis kompaniýasynyň 650-den gowrak paýnamalarynyň hümmetini hasaba alýar.

FT-SE maşgalasynyň indeksi ýurduň ykdysadyýetiniň aýry-aýry pudaklary boýunça hasaba alynýar. Milli indekslerden başga-da, FT-SE indeksini hasaplamak dünýäniň möhüm gazna bazarlary boýunça hem geçirilýär: Eurotrack 100 we FT-SE Eurotrack 200 Ýewropa sebitiniň iri kompaniýalarynyň paýnamalarynyň indeksi, şeýle hem bütindünýä indeksi FT-A World Index, ol ähli kontinetlerden bolan 24 ýurduň kompaniýalarynyň 2200-den gowrak paýnamalaryny hasaba alýar. Şeýle hem obligasiýalar boýunça hasaplanýan FT indeksleri hem bar.

12.4. Bazary düzgünleşdirmek

Beýik Britaniýada gymmatly kagyzlaryň bazary däp bolup gelşine görä, köplenç, oňa gatnaşyjylaryň özleri tarapyndan düzgünleşdirilýär.

Soňky wagtlarda 1985, 1989-njy ýyllarda kabul edilen görnüşinde Kompaniýalar hakyndaky kanun, 1985-nji ýylda kabul edilen Kompaniýalaryň gymmatly kagyzlary hakynda kanun (Insaýderler hakyndaky kanun), 1988-nji kabul edilen Maliýe hyzmatlary hakynda kanun döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň esasy kadalary boldy.

Kompaniýalar hakyndaky kanun paýdarlar we olara degişli paýnamalar bilen baglanyşykly kezzapçylyklar hakyndaky maglumaty açmagyň kadalaryny kesgitleýär, umumy ýygnaklaryň çagyrylmaly möhletlerini we tertibini, şeýle hem paýdarlaryň ynanýan adamlaryny bellemegiň tertibini belleýär. Insaýsderler hakynda kanun özüniň wezipe ýagdaýyna görä kompaniýanyň gymmatly kagyzlaryna degişli maglumatlary bilmeli adamlar, şeýle hem onuň paýnamalarynyň 10%-den gowragyna eýelik edýän adamlar tarapyndan şol kagyzlar babatynda gullyk maglumatlarynyň ynsapsyzlyk bilen peýdalanylandygy üçin jenaýata çekmegi göz öňünde tutýar.

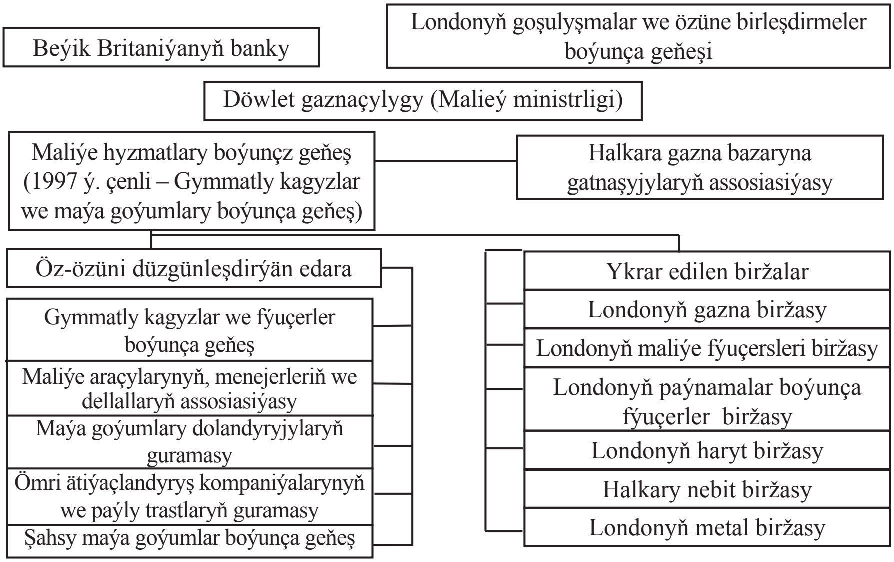
Maliýe hyzmatlary hakynda kanun gymmatly kagyzlar bazaryndaky professional işi, maliýe we döredilen gurallary, şol sanda geňeş hyzmatlaryny etmegi ygtyarlylandyrmagyň hökmandygyny belleýär; obýektiw maglumatlaryň gizlenendigi we maýa goýumçylary ýalňyşdyryp biljek maglumatlaryň ýaýradylandygy jogapkärçiligi belleýär.

Ýokarda görkezilen kadalaryň berjaý edilişine gözegçilik etmek, esasan, öz-özüňi düzgünleşdiriş guramalarynyň ygtyýarlygyna degişlidir. 1997-nji ýyla çenli ýurtda düzgünleşdirmek boýunça esasy edara bolup Gymmatly kagyzlar we maýa goýumlar boýunça geňeş çykyş edýärdi, häzirki wagtda ol Maliýe hyzmatlary boýunça geňeş diýlip atlandyrylýar. Onuň düzümine bazara professional gatnaşyjy bolup durýan dürli guramalaryň wekilleri girýär. Geňeş täjirçilik kompaniýasy däldir, onuň giň ygtyýarlyklary bolup, formal taýdan Döwlet gaznaçylygyna (Maliýe ministrligine) tabyndyr. Düzgünleşdirmek boýunça esasy edaralara Angliýanyň banky we Londonyň goşulyşmalar we özüne birleşdirmeler boýunça geňeşi degişlidir.

Beýleki edaralary öz-özüni düzgünleşdirýän guramalara we ykrar edilen biržalara bölüp bolar. Olar Maliýe hyzmatlary boýunça geňeş tarapyndan özlerine berlen belli bir wezipeleri ýerine ýetirýärler. Hususan-da, Gymmatly kagyzlar we fýuçersler boýunça geňeş has giň ygtyýarlyklara eýe bolmak bilen, olary özüne agzalyga kabul etmek arkaly kompaniýalaryň gazna bazaryndaky işini ygtyýarlylandyrýar, maýa goýumçylaryň ýitgileriniň üstüni ýapmak boýunça gaznany dolandyrýar (*29-njy tablisa*).

29-njy tablisa

Beýik Britaniýanyň gymmat bahaly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirýän edaralaryň düzümi we ýerleşiş tertibi



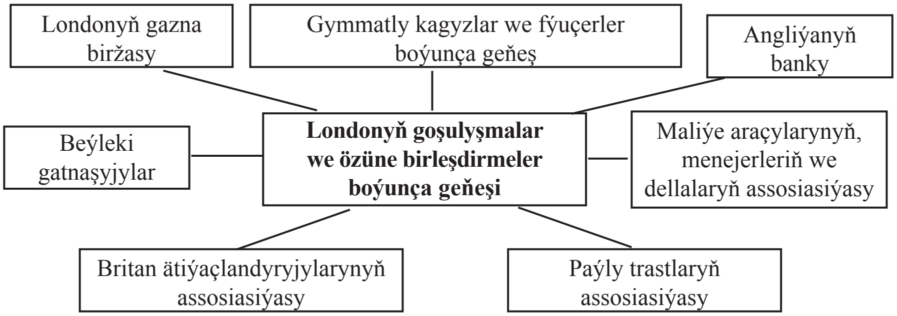
Angliýanyň banky öz abraýyna daýanmak bilen, döwlet obligasiýalarynyň bazaryny düzgünleşdirýär, market-meýkerleriň işini ygtyýarlandyrýar we gözegçilik edýär, Londonyň gazna biržasyna agzalyga girýänlere maslahat (rekomendasiýa) berýär. Maliýe bazarynyň professional guramalarynyň işine gatnaşýar.

Londonyň goşulyşmalar we özüne birleşdirmeler boýunça geňeşi birnäçe täsirli guramalaryň wekillerini içine alýar.

Ol Londonyň gazna biržasynyň jaýynda ýerleşýär we özüniň işläp taýýarlan resminamalarynyň, ýagny Goşulyşmalar we özüne birleşdirmeler boýunça kodeksiň we Paýnamalaryň iri bukjalaryny satyn almagyň kadalarynyň berjaý edilişine gözegçilik edýär. Bu düzgünnamalaryň berjaý edilmezligi hukuk jogapkärçiligine getirmeýär, ýöne bazara professional gatnaşyjylar üçin ýaramaz netijelere getirip biler, çünki olar öz-özüňi dolandyryş guramalarynyň bolmanda biriniň agzasy bolup durýar (*30-njy tablisa*).

30-njy tablisa.

Londonyň goşulmalar we özüne birleşdirmeler boýunça geňeşi



Maliýe bazarlaryny dolandyrmak boýunça reformalaryň geljekki ösüşi 2000-nji ýylda Maliýe hyzmatlary we bazarlary hakynda kanunyň peýda bolmagyny öňünden kesgitledi, bu kanunalaýyklykda Maliýe hyzmatlary boýunça geňeş ýurduň gazna bazarlaryny düzgünleşdirmek ýeke-täk edara bolmalydyr, oňa ozal Angliýanyň bankynyň we beýleki edaralaryň ygtyýarlygyna degişli bolan wezipeler berilýär.

Beýik Britaniýanyň gymmatly kagyzlar bazary dünýäde iň öçen we has guramaçylykly bazar bolup durýar. Häzirki wagtda onuň internasionallaşmagy bolup geçýär: onuň işine güýçli täsir eden köp asyrlyk däpler häzirki wagtda ösüşiň häzirki zaman meýillerine öz ornuny berýär.

XIII bap FRANSIÝANYŇ WE ITALIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

13.1. Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazary

Birinji bazar. Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazary Ýewropada iň gadymy bazarlaryň biridir. XVIII asyryň ahyrlaryndan başlap ol esasy birža bazary hökmünde ösüp başlady, şol wagtlar ol 1789-njy ýylda öz işine resmi taýdan başlan Parižiň gazna biržasyndan ybarat bolupdyr. Parižiň biržasy, soňra bolsa Fransiýanyň beýleki gazna biržalary XIX asyrda we XX asyryň başynda bir wagtyň özünde gymmatly kagyzlaryň birinji we ikinji bazarlary hökmünde hereket edipdirler. Gazna biržalary täze emissiýalary, esasan, paýnamalary kabul edipdirler, soňra olary ikinji gezek satyn almak-satmak bolup geçýärdi. Bu mehanizm 1930-njy ýyllara çenli dowam etdi we diňe 1929–1933-nji ýyllaryň çökgünliginden soň gymmatly kagyzlaryň birinji bazary emele gelip başlady. Onuň iň ýokary ösüş döwri XX asyryň 70–80-nji ýyllaryna gabat geldi, bu birinjiden, 1960-njy ýyllarda fransuz ykdysadyýetiniň Aziýada we Afrikada uly möçberde kolonial welaýatlaryň bolmagy bilen kesgitlenýändigi, ikinjiden, Ýewropada goşulyşmagyň işjeň ösmegi, üçünjiden, Ýewropanyň özünde, şeýle hem onuň daşynda bäsleşigiň ýitileşmegi bilen baglanyşykly bolupdy. 1960-njy ýyllarda Fransiýada ylmy-tehniki rewolýusiýanyň gazananlarynyň esasynda senagaty we infrastrukturany döwrebaplaşdyrmak başlanýar, ol esli möçberde pul serişdelerini talap edýärdi, bu serişdeler gymmatly kagyzlaryň täze emissiýasynyň, esasan hem fransuz kompaniýalarynyň we korporasiýalarynyň obligasiýalarynyň emissiýasynyň amala aşyrylýan ýeri bolan biržadan daşary birinji bazaryň hasabyna bölekleýin üpjün edildi. Fransiýa şunda ABŞ-nyň we beýleki ýurtlaryň tejribesinden peýdalandy. Gymmatly kagyzlar bazary Fransiýada resmi taýdan 1961-nji ýylda döredildi. Bu ýerde araçy hökmünde täjirçilik banklary tarapyndan döredilýän emission sindikatlar hereket edýärler, olar belli bir senä görä ýa-da bellenen möhletiň dowamynda anderraýting

(ýazylyşyk) geçirýärler. Bu sindikatlar biržadan daşary birinji bazarda täze emissiýalaryň bir bölegini ýerleşdirýärler, galan bölegi gazna biržasyna gidýär. Täze emissiýa birinji we ikinji birža bazarlarynyň arasynda bölünýär, bu fransuz gymmatly kagyzlar bazarynyň aýratynlygyny şertlendirýär. Sindikatlar gymmatly kagyzlaryň çykarylan ähli möçberine öňünden bellenen hümmet boýunça ýazylýarlar we olary öz agzalarynyň arasynda paýlaýarlar. Ýerleşdirmek töwekgelçiligini paýlamak üçin kepillendiriş sindikaty hem döredilýär, ol diňe kagyzlaryň ýerleşdirilmedik bukjalaryna ýazylmak bilen, gymmatly kagyzlary ýerleşdirýär. Emission we kepillendiriş sindikatlarynyň özara hereketleri bilen Fransiýanyň birinji biržadan daşary bazarynda täze emissiýalaryň ýerleşirilmegi üpjün edilýär.

Emission sindikatlaryň iki görnüşli bolýar: Pariž sindikaty, ol beýleki agzalar üçin raýdaşlyk jogapkärçiligini çekýär, Lion sindikaty bu jogapkärçiligi inkär edýär.

Anderraýtingden (ýazylyşyk) başga-da, birinji bazarda «köpçülikleýin teklip» hem hereket edýär, şunda başlangyç bilen çykyş edýän topar banklaryň wekilçiliginde maýa goýumçylaryň rolunda çykyş edýän kanuny we şahsy taraplara gymmatly kagyzlaryň täze emissiýasyny satyn almagy teklip edýär.

Birinji bazarda emitentler hökmünde, düzgün bolşy ýaly, obligasiýalaryň we zaýomlaryň täze emissiýalarynyň hasabyna özüniň önümçilik enjamlaryny we tehnologiýalaryny täzelemek üçin pul serişdelerini jemlemek isleýän iri senagat, söwda we ulaglar kompaniýalary çykyş edýärler. Maýa goýumçylaryň rolunda bolsa, düzgün bolşy ýaly, depozit we işewürlik banklary, ätiýaçlandyryş kompaniýalary, hususy pensiýa gaznalary we ş.m. çykyş edýärler. Şu bazarda ýuridik şahs bolan daşary ýurt maýa goýumçylary hem işjeň iş alyp barýarlar.

Fransiýanyň birinji bazary ABŞ-nyň, Ýaponiýanyň, Angliýanyň, GFR-iň birinji bazarlaryndan özüniň möçberi, mehanizmleriniň kämilligi, amallaryň çaltlygy we gerimi, gymmatly kagyzlaryň köpdürlüligi boýunça yza galýar. 1980–1990-njy ýyllarda ol Fransiýada pul maýasyny mikro we makro derejelerde zerur möçberde jemlemegi üpjün etmek bilen, amallaryň gerimleriniň giňelmeginiň,

mehanizmleriniň kämilleşmeginiň, gymmatly kagyzlaryň sanynyň artmagynyň, täze emitentleri we maýa goýumçylary çekmegiň hasabyna çalt depginler bilen ösdi, giňeldi we çylşyrymlaşdy.

Ikinji bazar. Gazna bazaryna 6-njy bapda giňişleýin seredilipdi. Bu ýerde Parižiň gazna biržasynyň fransuz gazna biržalarynyň arasynda iri birža bolup durýandygyny belläp geçmek gerek. 1989-njy ýylda birža amallar zalynda geçirilýän söwda ulgamyndan ýüz öwürdi we ony Gazna dellallarynyň assosiasiýasynyň elektron söwda ulgamyna çalşyrdy. Fransuz paýnamalarynyň ählisiniň bazarda maýalaşma derejesi 302 mlrd. dollara golaýdyr diýip baha berilýär. Bu Londonyň gazna biržasyndan we tutuşlygyna alanyňda, Germaniýanyň gazna biržalaryndan soň üçünji ýerdir.

Bazaryň ösüşiniň esasy meýilleri. Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazarynda gymmatly kagyzlaryň nusgawy görnüşleriniň ähli görnüşleri (paýnamalar, hususy we döwlet obligasiýalary), döredilen gymmatly kagyzlar, şeýle hem maliýe gurallary dolanyşykda bolýar. Gymmatly kagyzlar bazaryna (birinji we ikinji bazarlar) döwletiň gymmatly kagyzlarynyň agdyklyk etmegi häsiýetlidir, gaznaçylyk bonlarynyň emissiýasy giňden ýaýrandyr, olaryň bir bölegi ilat tarapyndan, beýleki bölegi karz-maliýe institutlary tarapyndan satyn alynýar. Döwlet gaznaçylyk bonlarynyň şertlerini, möhletini, göterim möçberlerini, salgyt salnyşyny üýtgetmek bilen olaryň gymmatly kagyzlar bazarynda ýerleşdirilişini işjeň düzgünleşdirýär. Gaznaçylyk bonlary 1 ýyldan 5 ýyla çenli möhlet bilen çykarylýar.

Döwlet býujetiniň üstüni ýapmak üçin döwlet 10-15 ýyla çenli möhlet bilen obligasiýalary çykarýar. Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň möçberinde ýerli häkimiýet edaralarynyň obligasiýalary, hususan-da, prefekturalar tarapyndan maliýe serişdeleriniň üstüni ýetirmek we ýerli býujetleriň ýetmezçiliginiň üstüni ýapmak üçin çykarylýan obligasiýalar möhüm orun eýeleýär.

Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazarynda hususy kagyzlar hökmünde paýnamalar we obligasiýalar dolanyşykda bolýar. Olaryň köp bölegi, esasan hem obligasiýalar, birinji bazaryň üstünden geçýär.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň möhüm aýratynlygy ilatyň maýa goýumçy hökmünde gatnaşygynyň pes derejede bolmagydyr. 1970-nji ýyllaryň ahyrynda, 1980-nji ýyllaryň başynda ilatyň pul

toplanmalarynyň diňe 65%-i gymmatly kagyzlara goýlupdyr. Gymmatly kagyzlary saklaýjylaryň paýy 3,5 mln. adama deňdi, şol döwürde ABŞ-da ilatyň gymmatly kagyzlara goýan pul süýşürintgileriniň paýy 25%-e, Angliýada 15%-e, Ýaponiýada 20%-e, GFR-de 12%-e deň bolupdy. Bu birinjiden, ilatyň girdejileriniň derejesi, ikinjiden, fransuz ilatynyň ileri tutýan zatlary (fransuzlar däp bolşuna görä banklara goýum goýmagy we altyn satyn almagy gymmatly kagyzdan ileri tutýarlar) bilen şertlendirilendir. Fransiýada paýnamalara eýelik etmegiň gurluşy hem tassyklaýar: şahsy taraplar – 10,9%, institusional maýa goýumçylar 42,9%, döwlet – 10,6%, daşary ýurtlular – 36,0%.

Ilatyň gymmatly kagyzlara goýum goýmagyny höweslendirmek üçin, Ikinji jahan urşundan soň ilatyň çekilen serişdelerini gymmatly kagyzlary satyn almak üçin peýdalanýan ýörite edaralar döredildi.

Fransiýanyň birinji gymmatly kagyzlar bazarynda has peýdaly täze emissiýalar ilatyň arasynda uly islegden peýdalanýarlar, ýöne olar hem 20% derejeden ýokary bolmaýar; galan bölegi institusional maýa goýumçylara – banklara, ätiýaçlandyryş kompaniýalaryna, hususy pensiýa gaznalaryna we ş.m. satylýar.

1970–1980-nji ýyllarda ilatyň süýşürintgilerini gymmatly kagyzlar bazaryna gönükdirmek üçin, kärhanalaryň we kompaniýalaryň çäklerinde kärhanalaryň süýşürintgiler meýilnamasy diýilýänler guraldy, olar işçileriň dürli hajatlary üçin (maýyplyk, aradan çykmagy, pensiýada ideg edilmegi) zähmet hakynyň goşmaça gaznalaryny döretmegi göz öňünde tutýardy. Bu gaznalaryň serişdeleri banklaryň süýşürintgi hasaplarynda saklanyp, şol kärhananyň paýnamasyny hem goşmak bilen, gymmatly kagyzlary satyn almaga gönükdirilýärdi. Bu hakykatdan gymmatly kagyzlara mejbury goýum, ýagny ilatyň pul süýşürintgilerini mejbury jemlemek bolup durýardy. Ilatyň süýşürintgilerini jemlemek üçin maýa goýum klublary (paýdarlar klublary) hem döredildi, oňa birnäçe adam (10–15-e golaý) tarapyndan ilkibaşky we soňky gatançlar geçirilip, soňra olar dürli gymmatly kagyzlara goýulýar.

Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazary halkara maýa bazarynyň elementleriniň biri hökmünde ösýär; onda ýewrowalýutalaryň,

ýewroobligasiýalaryň we ýewropaýnamalaryň uly möçberleri ýerleşdirilýär, olaryň emitentleri bolup, düzgün bolşy ýaly, transmilli korporasiýalar, maýa goýumçylar bolup transmilli banklar, ätiýaçlandyryş we maýa goýum kompaniýalary, hususy pensiýa gaznalary çykyş edýärler.

1999-njy ýylda amallary elektronlaşdyrmak meýillerini nazar almak bilen, Parižiň gazna biržasynda elektron söwda meýdançasy (NSS) döredlildi. Onda birinji we ikinji bazarlar, şeýle hem döredilen gymmatly kagyzlaryň bazary, kliring we beýleki hasaplaşyklar birleşdirildi. Mundan başga-da, 2000-nji ýylyň martynda Parižiň biržasy Brýusseliň we Amsterdamyň biržalary bilen birleşdi, onuň netijesinde ýöriteleşdirilen hyzmatlary amala aşyrmak üçin Euroueht bir bitewi söwda ulgamy döredildi. Indi Parižiň gazna biržasy paýnamalaryň, Amsterdamyň biržasy döredilen kagyzlaryň, Brýusseliň biržasy bolsa uly bolmadyk kompaniýalaryň paýnamalarynyň söwdasyny geçirýär.

Ýewropa Birleşiginiň çäklerinde mundan beýläkki goşulyşma çäreleri 2002-nji ýylda ýewronyň dolanyşyga goýberilmegini goşmak bilen, Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň halkara derejesini ýokardandyrdy, ol milli, şeýle hem halkara gymmatly kagyzlary bilen amallary ösdürmek üçin täze itergi aldy.

13.2. Italiýanyň gymmatly kagyzlar bazary

Bazaryň ösüşiniň umumy meýilleri. Italiýanyň gymmatly kagyzlar bazary onuň ykdysadyýetini maliýeleşdirmegiň möhüm çeşmeleriniň biridir. Onuň ösüşi italýan ykdysadyýetiniň aýratynlyklary bilen kesgitlenýär. XIX asyryň ahyryna çenli Italiýa yzagalak agrar ýurt bolup durýardy, kapitalistik bazar gatnaşyklarynyň çalt depginler bilen ösüşi 1870-nji ýyllardan başlanýar. Içerki bazaryň darlygy, ýeterlik derejede çig mal we ýangyç binýadynyň bolmazylygy, saklanyp galýan feodal gatnaşyklar ýurtda kapitalizmiň ösmegine päsgel berýärdi.

XIX asyryň we XX asyryň sepgidinde Italiýa Gündogar we Demirgazyk Afrikada (Eritreýada, Somalide, Liwiýada) kolonial basyp alyşlara we ýerleri paýlaşmaga işjeň gatnaşdy. Birinji ja-

han urşunda Italiýa Antantanyň tarapyndan bolup gatnaşdy, şunda özüniň daşarky we ykdysady syýasatyny ösen ýurtlaryň, hususanda, Angliýanyň we Fransiýanyň syýasatyna uýgunlaşdyrdy. Bu Italiýanyň ykdysadyýetiniň ösüşinde we gurluşynda belli bir yz galdyrdy. Ýurduň Birinji jahan urşuna gatnaşmagy önümçiligiň we maýanyň bir ýere jemlenmegini düýpli çaltlandyrdy. Agyr senagatda Ansaldo, awtotomobil senagatynda Fiat, harby senagatda Breda ýaly iri kompaniýalar, banklar we ätiýaçlandyryş kompaniýalary gutarnykly emele geldi. Paýnamalaryň we obligasiýalaryň uly möçberlerde çykarylmagy gymmatly kagyzlar bazarynyň giňelmegine ýardam etdi. 1922-nji ýylda faşistik diktaturanyň guralmagy we 1930-njy ýyllarda ykdysadyýetiň harbylaşdyrylmagy senagatyň mundan beýläk hem ösmegini we senagatda ýarym döwlet we hususy kompaniýalaryň peýda bolmagyny şertlendirdi, bu bolsa gymmatly kagyzlar bazarynyň ösmegi üçin amatly şertler döretdi. Şol döwürde hususy kompaniýalar, şeýle ýarym döwlet kärhanalar tarapyndan gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň giňeldilmegi bolup geçýär. 1925–1931-nji ýyllarda gymmatly kagyzlaryň bahasy (hususy we döwletiň gymmatly kagyzlary) 500 mln. dollardan gowrak boldy; şunda 200 mln. dollarlyk kagyzlary amerikan kompaniýalary satyn aldy. Täjirçilik banklary esasy maýa goýumçylar boldular, olar öz depozitleriniň we gündelik hasaplarynyň 80%-ni senagat konsernleriniň paýnamalaryna goýdular. 1929-1933-nji ýyllaryň çökgünligi paýnamalaryň bahasynyň gaçmagyna getirdi, faşistik düzgün banklary goldamak üçin olary gymmat bahadan satyn aldy.

Ykdysadyýetiň harbylaşdyrylmagy, öňi bilen işläp bejeriji senagaty (awtomobil, awiasiýa, gämi gurluşyk, takyk maşyn gurluşygy, himiýa, rezin, metallurgiýa senagatyny) döwrebaplaşdyrmak üçin pul serişdelerini talap etdi. Şol döwürde iri italýan kompaniýalary artan harajatlaryň we çykdajalyryň bir bölegini gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň hasabyna maliýeleşlirdiler. 1920-nji ýyllarda hususy obligasiýalaryň iri emitentleri Edisson, Merdionale (elektrotehnika), Terni (metallurgiýa), Boreda (harby) kompaniýalary boldy; olaryň emissiýasynyň umumy möçberi 47 mln. dollara deň boldy. Uly italýan kompaniýalary tarapyndan çykarylan paýnamalaryň bahasy 115 mln. dollara deň boldy. Bu paýnamalaryň bir bölegi ABŞ-nyň kompa-

niýalary, beýleki bir bölegi bolsa Italiýanyň özüniň karz institutlary we kompaniýalary tarapyndan satyn alyndy. Hut şu döwürde italýan ykdysadyýetiniň monopolistik gurluşlary aýdyň emele gelip ugraýar, bu ýerde Fiat, Edisson, Pirelli, Italcementi, Montekatini, ESSO, Olivetti, Snia-Viskosa, Eridenia, SME ýaly maliýe-senagat toparlary agalyk ediji ýagday eýelediler.

Ikinji jahan urşundan soň ykdysadyýeti dikeltmek döwri başlandy. Uruşdan soňky weýrançylyk, bazar gatnaşyklarynyň çäklendirilmegi, reparasiýalar, koloniýalaryň ýitirilmegi köp babatda ykdysadyýetiň, karz-maliýe ulgamynyň we gymmatly kagyzlar bazarynyň geljekki ösüşini kesgitledi.

1950-nji ýyllarda ykdysadyýetiň dikeldilmegi gymmatly kagyzlar bazarynyň hem dikeldilmegine getirdi, ol 1960-njy ýyllardan başlap işjeň hereket edip başlady, Italiýanyň 1957-nji ýylda Umumy bazara girmegi we Marşallyň meýilnamasynyň çäklerinde ABŞ-nyň kömek bermegi muňa uly ýardam berdi. Şunda italýan ykdysadyýetiniň ozalky monopolistik gurluşy saklanyp galdy, döwletiň gatnaşmagynda birnäçe iri kompaniýalar döredildi.

Emele gelen gymmatly kagyzlar bazary iki segmentden, ýagny birinji (biržadan daşary) we ikinji (birža) bazarlardan durýardy we on sany gazna biržalaryndan ybaratdy. Onuň çalt depginler bilen ösüşi 1960-1980-nji ýyllara, ýagny ylmy-tehniki rewolýusiýanyň gazananlarynyň we Günbatar döwletleriň arasynda bäsleşigiň güýçlenmeginiň täsiri bilen italýan senagatynyň döwrebaplaşlyrylýan döwrüne gabat gelýär. Şunuň ýaly şertlerde gymmatly kagyzlar bazary, 1998-nji ýyla çenli peýdadan alynýan salgytlaryň ýokary bolmagynyň gymmatly kagyzlaryň, aýratyn hem paýnamalaryň çykarylyşyny bökdändigine garamazdan, ykdysadyýeti maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesi hökmünde möhüm rol oýnady.

Birinji bazar. Italiýanyň birinji bazary 1920-nji ýylllarda döredi we Ikinji jahan urşy başlanýança çalt depginler bilen ösdi, şol döwürde esasy gymmatly kagyzlar hususy we döwlet obligasiýalary, esasy emitentler bolsa bazary öz önümçiliklerini ösdürmek, enjamlary we tehnologik prosesleri döwrebaplaşdyrmak üçin goşmaça pul

serişdelerini almak maksady bilen peýdalanýan iri italýan kompaniýalary we korporasiýalary bolup durýardy.

Uruşdan soň birinji bazar 1960-njy ýyllaryň başynda dikeldildi, soňra bolsa ösmegini dowam etdirdi. Beýleki Günbatar ýurtlarynda bolşy ýaly ol barha obligasiýa bazaryna öwrülýärdi: bu ýere iri italýan kompaniýarynyň we korporasiýalarynyň obligasiýalarynyň täze emissiýalary gelip gowuşýardy. Hususy obligasiýalaryň emissiýalarynyň möçberi paýnamalaryň emissiýalarynyň möçberinden agdyk gelýärdi we 1982-1989-njy ýyllarda, degişlilikde, 353,7 we 113,8 mlrd. lira deň boldy. Bazarda esasy gymmatly kagyzlar 1960–1980-nji ýyllarda hususy obliasiýalar, paýnamalar, şeýle hem döwlet obligasiýalary bolup durýardy.

Döwlet kompaniýalarynyň bir böleginiň hususylaşdyrylmagy birinji bazaryň giňelmegine ýardam etdi. 1999-njy ýylda paýnamalaryň köpçülikleýin ýerleşdirilmegi geçirildi, olar institusional maýa goýumçylar we esasan, italýanlar bolup duran 4 mln. hususy maýa goýumçylar tarapyndan satyn alyndy.

Italiýanyň ENI iri garyşyk nebit-gaz kompaniýasy 2000-nji ýylyň tomsunda hökümetiň zor salmagy bilen döwletiň paýnamalar bukjasynyň 36%-ni satmagy maksat edindi. Onuň diňe 15%-niň ýerleşdirilmegi býujete 6,2 mlrd. dollar getirer.

Hususy obligasion zaýomlaryň köp möçberiniň mukdarynyň ýerleşdirilýän ýeri bolan biriniji bazaryň işiniň netijesinde Italiýada ykdysadyýetiň pudaklaýyn gurluşyny üýtgedip gurmak amala aşyryldy, ykdysadyýetiň täze pudaklary (nebit hiimiýasy, elektronika, maglumat pudaklary) döredildi, ykdysadyýetiň ösüş depginleri artdyryldy, önümçilik gaznalaryny giň gerimli täzelemek geçirildi. Bu bolsa Italiýa Umumy bazaryň çäklerinde öz ýagdaýyny berkitmäge we 1990-njy ýyllarda durnukly ykdysady ösüşi üpjün etmäge mümkinçilik berdi.

Şeýle-de bolsa Italiýanyň birinji bazary öz gerimi we maýalaşma derejesi boýunça Angliýanyň, GFR-iň, Fransiýanyň bazarlaryndan yza galýar, bu ýagdaý Italiýada köp kompaniýalaryň däp bolup gelşine görä, täjirçilik we beýleki banklaryň karzlary görnüşinde gysga möhletli we ortaça möhletli çekilen serişdelerden ugur alýandyklary bilen şertlendirilendir.

Ikinji bazar. Häzirki wagtda Italiýada on sany gazna biržasy bar, olar Bolanýe, Florensiýa, Geniýa, Milan, Neapol, Rim, Palermo, Turin, Triýesta we Wenesiýa şäherlerinde hereket edýärler. Emma esasy rol olaryň altysyna, ýagny Milian, Geniýa, Turin, Florensiýa, Wenesiýa we Neapol şäherlerinde ýerleşýän biržalara degişlidir. Italiýanyň iň uly we esasy gazna biržasy Milanyň gazna biržasydyr. Italiýada biržalaryň maýalaşma derejesi 1990-njy ýylda 109 mlrd. EKÝU ýa-da ähli Günbatar Ýewropanyň möçberiniň 5,4%-ne, 2001-nji ýylda bolsa 527 397 mln. dollara deň boldy.

Italiýanyň gazna biržalarynyň özüne mahsus aýratynlygy bardyr. Gazna biržalarynyň ählisi döwlet edaralary bolup durýar; olar ýerli söwda palatalarynyň teklip etmegi boýunça Italiýanyň Prezidentiniň Permanyna laýyklykda döredilýär. Gazna biržalary gymmatly kagyzlaryň biržadaky dolanyşygynyň we olary satmagyň umumy tertibini kesgitleýän birnäçe kanunlara gollanýar. Biržalaryň işine gözegçilik etmegi Maliýe ministrligi, şeýle hem ýerli söwda palatalary we kompaniýalaryň we biržalaryň işi baradaky milli komissiýa geçirýär. Maliýe ministrliginiň wekilleri, düzgün bolşy ýaly, biržanyň ýolbaşçy edaralarynyň mejlislerine gatnaşýarlar. Maliýe ministrliginiň wekili paýnamalaryň kesilen nyrhlaryny çap etmegi amala aşyrýan komissiýa ýolbaşçylyk edýär; ol dellallaryň işini hem barlap biler. Şeýlelikde, ikinji birža bazaryna gözegçilik etmekde esasy rol Maliýe ministrligine degişlidir, bu bolsa ykdysadyýetde döwlet eýeçiliginiň ýa-da garyşyk eýeçiligiň bolmagy bilen şertlendirilendir. Döwlete döwletiň kompaniýalary ýa-da kompaniýalar tarapyndan çykarylýan gymmatly kagyzlaryň hereketine we olaryň bazaryna gözegçilik etmek zerurdyr.

Gazna biržalaryna ýolbaşçylygy birža deputasiýalary (birža komitetleri) ýa-da dellallaryň ýerine ýeririji komitetleri amala aşyrýarlar. Olaryň birinjisi maliýe ministriniň çözgüdi boýunça emele getirilýär we ministrligiň bir wekilini, Merkezi bankyň (Italýan bankynyň) biriki wekilini ýerli söwda palatalarynyň wekillerini içine alýar; ikinjisi kanuna laýyklykda döredilýär, dellallaryň bähbitlerine wekilçilik edýär we olaryň işini düzgünleşdirýär. Şeýle hem komitetler nyrhlary bellemegiň tertibini kesgitleýärler, dellallaryň arasyndaky je-

delleri çözýärler, birža deputasiýalarynyň tabşyrygy boýunça birža polisiýasynyň işine ýolbaşçylyk edýärler.

Italiýanyň gazna biržalarynda bellige alnan dellallar işleýärler, olaryň döwlet gullukçylary derejesi bolýar we ýurduň prezidentine tabyndyrlar. Dellallary seçip almak Maliýe ministrligi tarapyndan bäsleşik esasynda, ýörite talaplary bildirmek bilen geçirilýär (ýurduň raýaty bolmak, ýaşyň 27-den pes bolmazlygy, doly işe ukyplylyk, batyp galmak talap arzalarynyň bolmazlygy, özüňi tertip-düzgünli alyp barmak we işde halallyk, ykdysadyýet, statistika ýa-da hukuk babatda ýokary bilim, azyndan 5 ýyl gazna biržasynyň işgäri bolup işlemek ýaly talaplar bildirilýär). Dellal işe girişmek bilen pul ýa-da döwlet obligasiýalary bilen kepillendiriş gatanjyny geçirmelidir. Mundan başga-da, dellalyň jogapkärçiligi Dellallaryň ýerine ýetiriji komitetiniň ýörite gaznasy tarapyndan hem kepillendirilýär. Biržada işleýän her bir dellalyň bir ýa-da iki kömekçisi bolup biler, olaryň kandidaturalary dellallar komiteti we Maliýe ministrligi tarapyndan tassyklanýar. Ol ýa-da beýleki biržada işleýän dellallaryň sany biržanyň ululygyna we onda geçirilýän amallaryň möçberine baglydyr (Milanyň gazna biržasynda dellallar has köp bolup, olaryň sany 130 adama ýetýär, olaryň iň az ýeri Wenesiýanyň biržasy bolup, bu ýerde 8 dellal işleýär). Dellallaryň hyzmat hakynyň möçberlerini Italýan dellallarynyň assosiýasiýasy bilen geňeşden soň Maliýe ministrligi belleýär.

Uly reformalar geçirilenden soň daşary ýurt kompaniýalaryna biržalaryň nyrh kesiş listlerine öz paýnamalaryny goşmaga rugsat berildi. Biržada agza bolmak üçin uzak wagtyň dowamynda möhüm şert hasaplanan «içeri» söwda 1991-nji ýylda bikanun hasap edildi. Hasabata bildirilýän talaplar ýokarlandyryldy. Indi uly bolmadyk paýnamalar bukjasynyň eýeleri özüne birleşdirilende satyn alma bahasy barada ýa-da özüne birleşdirmegiň özi barada maglumat alyp bilerler.

Söwda däp bolan amallar zalynda söwda nokatlarynda geçirilýär; şeýle hem döwlet obligasiýalary, opsionlar we walýuta bilen geleşikler üçin nokatlar bar. Paýnamalar bilen geleşikleriň köpüsi biržadan daşarda bolup geçýär.

Italiýada ikinji birža bazarynda hususy korporasiýalaryň we kompaniýalaryň paýnamalary, döwlet obligasiýalary, şeýle hem goz-

galmaýan emläk girewi bilen üpjün edilen hususy obligasiýalar satyn alynýar we satylýar. Ýerli häkimiýet edaralarynyň (prowinsiýalar, munisipalitetler) emitirleýän obligasiýalary birža çykarylýar. Ýöne bu ýerde hem paýnamalar agdyklyk edýär. Ähli kagyzlar ygtybarlylyk, hil we üpjünçilik babatda rugsat almak düzgüninden geçirilýär. Kompaniýa özüniň gymmatly kagyzlaryny birža çykarmaga rugsat bermek baradaky arzany Kompaniýalaryň we biržalaryň işi baradaky komitete iberýär, nyrh kesmäge rugsat bermek baradaky çözgüt bolsa Birža deputasiýasynyň we Dellallaryň ýerine ýetiriji komitetiniň netijenamasyna laýyklykda ýerli Söwda palatasy tarapyndan kabul edilýär we Italiýanyň Maliýe ministrligi tarapyndan gutarnykly tassyklanýar. Daşary ýurt kompaniýalary üçin hem şonuň ýaly kadalar hereket edýär, şeýle hem şol kagyza öz ýurdunyň biržasynda nyrh kesilendigi barada maglumat talap edilýär, ähli resminamalar italýan dilinde taýýarlanmalydyr. Italiýanyň biržasyna çykmaga rugsat berlen kompaniýalar yzygiderli esasda hasabatlary, balanslaryny, şeýle hem hukuk we maliýe babatdaky üýtgetmelere degişli maglumatlary bermelidirler. Gazna biržalaryna rugsat almagyň mukdar şertleri italýan kompaniýalary we daşary ýurt kompaniýalary üçin birmeňzeşdir. Ýüztutmalara biržanyň ekspertleri 10–15 aýyň dowamynda seredýärler; biržanyň ýörite komiteti paýnamalaryň ilkibaşky hümmetine baha berýär, biržada bu hümmet ýokary bolup bilmez.

1956-njy ýyldan başlap rezident dällere italýan dellallarynyň, banklaryň we beýleki araçylaryň üsti bilen Italiýanyň gymmatly kagyzlarynyň ähli görnüşlerini satyn almaga rugsat edilýär. Paýnamalar boýunça diwidendleri, obligasiýalar boýunça göterimleri salgytlar tölenen şertinde, goýlan maýanyň 8%-i möçberinde daşary ýurtlara erkin geçirmäge rugsat berilýär. 1980-nji ýyllarda gazna biržalary paýnamalaryny gazna biržalarynyň esasy bazarlaryna çykarmaga rugsat edilmedik kiçi we orta kompaniýalar üçin ugurdaş ikinji bazary guramagyň hasabyna öz amallaryny giňeltdiler.

Italiýanyň gazna biržalarynda kassa geleşikleri (ertesi günden gijä galman töleg geçirmek möhleti bilen) we möhletli geleşikler (bir aýyň dowamynda töleg geçirmek şerti bilen) geçirilýär. Möhletli geleşikleriň esasy görnüşleri opsionlaryň we fýuçersleriň report

görnüşli geleşikleri bolup durýar. Dellallar üçin hyzmat haklarynyň möçberi beýleki ýurtlardakydan biraz pesdir.

Paýnamalar bazarynyň ösmegine we olaryň üsti bilen ykdysadyýetiň maliýeleşdirilmegine köp babatda kompaniýalaryň peýdasyndan alynýan salgytlaryň ýokary bolmagy täsir etdi. Bu adaty paýnamalaryň çykarylmagyny bökdedi we birinji bazarda-da, ikinji bazarda hem paýnamalaryň maýalaşma derejesiniň peselmegine alyp bardy. 1998-nji ýylda salgytlaryň peselmegi ýagdaýy gowy tarapa üýtgetdi. Italiýada esasy maýa goýumçylaryň arasynda paýnamalara eýelik edilişiniň gurluşy şunuň ýalydyr: institusional maýa goýumçylar 47%, hususy maýa goýumçylar 25%, daşary ýurtlular 8%, döwlet 20%.

XIV bap GÜNDOGAR ÝEWROPA WE GARAŞSYZ DÖWLETLERIŇ ARKALAŞYGYNA GIRÝÄN ÝURTLARYŇ GAZNA BAZARLARY

Geçiş ykdysadyýetli döwletleriň toparyna degişli Gündogar Ýewropa we GDA ýurtlarynyň arasynda has ösenleriň hataryna Polşanyň, Wengriýanyň we Çehiýanyň gazna bazarlary degişlidir.

GDA ýurtlarynyň arasynda gymmatly kagyzlar bazarynyň hereket etmegi bilen bagly meseleler Ukrainada, Belarusda we Gazagystanda has häsiýetlidir.

14.1. Gündogar Ýewropa ýurtlarynyň gymmatly kagyzlar bazary

Gündogar we Merkezi Ýewropa ýurtlarynyň gazna bazarlaryny ösdürmek babatynda häzirki wagtda geljekki ösüş starategiýasy işjeň ara alyp maslahatlaşylýar:

– gazna biržalarynyň sebitleýin merkezini döretmek;

– Euronext modeli boýunça iri gazna biržalaryny birleşdirmek;

– Dubliniň gazna biržasyndaky amallara meňzeş amallary ýerine ýetirmek, bu ýerde transaksiýalary işlemek boýunça ähli amallary belli bir maliýe edarasy alyp barýar.

Polşa. Gymmatly kagyzlar boýunça komissiýa we Warşawanyň gazna biržasy 1991-nji ýylda döredildi, olar gymmatly kagyzlar bazarynyň hereket ediş ulgamyny işläp taýýarlamagyň esasyny goýdy.

Polşada gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmegi kämilleşdirmegiň hukuk jähtleri 1997-nji ýylyň başynda kabul edilen, Gymmatly kagyzlaryň köpçüikleýin dolanyşygy hakynda kanunda öz beýanyny tapdy, ozal hereket eden 1991-nji ýylyň kanunynda gazna bazarynyň kanunçylyk esaslary emele getirilipdi.

1997-nji ýylyň kanunynda şu çäreler ileri tutuldy: Gymmatly kagyzlar boýunça komissiýanyň işini ugruny giňeltmek, husustanda, bu komissiýa haryt biržalarynyň işine gözegçilik edýän edara bolup durýar; gymmatly kagyzlar bazaryny erkinleşdirmegiň usullaryny kesgitlemek, ol emitentleriň gymmatly kagyzlarynyň täze

goýberilişlerini birža çykarmaga, şol sanda daşary ýurtlarda hem rugsat bermek işini ýeňilleşdirmegi öz içine alýar, ýurduň rezidentlerine daşary ýurtlaryň gymmatly kagyzlaryny satyn almakda uly mümkinçilikler berildi, şeýle hem dellalçylyk firmalary tarapyndan amallary geçirmegiň mümkinçilikleri giňeldildi.

Gymmatly kagyzlar boýunça komissiýa Polşanyň gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdiriji esasy edara bolup durýar, onuň wezipeleri köp babatda ABŞ-nyň Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça komissiýasynyň wezipelerine meňzeşdir, Komissiýa şu işleri geçirýär:

– hususy emitentleriň gymmatly kagyzlarynyň goýberilişlerini bellige almagy amala aşyrýar;

– öz-özüni düzgünleşdirýän guramalar (SRO – biržalar, depozitariýler, bazara gatnaşyjylaryň dürli assosiasiýalary) bilen bilelikde çözgüt işläp taýýarlamagyň esasynda gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylaryň (şol sanda banklaryň, kompaniýalaryň we gazna bazarynyň hünärmenleriniň) işini ygtyýarlylandyrmaga geçirýär;

– biržada we biržadan daşary bazarda gymmatly kagyzlaryň dolanyşygyny üpjün etmek boýunça talaplary işläp taýýarlaýar;

– maýa goýum-öwezini doluş ulgamlaryny emele getirmek ulgamynda düzgünleşdirmegi amala aşyrýar;

– gazna bazarynyň hereket etmegine degişli meseleleri boýunça ykdysady bilim babatynda ilatyň düşünje derejesini ýokarlandyrmak işini durmuşa geçirýär we işiň beýleki görnüşlerini ýerine ýetirýär.

Gymmatly kagyzlar boýunça komissiýanyň işinde ileri tutulýan möhüm ugur paýdarlaryň paýnamalaryny goramak bolup durýar, ol dürli talaplary üpjün etmekde ýüze çykýar. Mysal üçin, Polşada bir emitentiň paýnamalarynyň 5 %-ni satyn almak işi satyn almak-satmak geleşikleri hakynda komissiýa habar bermek bilen amala aşyrylmalydyr. Özlerinde ses bermek hukukly paýnamalaryň 10 we ondan köp göterimi bar bolan paýdarlar ses bermek hukukly 2 %-den ýokary bolan gymmatly kagyzlar bukjasyndaky her bir üýtgetmeler barada komissiýany habardar etmelidirler. Şeýle hem komissiýa iri paýdaryň paýy sesleriň 50%-den ýokary bolan halatynda bu barada

öňünden habar berilmegini talap edýär, şunda hökmany suratda tender yglan edilýär.

Şular we beýlek çäreler gymmatly kagyzlar bazarynda düzgünleşdirmek işiniň merkezleşdirmegiň güýçlenýändigini häsiýetlendirýär.

Warşawanyň gazna biržasy öz amallar mehanizmini köpçülikleýin dolanyşyna goýberilen gymmatly kagyzlar (muňa döwletiň gymmatly kagyzlary girmeýär) bilen ähli geleşikleriň guramaçylykly bazarda baglaşylmalydygy baradaky ýörelgäni hasaba almak bilen durmuşa geçirýär. Bu biržadaky ähli tehniki amallar Parižiň biržasy we Fransiýanyň merkezi depozitarisi bilen bilelikde işlenip taýýarlandy, onuň esasynda gymmatly kagyzlaryň awtomatlaşdyrylan söwdasy goýuldy. Gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak tehnologiýasy kagyz däl görnüşde amala aşyrylýar, şunda çykarylan ähli paýnamalar global sertifikat görnüşinde merkezleşdirilen depozitaride deponirlenýär, paýnamalaryň serfikatlarynyň aýry-aýry görnüşleri ýokdur. Maýa goýumçy tarapyndan geçirilýän geleşikler oňa hyzmat edýän maýa goýum edarasynyň (dellalçylyk firmasynyň ýa-da bankyň) hasabynda görkezilýär. Merkezleşdirilen depozitaride banklaryň we dellalçylyk kompaniýalarynyň hasaplary bolýar.

Polşada gymmatly kagyzlar bazary institusional maýa goýumçylaryň üç toparyna bölünýär: polýak institusional maýa goýumçylary; polýak hususy maýa goýumçylary; daşarky maýa goýumçylar.

Polýak institusional maýa goýumçylarynyň potensialy ätiýaçlandyryş kompaniýalaryndan, maýa goýum gaznalaryndan, pensiýa gaznalaryndan (şol sanda döwlet gaznasyndan, hususy meýletin we hökmany gaznalardan) we bazarda beýleki institusional gatnaşyjylardan durýar.

Polşanyň gymmatly kagyzlar bazarynda şahsy taraplar bazaryň üçden bir bölegini tutýarlar, şunda maýa goýum hasaplarynyň sany 1200 müňe ýetýär we iri hususylaşdyrma taslamalaryny amala aşyrmagyň barşynda olaryň artma meýli bardyr. Bu şeýle hem gymmatly kagyzlar bazarynda daşary ýurtly maýa goýumçylaryň gat-

naşmagynyň güýçlenmegine hem degişlidir, Warşawanyň biržasynyň dolanyşyklarynda oňa 15–20% möçberde baha berilýär.

Polşanyň gymmatly kagyzlar bazary girdejililigiň nol derejesine gönükdirilendir, ony bank depozitleri bilen deňeşdirip bolar. Bazara gatnaşyjylaryň, olaryň girdejililigini saklap galmak bilen, döwletiň gymmatly kagyzlaryny islendik wagtda ýerlemäge hakyky mümkinçilikleri bardyr.

Polşada gymmatly kagyzlaryň görnüşleri bazardaky dolanyşygyň giň toparyny içine alýar. Olaryň arasynda gaznaçylyk obligasiýalary, Polşanyň Milli bankynyň maliýe bonlary, täjirçilik we söwda wekselleri, bank depozitleri, kompaniýalaryň görkezene bermek şertli we atly, nagt we nagt däl görnüşde çykarýan paýnamalary we beýlekiler bar.

Emissiýasy 1992-nji ýylyň iýun aýyndan başlanan gaznaçylyk obligasiýalary bir ýyllyk çykarylýar, olar boýunça göterim möçberi hümmetsizlenme derejesine baglanandyr we ondan 5% ýokarydyr. Şeýle hem 3 ýyllyk gaznaçylyk obligasiýalary çykarylýar (1992-nji ýylyň sentýabryndan), göterim möçberi ABŞ-nyň üç aýlyk gaznaçylyk wekselleri boýunça möçberiniň 1.1 koeffisiýente köpeldilmeginden ugur alýar. Gaznaçylyk obligasiýalary Warşawanyň gazna biržasynda we biržadan daşary bazarda dolanyşykda bolýar.

Polşada gymmatly kagyzlar bazarynyň birnäçe meseleleri bardyr:

- paýnamalaryň iri bukjalaryny satyn almak bilen baglanyşykly meseleler, şunda maýa goýumçylar bäsleşýän firmalardan gymmatly kagyzlar bilen söwdalary geçirmegiň bäsleşikli görnüşlerinden (tenderlerden) gaçmak üçin hususy satyjylardan, şeýle hem döwlet edaralaryndan paýnamalary bilelikde satyn alýarlar, şeýle etmek bilen paýy 50% artdyrýarlar. Bu maýa goýumçylaryň şol gymmatly kagyzlaryň emitentleri bolup durýan iri rezident där paýdarlardan paýnamalary satyn almaklarynda hem ýüze çykýar;
- kompaniýalaryň goşulmagy we beýleki biri tarapyndan özüne birleşdirilmegi babatynda, şunda subýektleri biri polýak emitentiniň paýnamalarynyň belli bir derejede ýokarlandyrylan paýyna eýelik edýär;
- gymmatly kagyzlar bazarynyň emissiýasynyň prospektlerini standartlaşdyrmak babatynda, bu hususan-da, açyk bazarda

korporatiw obligasiýalaryň möçberiniň örän ujypsyzdygy sebäpli ýüze çykýar.

Polşanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň geljekki ösüşi, öňi bilen, hereket edýän kanunçylygy Ýewropa Birleşiginiň ýurtlarynyň talaplaryna laýyk getirmek zerurlygy we bazara daşary ýurtly gatnaşyjylar bilen bäsleşigiň ýitileşmegini we serişdeleriň daşary bazarlara çykmagyny göz öňünde tutup, öňde duran meseleleri çözmek bilen baglydyr.

2002-nji ýylda Polşada Maýa goýumlary ösdürmek üçin maliýe taýdan ýardam hakynda kanun kabul edildi, onuň esasynda maýa goýumçyny saýlap almak barada çözgüt kabul etmek üçin kriteriýler ulgamy işlenip taýýarlandy, bu ýerde esasy şu parametrler bellenilýär:

– paýnamalaryň bahasy we töleg möhleti;

– maýa goýmagyň şertleri;

– Polşa bilen Ýewropa Birleşiginiň ýurtlarynyň arasynda söwdany erkinleşdirmek babatynda maýa goýumlaryň eksporta gönükdirilen ugry;

– Ýewropa Birleşigi we OESR babatynda Polşanyň borçnamalarynyň kogerentligi;

– daşky gurşawy goramak boýunça taslamalara goýum goýmagy amala aşyrmak.

Işjeň antimonopol syýasaty, kärhanalaryň marketing syýasatyny hasaba almak bilen paýnamalaryň esaslandyrylan bahasyny bellemek, gymmatly kagyzlary satmak we paýlamak boýunça borçnamalary üpjün etmek bäsleşigiň ýokarlanmagyna ýardam edýär, maýa goýumçylaryň ykdysadyýetiň pudaklarynda gözegçilik bukjalaryny ele almak maksatlaryna garşy durýar.

Warşawanyň gazna biržasy häzirki wagtda Gündogar we Merkezi Ýewropa sebitinde öňdebaryjy orunlaryň birine dalaş edýär: onuň listingine bazarda maýalaşma derejesi 25 mlrd. dollardan gowrak bolan 200 kompaniýa gatnaşýar.

2002-nji ýylyň başynda Warşawanyň gazna biržasy bilen Eurext arasynda hyzmatdaşlyk hakynda ylalaşyga gol çekildi, oňa laýyklykda Warşawanyň gazna bazaryna gatnaşyjylar Eurext listingdäki 2000 kompaniýanyň paýnamalary boýunça söwda alyp baryp bilerler, bu bolsa Polşanyň gazna biržasynyň zerur bolan ýeterlik derejedäki özbaşdaklygyny saklamaga mümkinçilik berýär, geçginligiň çykyp

gitmegi we milli kompaniýalaryň doly listingden çykmak meseleleri-ni çözmäge ýardam edýär.

Londonyň gymmatly kagyzlar bazaryndaky söwdalara gatnaşmaga ýüztutma berýän polýak kompaniýalarynyň sany gyşarnyksyz artýar.

Wengriýa. Wengriýanyň gazna biržasy Gündogar-Ýewropa ýurtlarynyň arasynda ilkinjileriň biri bolup döredildi: Budapeştiň gazna biržasy (BGB) 1990-njy ýylyň iýunynda döredi.

BGB-nyň söwda ulgamy, esasan, awtomatlaşdyrylan düzgünde amala aşyrylýar, şunda gymmatly kagyzlar bilen geleşikler ýörite programma önümlerini peýdalanmak bilen, kompýuter ulgamynyň üstünden ýerine ýeririlýär.

Bazarda gymmatly kagyzlaryň dolanyşygynyň aýratynlygy we wenger biržasynyň hil taýdan tapawudy ýurduň emitentleriniň paýnamalarynyň potensiýal dolanyşygynyň Londonyň (takmynan, 50%), Wenanyň (25%-e golaý) we Mýunheniň biržalaryna çykarylandygy bolup durýar, ýagny gymmatly kagyzlar bazarynda, esasan, daşary ýurtly maýa goýumçyar agdyklyk edýär. Budapeştiň gazna biržasynda döwletiň gymmatly kagyzlarynyň, opsion we fýuçers şertnamalarynyň söwdasy geçirilýär.

Wengriýanyň bazarynda döwletiň gymmatly kagyzlarynyň agdyklyk etmegi korporatiw gymmatly kagyzlaryň bazara çykarylmagyna belli bir derejede päsgel berýär. Ýurtda listingiň talaplaryny kanagatlandyrýan paýnamalaryň we listing geçmedik gymmatly kagyzlaryň biržadan daşary söwdasy geçirilýär.

Merkezi kliring palatasy bilen merkezleşdirilen depozitariniň bilelikdäki işi ýurduň hasaplaşyk-kliring ulgamynyň wezipe jähtini gurşap alýar, şunda ähli gymmatly kagyzlar diňe açyk ýagdaýda saklanýar we hususy alamatlary, şol sanda tertip belgisi bilen klassifikasiýa bölünip bilmez.

Wengriýanyň gymmatly kagyzlarynyň möhüm regulýatory Gymmatly kagyzlar boýunça komissiýa bolup durýar, bu Komissiýa 1998-nji ýylda Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça komissiýany we bankyň düzgünleşdiriji edarasyny birleşdirmegiň esasynda döredildi. 1998-nji ahyrynda kabul edilen kanunçylyk çäreleri gymmatly kagyzlar bazaryna professional gatnaşyjylaryň düzümini kesgitledi,

bu ýerde ozal hereket edýän kompaniýalar bilen bir hatarda depozit sertifikatlary çykarýan karz edaralary hem hukuk derejesini aldylar. Gymmatly kagyzlary çykarmak kanunçylyk esasda kesgitlendi: adaty we aýratyn hukukly paýnamalar, zähmetkeşler kollektiwiniň paýnamalary, olar görkezene bermek şertli we atly görnüşde çykarylýar, şunda olaryň sanawy, düzgün bolşy ýaly, emitentiň özi tarapyndan alnyp barylýar. Zähmetkeşler kollektiwiniň paýnamalary diňe kompaniýanyň mümkinçiliklerini peýdalanmagyň hasabyna maýanyň atdyrylan şertlerinde çykarylyp bilner we täze goýberilişde olaryň paý 10% ýokary bolmaly däldir. Esasan, görkezene bermek şertli ýerlenýän obligasiýalar hem çykarylýar. Mundan başga-da, kanunçylykda korporatiw obligasiýalary, şol sanda kesgitli we üýtgäp durýan möçberli, çalşylýan we diskontly obligasiýalary çykarmak mümkinçiligi hem göz öňünde tutulandyr. Korporatiw gysga möhletli gymmatly kagyzlar bazara geçirilýän wekseller görnüşde çykarylýar.

Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň bazary, esasan, gysga möhletli, göterimli, şeýle hem diskontly obligasiýalara gönükdirilendir.

Wengriýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň esasy meselelerine, hususan-da, şular degişlidir:

– döwletiň gymmatly kagyzlarynyň bazaryň beýleki segmentlerinden agdyklyk etmegi;

– gymmatly kagyzlaryň täze emissiýalary babatynda az-kem öňegidişligiň bolmagy;

– gymmatly kagyzlaryň bahasynyň we olar bilen söwdanyň möçberleriniň pese gaçmagynyň seýrek däldigi, bazaryň geçginliliginiň esli üýtgäp durmagy, ol gönüden-göni daşary ýurt maýa goýumlaryna baglydyr;

– maýa goýum we karz reýtinglerini berlişiniň, köplenç, adalatly bolmazlygy, doly manysyndaky bazar gurşawyny emele getirmezden we onuň işlemegini ýola goýmazdan goýumlaryň töwekgelçiligine hakyky baha bermek mümkinçitliginiň bolmazlygy;

– hususylaşdyrylan kärhanalaryň we guramalaryň işine gözegçilik babatynda göreşiň güýçlenmegi, bu olaryň paýnamalaryny satyn almagyň güýçlenýändiginde ýüze çykýar.

Bu meseleriň çözgüdi köp babatda bazary düzgünleşdirmegiň we ösdürmegiň esasy meýillerini häsiýetlendirýär.

Häzirki wagtda Wengriýa daşary ýurt goýumlarynyň uly möçberde, göni we bukjalarýyn goýulýan hakyky obýektine öwrüldi. Daşary ýurt maýa goýumlarynyň milli ykdysadyýeti ösdürmek üçin möhümligi we ähmiýeti, öňi bilen, kärhanalaryň daşary ýut kompaniýalary tarapdan gözegçilik edilýän kärhanalaryň milli eksportyň 80 %-e golaýyny we Wengriýanyň jemi içerki önüminiň 30 %-den gowragyny üpjün edýändigi bilen kesgitlenýär.

Gazna, bank we ätiýaçlandyryş gözegçiliginiň ýeke-täk edarasy bolan Milli maliýe gözegçiligi müdirligi işjeň hereket edýär, ol 2000-nji ýylda döredildi.

Budapeştiň gazna biržasy Gündogar we Merkezi Ýewropa sebitinde işleýän iň ygtybarly we aýdyň maliýe edaralarynyň birine degişlidir. Onuň işiniň esasy düzgünleri we kadalary Ýewropa Birleşiginiň talaplaryna degerli derejede laýyk gelýär.

Budapeştiň gazna biržasynda dolanyşykda bolýan geçginligi ýokary gymmatly kagyzlara nebit-gaz pudagynyň, kompaniýalary, aragatnaşyk we dermançylyk kärhanalarynyň paýnamalary degişlidir.

Töwekgelçilikli maýa ulgamynda milli maliýe serişdeleri potensiýalanyň artmagy Gündogar we Merkezi Ýewropa ýurtlaryndan köp babatda öňde barýar. Bu öňi bilen, töwekgelçilikli maýany emele getirmegiň esasy çeşmeleriniň peýdalanylyşy bilen kesgitlenýär:

– ABŞ-nyň institusional we hususy maýa goýumçylary (60-70%);

– Ýewropanyň institusional maýa goýumçylary we Ýewropanyň ösüş we özgerdiş bankyny (ÝÖÖB) goşmak bilen banklary (10-15%);

– Wengriýanyň banklary, hususy maýa goýumçylary we hökümeti.

Wengriýanyň hökümet edaralary täze progressiw salgyt ulgamyny kabul etdiler, onda Budapeştiň gazna biržasynyň listingine gatnaşýan gymmatly kagyzlaryň bazar bahasynyň artýan möçberine 50% ýeňillik göz öňünde tutulýar, bu bolsa daşary ýurt maýa goýumçylaryny çekmäge, milli ykdysadyete maýa goýmak üçin hojalyk subýektlerini giňeltmäge ýardam edýär.

Çehiýa. Çehiýanyň gymmatly kagyzlar bazary birža ulgamynyň, ýagny Praganyň gazna biržasy bilen biržadan daşary ulgamyň özara hereket etmegi bilen häsiýetlendirilýär, biržadan daşary ulgam bolsa

öz gezeginde peýdalanyjylaryň Depozitariý merkezine we RM-Sistem söwda ulgamyna birleşdirilen merkezler arkaly biržadan daşary söwda gönüden-göni ýüztutmalaryna esaslanýan biržadan daşary dolanyşygy öz içine alýar.

Praganyň gazna biržasy (PGB) paýdarlar jemgyýeti görnüşinde döredilendir, onuň tehnologik esasyny gymmatly kagyzlaryň söwdasynyň Fransiýada peýdalanylýan ulgamy emele getirýär.

Gymmatly kagyzlar üçin ýüztutmalar kompýuter ulgamlaryny peýdalanmak arkaly birža zalyndan ýa-da söwda gatnaşyjylardan gönüden-göni iş ýerlerinden awtomatlaşdyrylan düzgünde PGB-nyň merkezi kompýuterine gelip gowuşýar.

Biržanyň agzalary gymmatly kagyzlar bilen söwdany işleriň elektron täjirleşdirmek elementlerini ornaşdyrmagyň we uýgunlaşdyrmagyň kömegi bilen amala aşyrýarlar, ol zerur bolan maglumatlary işlemek we geçirmek, gazna gymmatlyklaryny satyn almak-satmak babatynda özara baglanyşykly proseduralaryň awtomatlaşdyrylmagyny öz içine alýar.

Her gün gymmatly kagyzlar bilen söwdanyň başynda satuwlaryň açylyşyndaky ýeke-täk baha kesgitlenýär, ol biržada gazna gymmatlyklarynyň satylan we satyn alnan möçleriniň iň ýokary derejesini gazanmaga ýardam edýär. Praganyň söwda biržasynda söwda listingden geçen gymmatly kagyzlar bilen amala aşyrylýar, şeýle hem erkin paýnamalar we ugurdaş bazarlar bolýar.

Depozitariý merkezine ýüz tutmagyň esasynda hereket edýän biržadan daşary ulgam Çehiýadaky gymmatly kagyzlar bazarynyň iň köp möçberini (90%-e golaýyny) içine alýar, bu gymmatly kagyzlar uly bukjalar görnüşinde ýerlenýär.

RM biržadan daşary söwda ulgamynyň dolanyşygy Çehiýanyň tutuş bazarynyň 7%-e golaýyny tutýar. Bu biržadan daşary ulgamda gymmatly kagyzlaryň söwdasy araçylary goşmazdan amala aşyrylýar. Maýa goýumçylaryň gymmatly kagyzlar babatyndaky ýüztutmalary gönüden-göni kagyz görnüşinde, disketlerde ýa-da RM ulgamynyň 430 merkeziniň biriniň kompýuterler terminalynyň üstünden göni däl görnüşde ýerleşdirilýär. Gymmatly kagyzlar bilen geleşikleriň kepillendirilmegini üpjün etmek üçin maýa goýumçylaryň öňünden ýörite hasaplara pul serişdelerini geçirmekleri talap edilýär. RM biržadan

daşary ulgamda gymmatly kagyzlaryň emitentleri barada maglumat berilmeýär, şeýle hem listing talap edilmeýär.

1998-nji ýylyň aprelinden başlap gymmatly kagyzlary düzgünleşdirmegi Gymmatly kagyzlar boýunça garaşsyz döwlet komissiýasy amala aşyrýar, ozal bu Çehiýanyň Maliýe ministrliginiň ygtyýaryndaky wezipe bolup durýardy. Hereket edýän kanunçylyk namalarynda atly we görkezene bermek şertli paýnamalaryň emissiýasyna rusgat berilýär. Hususylaşdyrmagyň netijesinde bazarda söwdasy edilýän ähli paýnamalar diňe resminamasyz (kagyz däl) esasda dolanyşykda bolýar we olar bilen amallar merkezleşdiriln depozitariýde bellige alynýar. Döwlet obligasiýalarynyň goýberilişleri çeh bazaryndaky gymmatly kagyzlaryň möçberinde uly orun tutmaýar, bu ýurduň döwlet edaralary tarapyndan berk býujet syýasatynyň alnyp barylýandygyny häsiýetlendirýär. 1998-nji ýyldan bäri strategik maýa goýumçylara banklarda saklanýan, emlägiň döwlete degişli paýyny satmak boýunça kanunçylyk kadalary kabul edildi, bu bolsa maýalaşma depginleriniň çaltlandyrlýandygyna şaýatlyk edýär. Häzirki wagtda dellalçylyk kompaniýalaryň köp bölegi daşary ýurt banklaryna we gymmatly kagyzlar boýunça kompaniýalara degişlidir.

Çehiýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüşinde bar bolan kynçylykly meseleler şularda ýüze çykýar.

– gymmatly kagyzlaryň bahalarynyň we olaryň söwdasynyň möçberleriniň birden üýtgemegi bolup geçýär;

– paýdarlaşdyrmagyň barşynda maýa goýumçylaryň firmalaryň we kompaniýalaryň işine «durnukly» täsirini gazanmak bilen, gazna bazarynyň hereket etmeginde ileri tutulýan esaslarynyň düýpli peselmegi göze ilýär;

– hususylaşdyrylýan kärhanalaryň paýnamalarynyň uly böleginiň, esasan, institusional institutlaryň garamagynda jemlenmegi bolup geçýär;

– institusional maýa goýumçylaryň arasynda özlerine degişli paýnamalary «çalyşmak» boýunça geleşikler amala aşyrylýar.

Çehiýada döwlet syýasatyny durmuşa geçirmek ulgamynda baş wezipe milli ykdysadyýetiň dürli pudaklaryna maýa goýmak üçin ileri tutulýan ugurlary döretmek we ösdürmek bolup durýar. Daşary ýurt

maýa goýumçylarynyň çeh paýnamalaryny satyn almak babatynda hakyky mümkinçilikleri (kanunçylykda üpjün edilen mümkinçilikler) bardyr, bu bolsa çeh ykdysadyýetiniň maýa goýum ulgamyny ösdürmek üçin möhümdir.

Hereket edýän kanunçlyk daşary ýurtly telekeçileri goýumlaryň ekspropirlenmeginden goraýar, ikitaraplaýyn salgyt salynmagyny aradan aýyrýar, müşderileriň işinde deň mümkinçilikleri döredýar.

Häzirki wagtda Çehiýanyň gazna bazary dürli görnüşdäki birleşikleriň we assosiasiýalaryň hereket etmegi nukdaýnazaryndan degerli derejede gurnalandyr, hususan-da, Maýa goýum jemgyýetleriniň uniýasy (birleşigi), Gymmatly kagyzlaryň söwdagärleriniň assosiasiýasy işjeň hereket edýärler.

Çehiýanyň merkezleşdirilen depozitariniň işini ösdürmek we onuň hereket edişiniň derejesini daşary ýurtlaryň merkezleşdirilen depozitariýleri bilen doly derejede hyzmatdaşlyk etmegiň talaplaryna ýetirmek birinji nobatdaky wezipe bolup durýar, bu merkezlerde gymmatly kagyzlar bazarynyň maýa goýum gurallarynyň ählisi boýunça zerur bolan hasaplaşyklaryň amala aşyrylmagy üpjün edilýär.

Öňde duran meseleleri çözmegiň hakyky ýollarynyň biri hem Günbatar Ýewropa ýurtlarynda gymmatly kagyzlaryň bukjalaryny korporatiw dolandyrmagyň hereket edýän modellerini peýdalanmak bolup durýar.

Häzirki wagtda Çehiýanyň we Slowakiýanyň gymmatly kagyzlar bazarlarynyň bilelikde hereket etmegi barada mesele çözülýär, bu ýagdaý bu bazarlary daşary ýurt maýa goýumçylary üçin has-da özüne çekiji edýär

Ýurtda gymmatly kagyzlar köp basgançakly bellige almagy üpjün etmek meselesi bar. Meselem, Praganayň gazna biržasynda gymmatly kagyzlaryň söwdasy gymmatly kagyzlaryň guramaçylykly bazarynyň listingini görkezýän dört derejä bölünendir:

– «baş bazar», bu ýerde abraýly we geçginli gymmatly kagyzlar ýerlenýär;

– «goşmaça bazar», ol gymmatly kagyzlaryň, şol sanda döwlet obligasiýalarynyň «baş bazardaky» nyrh kesmelere täsir etmek mümkinçiligini giňeltmäge niýetlenendir;

– «täze bazar», bu ýerde emitentleriniň gysga taryhy bolan gymmatly kagyzlar dolanyşykda bolýar we olaryň iş usullary amerikan biržalarynyň söwda usullaryna meňzeşdir;

– «erkin bazar», bu ýerde nyrh kesilmedik gymmatly kagyzlaryň söwdasy amala aşyrylýar, şunda bu bazardaky hyzmatlaryň bahasy pesdir.

Şeýle-de bolsa, Çehiýada maliýe maýasynyň hereket etmeginiň gymmatly kagyzlary ilkibaşda köpçülikleýin teklip etmek ýaly ugry ýeterlik derejede ösen däldir.

14.2. Garaşsyz Döwletleriň Arkalaşygyna girýän ýurtlaryň gymmatly kagyzlar bazary

GDA ýurtlarynyň gazna bazarlarynyň hereket etmeginde bar bolan meseleleri üstünlikli çözmek üçin, öňi bilen, gymmatly kagyzlar bazarlaryny ösdürmegiň hukuk üpjünçiligi babatynda tagallalary hakykatdan laýyk getirmek zerurdyr.

Ukraina. Ukrainanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşy şulary içine alýar:

– biržadan daşary dolanyşyk, ol Birinji gazna söwdasy ulgamyndan (BGSU) we Günorta-Ukrain söwda-maglumat ulgamyndan (GUSMU) ybaratdyr, olar gymmatly kagyzlar bukjasyny dolandyrmagyň netijeliligini ýokarlandyrmak, gazna bazarynyň aýdyňlygyny we ony tertipleşdirmegi üpjün etmek maksady bilen öz-özüni dolandyrýan guramalar hökmünde döredildi;

– birža ulgamy, ol alty biržadan, ýagny Ukrainanyň gazna biržasyndan (UGB), Ukrainanyň bankara walýuta biržasyndan (UBWB), Kiýewiň halkara gazna biržasyndan (KHGB) ybaratdyr.

Birinji gazna söwdasy ulgamy (BGSU) biržadan daşary sektorda agdyklyk edýär we gymmatly kagyzlar bazarynda baglaşylýan geleşikleriň möçberleri boýunça öňdebaryjy orny eýeleýär, bu geleşikleriň paýy 50 %-den gowrakdyr. Onda söwdalary hakyky wagt düzgüninde alyp barmagyň elektron ulgamy hereket edýär, söwdalara gatnaşyjylar özleriniň söwda çykarylan gymmatly kagyzlary üçin jogapkärçilik çekýärler. Biržadan daşary dolanyşyk maýa goýumçylaryň we emitentleriň bähbitleri üçin gymmatly kagyzlar bazarynyň ösme-

gine ýardam edýär, kärhanalar we guramalar üçin maliýe serişdelerini çekmäge ýardam edýär, telekeçilik işiniň ugurlaryny diwersifikasiýa etmek üçin zerur bolan şertleri döredýär, gymmatly kagyzlar bukjasyny maýa goýum üçin ulanmakda we dolandyrmakda geňeş beriş hyzmatlarynyň infrastrukturasyny emele getirýär. Öz-özüni düzgünleşdirýän gurama hökmünde BGSU-da agzalygy togtatmagyň şertlerine şular degişlidir: onuň ýolbaşçylygynyň we araçy kazyýetiň çözgütleriniň ýerine ýetirilmezligi, söwdada özüňi alyp barmagyň professional etiki ölçegleriniň we söwdanyň kadalarynyň berjaý edilmezligi, bu söwda ulgamynyň içerki düzgünleriniň we talaplarynyň ýerine ýetirilmezligi.

Ukrainanyň gazna biržasy (UGB) hem gazna bazaryna iri professional gatnaşyjy hökmünde, öz-özüni düzgünleşdirýän gurama bolup durýar, ol 30-a golaý şahamçany özüne birleşdirýär. UGB-da 200-den gowrak dellalçylyk firmalary iş alyp barýarlar, geleşikleriň möçberi, şol sanda hususysylaşdyrylýan iri kärhanalaryň paýnamalaryny satmak boýunça geleşikleriň möçberi Ukrainanyň ähli gymmatly kagyzlar bazarynyň 16 %-den gowragyny düzýär. Birža ulgamynda liçting düzgün-tertibi we birža söwdalary arkaly gazna gymmatlyklarynyň mümkin boldugyça hakyky bahalary emele getiriýär, bu bolsa maýa goýumçylaryň ynamlaryny ýokarlandyrýar, gymmatly kagyzlar bazarynyň ösmegine ýardam edýär. UGB ýöriteleşdirilen edaradyr, onda belli bir ýer bermek ýoly bilen we gymmatly kagyzlaryň dolanyşyk usullary, olara bolan islegleri we teklipleri birleşdirmek arkaly gymmatly kagyzlaryň elektron dolanyşygynyň ýeke-täk kadalary we tehnologiýasy boýunça merkezleşdirilen söwdanyň hemişelik hereket etmegi üçin şertler döredilýär. Gazna biržasynyň agzalary UGB-nyň tertipnamasynda we kadalarynda bellenen talaplary ýerine ýetirmäge borçludyrlar. Hususan-da, gymmatly kagyzlar bilen amallar boýunça borçnamalaryň ýerine ýetirilmegini üpjün etmek üçin söwdalara gatnaşyjylaryň ählisi söwdanyň şol ugry boýunça başlangyç bahanyň 10 %-i möçberinde girew geçirmäge borçludyrlar. Gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak boýunça birža şertnamalarynyň bozulan halatynda bu söwda gatnaşyjylar geleşigiň pul möçberiniň 29 %-i derejede jerime töleýärler; dellalçylyk firmalary biržadaky öz ýerleri boýunça jogap berýärler.

1995-nji ýylyň iýun aýynda gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmek we onuň ösüşini utgaşdyrmak babatynda döwlet syýasatyny emele getirmek we üpjün etmek boýunça merkezi edara – Ukrainanyň gymmatly kagyzlar gazna bazary boýunça döwlet komissiýasy döredildi. Komissiýanyň aýratyn roly ýurduň maliýe ulgamyny ösdürmegiň kanunçylyk esaslaryny işläp taýýarlamakda we kabul etmekde, şol sanda «Gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek hakynda» (1996-njy ýyl, oktýabr aýy); «Milli depozitar ulgam we gymmatly kagyzlaryň elektron dolanyşygy hakynda» (1997-nji ýyl, dekabr aýy) kanunlarda; «Gymmatly kagyzlar bazarynda professional işi ygtyýarlylandyrmak hakynda düzgünnamada» (2000-nji ýyl, oktýabr aýy) we beýlekilerde ýüze çykýar. Häzirki wagtda Ukrainanyň gymmatly kagyzlar gazna bazary boýunça döwlet komissiýasy Ukrainanyň gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmegiň 2001–2005-nji ýyllar üçin toplumlaýyn maksatnamasynyň ileri tutulýan ugurlaryny durmuşa geçirýär, bu maksatnama hususylaşdyrmak meselelerini çözmäge, maýa goýumçylary çekmek ulgamyny kämilleşdirmäge, olaryň hukuklaryny we ykdysady bähbitlerini goramaga, ýurduň aýdyň, bäsleşikli we netijeli gazna bazaryny emele getirmäge gönükdirilendir. Hususan-da, bazaryň aýdyň ýörelgesi maýa goýumçylaryň zerur bolan we ýeterlik möçberdäki, emitentleriň maýa goýum işiniň aç-açanlyk we açyklyk şertlerini görkezýän, gymmatly kagyzlary çykarmak we onuň dolanyşygy babatda hukuk taýdan kemsidilmeleri aradan aýyrýan maglumatlary bermek boýunça talaplary ýerine ýetirmeklerinde ýüze çykýar. Gazna bazarynyň bäsleşikli ýörelgesi emitentleriň, maýa goýumçylaryň we bazar araçylarynyň päsgelçiliksiz we halal telekeçlik işini alyp barmaklaryny gazanmak, serişdeleri has peýdaly çekmek we peýdalanmak üçin hakyky şertleri emele getirmek, esaslandyrylan bahany ulanmak bilen baglanyşyklydyr. Netijelilik ýörelgesi gazna bazarynyň potensial mümkinçiliklerini durmuşa geçirmäge we ony gazanmaga maliýe serişdelerini hojalygy ýöretmegiň ileri tutulýan ulgamlarynda jemlemek we ýerleşdirmek üçin harajatlar bilen baglanyşdyryp baha bermekde ýüze çykýar. Gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmek wezipesini ýerine ýetirmek bilen,

Ukrainanyň gymmatly kagyzlar gazna bazary boýunça döwlet komissiýasy gazna bazaryna gatnaşyjylaryň, şol sanda bank edaralarynyň işini utgaşdyrmak boýunça kadalaşdyryjy namalary işläp taýýarlaýar, hereket edýän kanunçylygyň berjaý edilişine gözegçilik etmek we onuň bozulandygy üçin jerime çärelerini ulanmak boýunça işi amala aşyrýar. Hususan-da, ukrain emitentleriniň gymmatly kagyzlarynyň halkara gazna bazarlarynda, daşary ýurt emitentleriniň kagyzlarynyň bolsa ýurduň gazna bazarynda ýerleşdirilişine gözegçiligi amala aşyrýar, şunda onuň gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmek boýunça bellli bir wezipeleri öz-özüni düzgünleşdirýän guramalara bermek hukugy bardyr.

Umumy sany 2 müňe golaýlaýan, Ukrainada gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylar şunuň ýaly klassifikaýiýa bölünýär:

– ygtyýarlylandarylan edaralar – gymmatly kagyzlaryň söwdagärleri – 48%;

– ýöriteleşdirilen depozitariý edaralary hökmünde bellige alyş institutlary – 23%;

– maýa goýum gaznalary we kompaniýalary – 13%;

– bank gurluşlary – 12%;

– saklaýjy institutlar, şol sanda banklaryň lokal trastlary – 4%.

Ukrainanyň ýeke-täk depoztariý ulgamy şulary içine alýar: Milli depozitariý (UMD); ýöriteleşdirilen depozitariý edaralary; sebitlerdäki hyzmat ediş merkezleri; depozitar araçy hökmündäki banklar.

UMD açyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti hökmünde işleýär, onuň işiniň esasy görnüşlerine şular degişlidir:

– halkara talaplary nazara almak bilen, gymmatly kagyzlaryň depozitar hasaba alnyşyny standartlaşdyrmak;

– gymmatly kagyzlar bilen amallar boýunça resminamalar dolanyşygyny bir ölçege getirmek we olary halkara standartlaryna laýyklykda kodlaşdyrmak;

– gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawyny ýöretmek;

– kliring we gymmatly kagyzlaryň dolanyşygyna hyzmat etmek boýunça nagt däl hasaplaşyklaryň kompýuterleşdirilen ulgamlaryny üpjün etmek;

– gymmatly kagyzlar bilen halkara amallarynyň ýerine ýetirilişini kämilleşdirmek üçin daşary ýurtlaryň depozitar edaralary bilen gatnaşyklary ösdürmek.

Häzirki wagtda maýa goýum gaznalarynyň we kompaniýalarynyň işlemegi üçin zerur bolan şertleri döretmek boýunça, şol sanda daşary ýurt maýa goýumçylaryny çekmek üçin kanunçylyk binýady işlenip taýýarlanýar. Munuň üçin maýa goýum işiniň ýeňillikli düzgünleri bellenýär, şunda Ukrainanyň döwlet edaralarynyň daşary ýurt maýa goýumlaryny millileşdirmäge we elden almaga (rekwizirowat) haklary ýokdur, fors-mažor ýagdaýlary, ýagny tebigy betbagtçylyklar, awariýalar, epidemiýalar we ş.m.muňa girmeýär. Şunuň bilen bir hatarda daşary ýurt maýa goýumçylarynyň döwlet edaralary tarapyndan nälaýyk hereketleriň netijesinde ýitirilen zyýany we olara ýetirilen moral zeleli goşmak bilen, çekilen zyýanyň öwezini dolmaga haklary bardyr. Daşary ýurt maýa goýumçylarynyň çykaran çykdajylary we ýitgileri üçin öwez tölegi auditor tassyknamalary bolan ýagdaýynda çalt we gündelik bazar bahalaryna laýyk gelýän görnüşde tölenýär. Öwez töleginiň möçberi daşary ýurtly maýa goýumçy üçin kabul ederlilki walýutada tölenýär, şunda bu hukugyň ýüze çykan pursadyndan onuň ýerine ýetirilýän pursadyna çenli öwez töleginiň möçberine ýewrowalýuta bazaryndaky ortaça göterim möçberine laýyklykda, hususan-da LIBOR möçberi boýunça göterim hasaplanyp ýazylýar. Şeýle hem daşary ýurt maýa goýumçylaryna salgytlar, ýygymlar we hökmany tölegler tölenen şertinde, kanuny esaslarda alnan peýdany, girdejini we daşary ýurt pulundaky beýleki serişdeleri päsgelçiliksiz we haýal etmän daşary ýurda geçirmek kepillendirilýär. Daşary ýurt maýa goýumçylary maýa goýum işi bes edilenden soň alty aýdan gijä galman öz maýa goýumlaryny haryt görnüşinde ýa-da maýa goýumyň puluna hakyky gatanjyň möçberinde (esaslyk maýanyň mümkin bolan azalmagyny hasaba almak bilen), gümrük pajyny tölemezden yzyna gaýtarmaga, şeýle hem bu maýa goýumlaryndan alnan pul girdejilerini pul ýa-da haryt görnüşinde, maýa goýum işiniň bes edilen pursadyndaky hakyky bazar bahasy boýunça yzyna gaýtarmaga hukuk alýarlar.

Gymmatly kagyzlar bazarynda öz-özüňi düzgünleşdirmek we gözegçilik etmek ulgamynda öz-özüňi düzgünleşdiriş guramalary

möhüm rol oýnaýarlar. Olara Ukrainanyň maýa goýum telekeçileriniň assosiasiýasy (UMGTA), Gazna bazaryna gatnaşyjylaryň assosiasiýasy (GBGA)), Bellige alyjylaryň we depozitarileriň professional assosiasiýasy (BDPA), gazna biržalary we iki sany gaznadan daşary söwda ulgamy degişlidir. Gazna bazaryna professional gatnaşyjylar üçin öz-özüni düzgünleşdiriji gurama bolmak hökmanydyr.

Meselem, UMGTA-nyň 1997-nji ýylyň oktýabryndan bäri öz-özüňi düzgünleşdirýän gurama derejesi bardyr, oňa banklar, maýa goýum gaznalary we kompaniýalary, kanuny tarap hukuk derejesi bolan ynanylýan jemgyýetler we gymmatly kagyzlaryň söwdagärleri girýär. UMGTA-nyň işiniň çygry ýurduň ähli çäklerini gurşap alýar, onuň wekilhanalary esasy ykdysady sebitlerde hereket edýärler. UMGTA-nyň agzalary öz işlerinde häzirki wagtda hereket edýän Düzgün-nyzam täsir ediş usullary kodeksine we Etiki kodekse gollanýarlar, olarda gymmatly kagyzlar bazarynda öz-özüňi düzgünleşdiriş ýörelgelerini durmuşa geçirmegiň esasy şertleri, şol sanda amallary geçirmegiň bellenen standartlaryna laýyklykda ileri tutulýan funksilonal aspektleri gatnaşyjylaryň özleri tarapyndan özbaşdak saýlanyp alynmagy, gazna bazarynda özüňi alyp barmagyň ölçegleriniň we halal, adalatly işlemegiň kadalarynyň berjaý edilmelidigi görkezilýär. UMGTA-nyň dolandyryş edaralaryna Assosiasiýanyň geňeşi, Ýerine ýetiriji direksiýa, Düzgün-nyzam komiteti we araçy kazyýet degişlidir.

Gymmatly kagyzlar bazarynda maliýe serişdeleriniň dolanyşygyny üpjün etmek gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak arkaly amala aşyrylýar, gymmatly kagyzlar şu esasy görnüşlere bölünýär: döwletiň gymmatly kagyzlary – içerki döwlet zaýomynyň obligasiýalary we ýerli zaýomlaryň obligasiýalary; korporatiw gymmatly kagyzlar – kärhanalaryň we guramalaryň paýnamalary we obligasiýalary, maýa goýum gaznalarynyň we kompaniýalarynyň maýa goýum sertifikatlary. Ukrainanyň ýerli zaýomlaryň obligasiýalary we korporatiw obligasiýalar bazarynyň möçberi ujypsyzdyr.

Ukrainanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüşinde birnäçe çözülmeli meseleler bardyr:

– ýurduň ilatynyň maýa goýum işjeňligi örän çäklidir we esasan, hususylaşdyrylan emläk sertifikatlaryny peýdalanmaga syrykdyrylýar;

– maliýe maýasy hojalyk pudaklarynyň we ýurduň tutuş ykdysadyýetiniň ileri tutulýan ugurlaryny ösdürmäge gatnaşmaýar;

– maliýe bazary, esasan, geçginliligi pes we maýa goýumçylar üçin aýdyň däl bazar hökmünde işleýär;

– maýa goýumçylaryň hukuklaryny we ykdysady bähbitlerini goramak ulgamy ýeterlik derejede işlenip taýýarlanan däldir, daşary ýurtly maýa goýumçylar tarapyndan bukja maýa goýumlaryny amala aşyrmak mehanizmi ýokdur.

Ukrainanyň gazna bazaryny ösdürmegiň möhüm ugurlarynyň biri hem geljekde onuň dünýäniň maýa bazarynda maýa goýum serişdelerini çekmek, paýlamak we ony dolandyrmak ulgamy hökmünde peýdalanylmagy üçin hakyky esaslar döretmek bolup durýar.

2002–2003-nji ýyllarda paýdarlar jemgyýetleri tarapyndan obligasiýalaryň täze goýberilişleriniň möçberlerini artdyrmak meýli bellenildi, ol gymmatly kagyzlar bazarynda şu ugurlara esaslanýardy:

- maliýe maýa goýumlaryna islegiň artmagy, olar karz serişdelerini çekmek we köpçülikleýin karz liniýasyny emele getirmek mümkinçiligi bilen hakykatdan laýyk getirýärdi;

- hojalyk subýektleriniň pul akymlarynyň hereketinde gymmatly kagyzlary möhüm gural hökmünde peýdalanmak we salgyt ulgamynyň talaplaryny üpjün etmek (*31-nji tablisa*).

31-nji tablisa

Ukrainanyň gymmatly kagyzlar biržasynda obligasiýalaryň çykarylyşynyň bellige alnyşy

Gymmatly kagyzlar	2000	2001	2002	2003	Jemi
Kärhanalaryň obligasiýalary	0.8	7.4	45.6	44.8	100

2003-nji ýylda ýerli zaýomlaryň obligasiýalarynyň goýberilişleri bellige alyndy, olar gymmatly kagyzlar bazarynda obligasiýalaryň umumy goýberilişiniň 3,5%-ne deň boldy.

Gymmatly kagyzlaryň emitentleriniň gurluş düzümi 2003-nji ýylyň dowamynda sebitlere bölünende şulara deň boldy:

Sebitleýin bazar	%
Kiýew	66.2
Harkow	8.0
Zaporožýe	4.2
Dnepropetrowkiý	4.0
Lwow	3.9
Donetskiý	3.7
Beýlekiler	10.0

2003-nji ýylda gymmatly kagyzlaryň emitentleriniň Ukrainanyň esasy pudaklary boýunça gurluş taýdan bölünişi şulara deň boldy:

Pudak	%
Aragatnaşyk	18.2
Ulaglar	13.2
Maliýe	12.4
Elektroenergetika	11.5
Maşyn gurluşyk	10.3
Ýangyç senagaty	8.3
Azyk senagaty	4.7
Beýlekiler	21.5

Ukrainanyň gazna biržasyna şu şertler täsir edýär:

– ýurtda syýasy we durmuş-ykdysady ýagdaýyň durnuksyzlygy;

– hojalyk subýektleri tarapyndan obligasiýalaryň çykarylyşynyň azalmagy;

– gymmatly kagyzlaryň köpçülikleýin emissiýasyny çykarmak boýunça maliýe araçylarynyň täsiriniň gowşamagy;

– ýerli zaýomlaryň obligasiýalaryny çykarmagyň geljege niýetlenen maksatnamalarynyň bolmazlygy.

Belarus Respublikasy. Belarus gymmatly kagyzlarynyň doly derejeli bazary işjeň emele gelmek döwrüni başdan geçirýär. Bazara professional gatnaşyjylaryň işini döwlet-hukuk taýdan düzgünleşdirmek 1999-njy ýylda döredilen Gymmatly kagyzlar boýunça döwlet komissiýasynyň (GKDK) üstüne ýüklendi, ozal onuň wezipesini Maliýe ministliginiň ýanyndaky Gymmatly kagyzlar boýunça komitet ýerine ýetirýärdi.

Birža bazary Belarusyň walýuta-gazna biržasyndan ybaratdyr (1999-njy ýylda açyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti derejesini aldy, onda, esasan, döwletiň gymmatly kagylary dolanyşykda bolýar.

Biržadan daşary bazar, esasan, korporatiw gymmatly kagyzlara gönükdirilen bolup, ösüş derejesi pes bolup galýar.

Depozitar ulgam Respublikan merkezi depozitarini, Milli bankyň depozitarisini, we ygtyýarlylandyrylan depozitarileri içine alýar.

Belarusyň gymmatly kagyzlar bazarynyň işiniň esaslary kanunçylyk we kadalaşdyryjy binýatlarda kesgitlenýär, olar «Gymmatly kagyzlar we gazna biržalary hakynda» kanunyň (1992 ýy.) täze redaksiýasy 1999-njy ýylda kabul edildi, «Gymmatly kagyzlar bazaryna professional gatnaşyjylara, gazna biržalaryna, olaryň ýolbaşçylaryna we işgärlerine bildirilýän ýeke-täk talaplar» düzgünnamasyndan (1994 ý.); «Paýdarlar jemgyýetleriniň atly paýnamalarynyň eýeleriniň sanawyny ýöretmegiň tertibi hakyndaky gözükdirijiden» (1996 ý.) ybaratdyr. Gymmatly kagyzlar bazarynyň kanunçylyk binýady giňeldilýär we kämilleşdirilýär, onda gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän professional işiň häsiýetli alamatlary we aýratynlyklary beýan edilýär.

Islendik guramaçylyk-hukuk görnüşindäki degişli ygtyýarnamasy bolan kanuny taraplar gymmatly kagyzlar bazaryna professional gatnaşyjy bolup bilerler. Olar tarapyndan amallaryň geçirilmeginiň ulgamlaýyn häsiýeti bolmalydyr we bir amalyň geçirilmegi bu işe degişli däldir. Gymmatly kagyzlar bazarynda professional işiň esasy maksady diňe girdeji almak bolup biler.Eger-de iş gymmatly kagyzlardan girdeji almaga gönükdirilmän, başga maksatlary (hususan-da, sarp ediş maksatlary) göz öňünde tutýan bolsa, onda bu iş professional işe degişli däldir. Öz gymmatly kagyzlaryň bilen amallar geçirmek babatyndaky iş, ýagny bu gymmatly kagyzlar satyn alnanda we satylanda, saklananda we hasaba alnanda geçirilýän iş hem professional iş bolup durmaýar.

Bazara professional gatnaşyjynyň ygtyýarnamasy GKDK-nyň ýörite rugsatnamasy hökmünde bir wagtda işiň birnäçe görnüşlerini ýa-da onuň belli bir görnüşini, şol sanda araçyllyk, täjirçilik, depozitar (ýöriteleşdirilen bellige alyjy), geňeş bermek ýaly işleri alyp bar-

mak üçin berilýär. Hukuk esaslary RK-niň 402-419-njy maddalary bilen düzgünleşdirilýär.

Araçyllyk işi müşderiniň hasabyna we onuň tabşyrygy boýunça gymmatly kagyzlaryň satyn alynmagyny-satylmagyny häsiýetlendirýär. Gymmatly kagyzlar bilen araçyllyk işleri müşderi bilen tabşyryk şertnamalaryny baglaşmagyň esasynda amala aşyrylyp bilner. Tabşyryk şertnamasy onuň möhletiniň tamamlanmagy, tabşyrygyň ýerine ýetirilmegi, kanuny taraplaryň üýtgedilip guralmagy we ýatyrylmagy, şahsy tarapyň raýat işe ukyplylygyny ýitirmegi ýa-da onuň aradan çykmagy bilen bes edilip bilner. Tabşyryk şertnamasy tabşyryk doly ýerine ýetirilmezinden öň bes edilse, ynanan tarap ynanylan tarapa tabşyrygyň ýerine ýetirilýän wagtynda çykaran çykdajylarynyň öwezini dolmaga borçludyr. Eger-de ynanylan tarapa hak tölenmegi göz öňünde tutulan bolsa, ony ýerine ýetirilen işiň möçberine görä tölemelidir. Bu borç töleg tabşyrynyň bes edilendigi mälim bolandan soň ýerine ýetirilen iş babatynda ulanylmaýar. Tabşyryk şertnamasy boýunça hukuk oruntutarlygyna ýol berilmeýär. Araçyllyk amallary komission şertnama arkaly hem amala aşyrylyp bilner, şol şertnama laýyklykda bir tarap (komissioner) beýleki tarapyň (komitentiň) tabşyrygy boýunça hak almak bilen, öz adyndan we komitentiň hasabyna onuň üçin raýat-hukuk geleşigini geçirmäge borçlanýar. Eger-de professional gatnaşyjy tabşyryk boýunça bir emitentiň ses bermek hukukly paýnamalarynyň 5%-ni satyn alýan bolsa, onda 5 günüň dowamynda GKDK-na bu barada habar bermäge borçludyr. Şu şahs tarapyndan şol emitentiň paýnamalarynyň goşmaça 5%-i her gezek satyn alnanda hem şunuň ýaly talaplar bildrilýär.

Professional gatnaşyjynyň öz adyndan we öz hasabyna gymmatly kagyzlary satyn almagy-satmagy olaryň täjirçilik işine degişlidir. Şu ýagdaýda professional gatnaşyjy gymmatly kagyzlary 1 aý möhletine satyn alýar, şondan soň ol bir aýyň dowamynda olary bu gymmatly kagyzlaryň emitenti bolup durmaýan başga müşderä satýar. Gymmatly kagyzlar bilen satyn almak-çatmak geleşigi geçirilmezinden öň professional gatnaşyjy kesgitli (aňryçäk) bahany köpçülikleýin yglan etmäge borçludyr. Täjirçilik işi gönüden-göni professional gatnaşyjy bilen müşderiniň arasynda gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak

barada hukuk taýdan özbaşdak şertnamalary baglaşmagyň barşynda ýüze çykýar. Şunda şertnama hakykatdan ýerine ýetirilýär, ýagny pul däl-de, gymmatly kagyzlar berilýär; müşderi gymmatly kagyzlary almaga we nägileliklerini haýal etmän ýa-da gymmatly kagyzlaryň berlen gününden soň 6 aýyň dowamynda bildirmäge borçludyr; satylan gymmatly kagyzlaryň ýetmezçiligi barada talap arzasy nägileligiň hökmany suratda yglan edilen gününden soň alty aý möhletde bildirilýär.

Professional gatnaşyjy hasaba alşy ýöretmäge we özüniň geçiren her geleşiginiň ýöriteleşdirilen bellige alynmagyna ýardam etmäge borçludyr. Diňe döwlet belgisi bolan we şertnamanyň ýa-da geleşigi geçirmäge hukugy tassyklaýan beýleki bir resminamalaryň esasynda ýerine ýetirilen gymmatly kagyzlar bilen geleşikler bellige almak üçin kabul edilýär. Geleşikler ýörite hasaba alyş sanawlarynda bellige alynýar. Gymmatly kagyzlary saklamak ýöriteleşdirilen bellige alyjy ýa-da depozitariý tarapyndan depozitar şertnamanyň esasynda amala aşyrylýar, şoňa laýyklykda ýöriteleşdirilen bellige alyjy (depozitariý) gymmatly kagyzlary müşderiniň ýörite hasabynda (deponentde) saklamaga, hasaba alşy ýöretmäge, bu hasaba (depo) gelip gowuşýan gymmatly kagyzlary ýazyp almaga, deponentiň gymmatly kagyzlary geçirmek we beýleki kanuny amallaryny geçirmek baradaky görkezmelerini ýerine ýetirmäge borçlanýar.

Gymmatly kagyzlar bazaryndaky geňeş bermek işi professional gatnaşyjylara professional işiň ähli gornüşleri boýunça toplumlaýyn hyzmat etmekde ýüze çykýar. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygy boýunça geňeş hyzmatlaryny diňe gymmatly kagyzlar bilen pofessional işiň haýsydyr bir görnüşini amala aşyrýan şahslar amala aşyryp bilerler. Bu iş müşderi bilen geňeş hyzmatlaryny etmek barada şertnama baglaşmak arkaly durmuşa geçirilýär. Onuň esasynda professional gatnaşyjy müşderiniň tabşyrygy boýunça öz güýji bilen we öz hasabyna gymmatly kagyzlar bazarynda ol ýa-da beýleki meseleleri çözmegiň anyk görnüşlerini, usullaryny we tertibini kesgitlemek maksady bilen, seljeriş işiniň belli bir möçberini geçirýär.

Belarus gazna biržasyna çykarylýan gymmatly kagyzlaryň esasy görnüşlerine şular degişlidir: döwletiň gysga möhletli obligasiýalary

(DGMO), uzak möhletli döwlet obligasiýalary (UMGO) we Belarus Respublikasynyň Milli bankynyň gaznaçylyk boçnamalary. Şeýle hem senagat kärhanalarynyň paýnamalary, haryt we bank wekselleri ujypsyz möçberde dolanyşykda bolýar.

Umuman alanyňda, Belarus Respublikasynda gymmatly kagyzlaryň doly derejeli we durnukly bazaryny döretmek üçin şular zerur bolup durýar:

– ähli ugurlarda, şol sanda kiçi we orta telekeçilikde hususy eýeçiligiň giň gerimde bolmagy;

– gazna bazarynyň infrastrukturasyny mundan beýläk hem ösdürmek;

– gymmatly kagyzlaryň täze emissiýalaryny çykarmak;

– içerki we daşarky maýa goýumlaryň we beýlekileriň deňeçer gatnaşygyny gazanmak.

Belarusda amala aşyrylýan Russiýa bilen umumy ykdysady ýakynlaşmak syýasaty bu talaplara belli bir derejede laýyk gelýär, Belarusyň walýuta-gazna biržasy bilen Moskwanyň bankara walýuta biržasynyň ýeke-täk söwda meýdançasyny döretmegi we onuň işläp başlamagy muňa mysal bolup biler.

Belarusyň gazna biržasynyň işläp gelýän bäş ýylynyň (1999–2003 ýý.) içinde söwdalaryň we auksionlaryň möçberi 10 esseden gowrak artdy, şunda gymmatly kagyzlar bilen geleşikleriň mukdary ýylda 42 müňden gowrak boldy. Emitentleriň 100-den gowragynyň paýnamalary biržada dolanyşyga goýberildi.

Häzirki wagtda Belarusyň 1600-den gowrak kärhanasy paýdarlar jemgyýetleri bolup durýar, olaryň 50%-den gowragynda gözegçilik bukjasy döwlete degişlidir, paýnamalaryň galan bölegi zähmet kollektiwleriniň paýyna düşýär.

Ýurduň gazna bazaryny ösdürmegiň esasy şertlerine şular degişlidir:

– paýnamalaryň dolanyşygyna moratoriýni ýatyrmakda hakyky öňegidişlikleri gazanmak;

– paýnamalaryň emläk hukugyny üpjün etmek boýunça maliýe geleşieklerini artdyrmak;

– paýdarlar maýasy bazarynyň möçberini artdyrmak;

– paýnamalar bazarynyň ösüşini güýçlendirmek.

Belarus Respublikasynyň gymmatly kagyzlar bazarynda dolanyşykda bolýan gymmatly kagyzlaryň gurluş düzümi öz içine şulary alýar, %:

DGMO we UDO	86,81
«Slawneft» NKG paýnamalary	9,43
«Beltransgaz» RUP wekselleri	3,29
Paýnamalaryň biržadan daşary bazary	0,23
Milli bankyň gaznaçylyk borçnamalary	0,19
Paýnamalaryň birža bazary	0,02
Beýlekiler	0,03

Gazagystan. Gazagystanda gymmatly kagyzlar bazarynyň hereket etmeginiň meseleleri köp babatda ýurtda emele gelen, öňi bilen býujetiň ýetmezçiligi, maýa goýum serişdeleriniň ýetmezçilik etmegi we hukuk infrastrukturasyny durmuşa geçirmegiň ýeterlik derejede işlenmedik mehanizmleri bilen baglanyşykly ykdysady çökgünlik ýagdaýlaryny görkezýär. Gazagystanda gymmatly kagyzlar bazarynyň kanunçylyk binýady ýurduň prezidentiniň «Gymmatly kagyzlar we gazna biržasy hakynda» (1995 ý.) Permanynyň (ol kanun güýjüne eýedir), «Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» kanunyň (1997 ý.) 1999-njy ýylda üsti ýetirildi, «Gazagystan respublikasynda gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri bellige almak hakynda» (1997 ý.), «Gazagystan respublikasynda maýa goýum gaznalary hakynda» (1997 ý.), «Gazagystan respublikasynda gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmek hakynda» (1999 ý.) kanunçylyk namalarynyň esasynda döredildi.

Bu kanunçylyk esaslarynyň ýerine ýetrilişine gözegçilik etmek Gymmatly kagyzlar boýunça milli komissiýanyň (GKMK) üstüne ýüklenendir, ol öz derejesi boýunça bazara professional gatnaşyjylaryň işini döwlet tarapyndan düzgünleşdirýän edara bolup durýar. Öz-özüni düzgünleşdirýän guramalar hem bar, olar gymmatly kagyzlar bazaryna professional gatnaşyjylaryň işini utgaşdyrmagy güýçlendirmäge, olaryň bähbitlerini goramaga gönükdirilendir, professional gatnaşyjylar öz gezeginde öz-özlerini düzgünleşdirmelidirler. Bu Gazagystanyň gymmatly kagyzlar bazarynda professional işiň ol ýa-da beýleki görnüşini amala aşyrmaga dalaşgärlere ygtyýarnama

bermek, onuň hereketini togtatmak ýa-da yzyna almak üçin hökmany esas bolup durýar. Şeýle hem öz-özüňi düzgünleşdiriş edaralarynyň gazna bazaryndaky hünärmenleri hünär taýdan okatmak babatynda ygtyýarlyklary bardyr we hakyky hereket edýän institutlar hökmünde olara aýry-aýry gözegçilik wezipeleri hem berilýär.

Gazagystanda gymmatly kagyzlar bazarynyň guramaçylyk gurluşynyň häsiýetli aýratynlyklary bolup, ol şu gurluş böleklerini (gurluş sektorlaryny) içine alýar:

– gazak gazna biržasy, onuň işiniň ileri tutulýan görnüşi hereket edýän kanunçylyga we tassyklanan birža kadalaryna we düzgünnamalaryna laýyklykda gymmatly kagyzlaryň söwdasyny guramak we geçirmek bolup durýar. Listing emitentiň gymmatly kagyzlaryny birža söwdasyna çykarmaga rugsat berýär, birža söwdasy professional gatnaşyjylar tarapyndan öz adyndan ýa-da müşderiniň adyndan, öz hasabyna ýa-da müşderiniň hasabyna amala aşyrylýar;

– biržadan daşary professional sektor, onda dellallar we dilerler mawy fişkalary satyn almak-satmak boýunça geleşikleri baglaşýarlar we durmuşa geçirýärler;

1. Mawy fişkalar – alýan girdejileriniň we diwidendleriň durnukly görkezijileri bolan has iri we ygtybardly kompaniýalaryň paýnamalarydyr.

– satyn alyş sektory, bu ýerde dellallar we dilerler gymmatly kagyzlar bazaryna professional däl gatnaşyjylardan, şol sanda ilatdan, hususylaşdyrylan maýa goýum gaznalaryndan we ş.m. mawy fişkalary satyn almak boýunça amallary geçirýärler;

– gaýtadan satyş sektory dellallar we dilerler tarapyndan mawy fişkalaryň gymmatly kagyzlar bazaryna professional däl gatnaşyjylary goşmak bilen, maýa goýumçylara satylýandygy bilen häsiýetlendirilýär;

– tötänleýin sektor, onda dellallar we dilerler mawy fişkalary hem goşmak bilen, gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri geçirýärler.

Gazagystanyň gymmatly kagyzlar bazarynda istitusional infrastruktura döredildi we hereket edýär, ol bellige alyjylardan, kastodianlardan, dellalçylyk we dilerlik guramalarynyň wekilçiliginde

araçylardan, maýa goýum we pensiýa gaznalaryndan, ätiýaçlandyryş kompaniýalaryndan ybaratdyr.

Kastodianlar bazaryň professional gatnaşyjylary hökmünde çykyş edýärler, müşderileriň özlerine ynanylan gymmatly kagyzlaryny we pul serişdelerini saklamak we hasaba almak boýunça işi amala aşyrýarlar. Dünýä tejribesiniň talaplaryna laýyklykda Gazagystanda iri täjirçilik banklary kastodianlar bolup durýar.

Bellige alyjylar – bu gymmatly kagyzlary saklaýjylaryň reýestrlerini ýöretmek boýunça professional işi alyp barýan kanuny taraplardyr.

Gazagystanda ýöriteleşdirilen gurama hökmünde Merkezleşdirilen depozitriý döredildi, ol gymmatly kagyzlaryň eýelerini hasaba almak we olaryň hukuklaryny tassyklamak boýunça işi, şeýle hem gymmatly kagyzlary maddalaşdyrmazlyk işini amala aşyrýar.

Gazagystanda institusional maýa goýumçylara özleri tarapyndan çekilen serişdeleri gymmatly kagyzlar bukjasyny emele getirmek üçin peýdalanýan subýektler degişlidir: banklar, maýa goýum gaznalary, döwlete degişli däl pensiýa gaznalary, ätiýaçlandyryş kompaniýalary we beýleki guramalar.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň häzirki ýagdaýy köp babatda döwlet we korporatiw gymmatly kagyzlaryň hereket edýän dolanyşyk çygry we olaryň çykarylyşy bilen kesgitlenýär.

Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň esasy görnüşleri olaryň dolanyşyk möhletleri we görnüşleri (diskontlaşdyrylan we göterimli) boýunça şunuň ýaly klassifikasiýa bölünýär:

– MEKKAM – dolanyşyk möhleti 3, 6, 12 aý bolan gysga möhletli, döwletiň materiallaşdyrylmadyk, diskontly gymmatly kagyzlarydyr, ol diskont baha boýunça auksion esasynda ýerleşdirilýär we nominal baha boýunça üzülýär, şunda girdeji ýa-da hak möçberi ýerleme we üzme bahasynyň arasyndaky tapawudy görkezýär;

– MEOKAM - dolanyşyk möhletli 2, 3, 5 ýyl bolan orta möhletli, döwletiň göterimli gymmatly kagyzlarydyr, olar boýunça ýylda 2 gezek kupon göterimi, ýagny hak möçberi tölenýär;

– MEAKAM – dolanyşyk möhleti 10 ýyl bolan uzak möhletli, döwletiň göterimli gymmatly kagyzlarydyr, olar boýunça hak olaryň

dolanyşykda bolýan möhletiniň çäklerinde emissiýadan soň her 6 aýdan tölenýär, göni repo amallary boýunça auksionlarda ýerleşdirilýär;

– NSO – döwletiň materiallaşdyrylmadyk göterimli gymmatly kagyzlary, emissiýanyň bellenen möçberleriniň çäklerinde tapgyrlaýyn çykarylýar, her tapgyr aýratyn goýberilişden ybarat bolup, şahsy we kanuny taraplaryň, rezidentleriň we rezident dälleriň arasynda ýazylyşyk geçirmek ýoly bilen ýerleşdirilýär, NGO boýunça ýerleşdirmegiň göterim şertleri döwletiň üç aýlyk gymmatly kagyzlary boýunça auksion söwdalaryň parametrlerine deňdir;

– Milli bankyň notlary – materiallaşdyrylmadyk diskontly gymmatly kagyzlar, döwletiň gysga möhletleri gymmatly kagyzlarynyň şertleri boýunça ýerleşdirilýär.

Döwletiň gymmayly kagyzlarynyň umumy möçberinde gysga möhletli kagyzlar agdyklyk edýär, bu bolsa olaryň täze emissiýalarynyň hasabyna yzygierli öwezini dolmalary geçirmegi talap edýär we döwlet bergilerine hyzmat etmek boýunça çykdajylaryň esli artmagyna getirýär.

Gazagystanyň ösüp barýan gymmatly kagyzlar bazarynyň kynçylykly meseleleriniň möhüm jähti hem esasy hususy korporatiw sektoryň hakykatdan maýa goýumçylaryň öňünde düýpli borçnamalarynyň ýokdugynda ýüze çykýar, bu bolsa döwletiňki däl gymmatly kagyzlaryň ýeterlik derejede ösmändiginiň bir sebäbi bolup durýar.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň işindäki beýleki düýpli meselelere şular degişlidir:

– gazna bazarynda umumy maýalaşmagyň ujypsyz artmagy;

– ýokary töwekgelçilik we korporatiw gymmatly kagyzlar bazarynda milli maýa goýumçylaryň işjeň gatnaşmagy üçin serişdeleriň ýetmezçiligi;

– gazna geleşiklerine gatnaşýanlaryň hünär derejesiniň ýeterlik bolmazlgy, bu gymmatly kagyzlary çykarmak işine we olaryň dolanyşygyna ýaramaz täsir edýär.

2000-nji ýyldan başlap Gazagystanyň gymmatly kagyzlar bazarynda gymmatly kagyzlaryň täze emissiýalary ýerleşdirilýär:

– notlar – Milli bankyň gysga möhletli döwlet borçnamalary, dolanyşyk möhleti 35 günden 85 güne çenli;

– MEKKAM-9 –Maliýe ministrliginiň (GMM) dokuz aýlyk döwlet borçnamalary;

– MEKKAM-12 – GRMM-niň on iki aýlyk döwlet borçnamalary;

– MEIKAM-18 – GRMM-niň ýarym ýyllyk döwlet borçnamalary;

– MEIKAM-24 – GRMM-niň iki ýyllyk döwlet borçnamalary;

– MEIKAM-48 – GRMM-niň dört ýyllyk döwlet borçnamalary;

– MEOKAM-60 – GRMM-niň bäş ýyllyk döwlet borçnamalary;

– MEIKAM-60 – bäş ýyllyk, indeksirlenen döwletiň gymmatly kagyzlary;

– dolanyşyk möhleti 1 ýyldan 8 ýyla çenli bolan korporatiw obligasiýalar.

Korporatiw obligasiýalaryň bazary ygtybarlylygyň ýokarylygy bilen häsiýetlendirilýär, geleşikleriň umumy möçberinde onuň paýynyň köp bölegi (78%-den gowrak) Gazagystanyň iri banklaryna we önümçilik kompaniýalaryna düşýär.

Gazagystanda has ýörgünli gymmatly kagyzlaryň sanawyna şular girýär:

– «Bank Turan Alem» açyk görnüşli paýdarlar jemgyýetiniň (AGPJ) ýönekeý paýnamalary;

– «Bank Sentr Kredit» AGPJ-niň ýönekeý paýnamalary;

– «Kazahtelekomyň» obligasiýalary;

– «Bank Kaspiýskiý» AGPJ-niň obligasiýalary;

– «Kustanaý Asbest» AGPJ-niň obligasiýasy;

– «Kazahoýl» ÝGPJ-niň obligasiýalary;

– «Kazahstan demir žolunyň» obligasiýalary

Häzirki wagtda Gazagystanda döwletiňki däl gymmatly kagyzlaryň birža dolanyşygynyň paýynyň artma meýli bellenýär.

PEÝDALANYLAN EDEBIÝATLAR

1. «Türkmenistanyň Prezidenti Gurbanguly Mälikgulyýewiç Berdimuhamedow. Gysgaça terjimehal». Aşgabat, 2007 ý.
2. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Türkmenistanda saglygy goraýşy ösdürmegiň ylmy esaslary. Aşgabat, 2007 ý.
3. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Garaşsyzlyga guwanmak, Watany, halky söýmek bagtdyr. Aşgabat, 2007 ý.
4. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Türkmenistan sagdynlygyň we ruhubelentligiň ýurdy. Aşgabat, 2007 ý.
5. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Eserler ýygyndysy. Aşgabat, 2007 ý.
6. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. Aşgabat, 2008.
7. Gurbanguly Berdimuhamedowyň ýurdy täzeden galkyndyrmak baradaky syýasaty. Aşgabat, 2007 ý.
8. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Türkmenistanyň ykdysady strategiýasy: halka daýanyp, halkyň hatyrasyna. «Türkmenistan» gazeti, 10-njy maý, 2010 ý.
9. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Türkmenistanyň durmuş-ykdysady ösüşiniň döwlet kadalaşdyrylyşy I, II tom. Aşgabat, 2010 ý.
10. Türkmenistanyň Konstitusiýasy. Aşgabat, 2010 ý.
11. Türkmenistanyň raýatlaryna Aşgabat, şäherinde täze gurlan jaýlardan öýleri satyn almaga gozgalmaýan emläkler üçin karz bermegiň tertibi. Aşgabat, 2008ý.
12. Türkmenistanyň raýatlaryna hususy ýaşaýyş jaýlaryny gozgalmaýan emläk hökmünde girewine goýup, satyn almaga karzlary bermegiň tertibi hakynda düzgünnama. Aşgabat, 2008 ý.
13. Türkmensitanyň ýaşulularynyň maslahaty. «Türkmenistan» gazeti, 15-nji maý, 2010 ý.

14. Türkmenistanyň kanuny. «Kiçi we orta telekeçiligi döwlet tarapyndan goldamak hakynda». Aşgabat, 2009ý.
15. Türkmenistanyň Raýat bitewi kanuny. Aşgabat, 1999 ý.
16. Türkmenistanyň kanuny. «Türkmenistanyň Merkezi banky hakynda», «Türkmenistan» gazeti, 19-njy noýabr, 1993 ý.
17. Türkmenistanyň kanuny «Salgytlar hakynda». Türkmenistanyň Bitewi kanunyna üýtgetmeler we goşmaçalar girizmek hakynda. «Türkmenistan» gazeti, 18-nji mart, 2008 ý.
18. Türkmenistanyň kanuny. «Kommersiýa banklary we bank işi hakynda», «Türkmenistan» gazeti, 23-nji noýabr, 1993 ý.
19. Türkmenistanda nagt däl hasaplaşyklar hakynda düzgünnama. Aşgabat, 2009 ý.
20. Türkmenistanyň Prezidentiniň Karary. «Daşary ýurt puluny kadalaşdyrmak we milli puluň ýeke-täk hümmetini saklamak boýunça esasy çäreler hakynda». «Türkmenistan» gazeti, 30-njy maý, 2008 ý.
21. «Türkmenistanyň Bankara walýuta biržasynda walýutanyň birža söwdasynyň düzgüni». «Türkmenistan» gazeti, 30-njy maý, 2008 ý.
22. Türkmenistanyň kanuny. «Walýuta operasiýalaryny düzgünleşdirmek hakynda», «Türkmenistan» gazeti, 30-njy noýabr, 1993 ý.
23. Türkmenistanyň kanuny. «Türkmenistanda gymmatly kagyzlary we fond biržalary hakynda». «Türkmenistan» gazeti, 18-nji ýanwar, 1994 ý.
24. Türkmenistanyň kanuny. «Kärhanalar hakynda». «Türkmenistan» gazeti, 31-nji iýul, 2000 ý.
25. Türkmenistanyň zähmet kodeksi. 2009 ý.
26. Türkmenistanyň kanuny «Pul birligi hakynda». Aşgabat, 1993 ý.
27. «Türkmenistanyň Prezidentiniň obalaryň, şäherçeleriň, etrapdaky şäherleriň we etrap merkezleriniň ilatynyň durmuş ýaşaýyş şertlerini özgertmek boýunça 2020-nji ýyla çenli döwür üçin Milli Maksatnamasy». Aşgabat, 2007 ý.
28. Türkmenistanyň 2030-njy ýyla çenli durmuş-ykdysady ösüşiniň esasy görkezijileri. Aşgabat, 2010 ý.

29. «Türkmenistanda Bankara walýuta biržasynyň Düzgünnamasy». «Türkmenistan» gazeti, 30-njy maý, 2008 ý.
30. *Килячков А.А*. «Рынок ценных бумаг» Москва, 2006 г.
31. *Колесников В.И*. «Ценные бумаги» Учебник. Москва, 2006 г.
32. *Фёдоров А.В*. «Анализ финансовых рынков и торговля финансовыми активами». Москва, 2009 г.
33. *Шенин Р.К*. «Банковские системы стран мира» учебное пособие. Москва, 2010 г.

MAZMUNY

I bap
GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY-YKDYSADYÝETI MALIÝELEŞDIRMEGIŇ GOŞMAÇA ÇEŞMESI HÖKMÜNDE 9
1.1. Öz-özüňi maliýeleşdirmegiň umumy jähtleri 9
1.2. Mikroderejede öz-özüňi maliýeleşdirmek: düýp manysy we ýörelgeleri 12
1.3. Makroderejede öz-özüňi maliýeleşdirmek we gymmatly kagyzlar bazary 17

II bap
GYMMATLY KAGYZLARYŇ GÖRNÜŞLERI 21
2.1. Gymmatly kagyzlaryň klassifikasiýasy 21
2.2. Korporatiw gymmatly kagyzlar 29
2.3. Döwletiň gymmatly kagyzlary 40
2.4. Döredilen gymmatly kagyzlar we maliýe gurallary 48
2.5. Halkara gymmatly kagyzlar 58
2.6. Gymmatly kagyzlaryň gymmatlyk häsiýetnamalary 68

III bap
MÖHLETLI BAZARDA DÖREDILEN GYMMATLY KAGYZLAR BILEN AMALLAR 77
3.1. Umumy düzgünler 77
3.2. Forwardlar we swoplar 82
3.3. Depozitar ýazgylar 93
3.4. Russiýa Federasiýasynyň döreden gymmatly kagyzlary 98

IV bap
HÄZIRKI ZAMAN GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNYŇ GURLUŞY WE ONUŇ HÄSIÝETNAMASY 105
4.1. Bazaryň umumy häsiýetnamasy 105
4.2. Birinji bazar (biržadan daşary) 109
4.3. Ikinji birža bazary (gazna biržasy) 115
4.4. Gymmatly kagyzlaryň köçe bazary 122

V bap
GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNDA ÇÖZGÜTLERI KABUL ETMEGIŇ GURALY 127
5.1. Gazna biržasyny düýpli seljermek 128
5.2. Gymmat bahaly kagyzlara baha bermegiň usuly (reýting) 133
5.3. Gazna bazarynyň tehniki seljerilişi 138
5.4. Gymmatly kagyzlar bukjasyny emele getirmek 144

VI bap
GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNY DÖWLET TARAPYNDAN DÜZGÜNLEŞDIRMEK ULGAMY 151
6.1. Düzgünleşdirmegiň umumy jähtleri 151
6.2. Gözegçilik edaralary 154
6.3. Kanunçylyk-hukuk binýady 161
6.4. Gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmek 165

VII bap
GAZNA BIRŽASY: GÜNBATAR MODELI 173
7.1. Gazna biržasynyň döremegi we ösüşi 173
7.2. Biržanyň guramaçylykly gurluşy 178
7.3. Birža amallary 182
7.4. Gazna biržalarynyň milli aýratynlygy 188
7.5. Gymmatly kagyzlar bazaryny kompýuterleşdirmek 202

VIII bap

GAZNA BIRŽASYNYŇ EWOLÝUSIÝASY .205

8.1. Birža we karz-maliýe institutlary 205
8.2. Birža spekulýasiýalarynyň emele gelşi. 212

IX bap

ABŞ-nyň GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY 221

9.1. Bazaryň gurluşy 221
9.2. Gymmatly kagyzlar 232
9.3. Gymmatly kagyzlar bazarynyň esasy ösüş meýilleri 248

X bap

ÝAPONIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY 252

10.1. Bazaryň gurluşy 252
10.2. Gymmatly kagyzlaryň görnüşleri we dolanyşyk aýratynlyklary 253
10.3. Birža gazna bazary: guralyşy, düzgünleşdirmek, ösüş meýilleri 258

XI bap

GERMANIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY 263

11.1. Germaniýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüş meýilleri. 263
11.2. Gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşy 266
11.3. Gymmatly kagyzlaryň görnüşleri 283
11.4. Gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek 294

XII bap

BEÝIK BRITANIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY 302

12.1. Bazaryň gurluşy 302
12.2. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygy. 303
12.3. Birža gazna bazary 310
12.4. Bazary düzgünleşdirmek 315

XIII bap
FRANSIÝANYŇ WE ITALIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY 319
13.1. Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazary .319
13.2. Italiýanyň gymmatly kagyzlar bazary .323

XIV bap
GÜNDOGAR ÝEWROPA WE GARAŞSYZ DÖWLETLERIŇ ARKALAŞYGYNA GIRÝÄN ÝURTLARYŇ GAZNA BAZARLARY 331
14.1. Gündogar Ýewropa ýurtlarynyň gymmatly kagyzlar bazary. 331
14.2. Garaşsyz Döwletleriň Arkalaşygyna giryän ýurtlaryň gymmatly kagyzlar bazary 342

Peýdalanylan edebiýatlar. 359

Gurbanberdi Eýeberdiýew,
Annamuhammet Geldimämmedow

BIRŽA IŞI WE GYMMAT BAHALY KAGYZLAR BAZARY

Ýokarky okuw mekdepleri üçin
okuw kitaby

Redaktor *A. Orazmuhammedowa*
Tehredaktor *O. Nurýagdyýewa*
Neşir üçin jogapkär *A. Muhanow*

Çap etmäge rugsat edildi 08.07.2013. Ölçegi 60x90 $^{1}/_{16}$. Edebi garniturasy.
Şertli çap listi 23,0. Şertli reňkli ottiski 39,25. Hasap-neşir listi 19,82.
Çap listi 23,0. Sany 1000. Sargyt № 749.

Türkmen döwlet neşirýat gullugy.
744000, Aşgabat, Garaşsyzlyk şaýoly, 100.

Türkmen döwlet neşirýat gullugynyň Metbugat merkezi.
744004, Aşgabat, 1995-nji köçe, 20.