

N. Halow, D. Öwezow

# GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

Ýokary okuw mekdepleri üçin okuw kitaby

*Türkmenistanyň Bilim ministrligi  
tarapyndan hödürlenildi*

Aşgabat  
Türkmen döwlet neşirýat gullugy  
2016

UOK 378:336.7

H 19

**Halow N., Öwezow D.**

H 19      **Gymmatly kagyzlar bazary.** Ýokary okuw mekdepleri  
üçin okuw kitaby. –A.: Türkmen döwlet neşirýat gullugy, 2016.

«Gymmatly kagyzlar bazary» okuw kitaby ykdysady ugurdan bilim  
alýan talyplara, aspirantlara, maliýe-karz ulgamynda işleýän hünärmenlere  
hem-de kärhananyň maliýe gulluklaryna niýetlenendir.

TDKP № 89, 2016

KBK 65.9(2) ýa 73

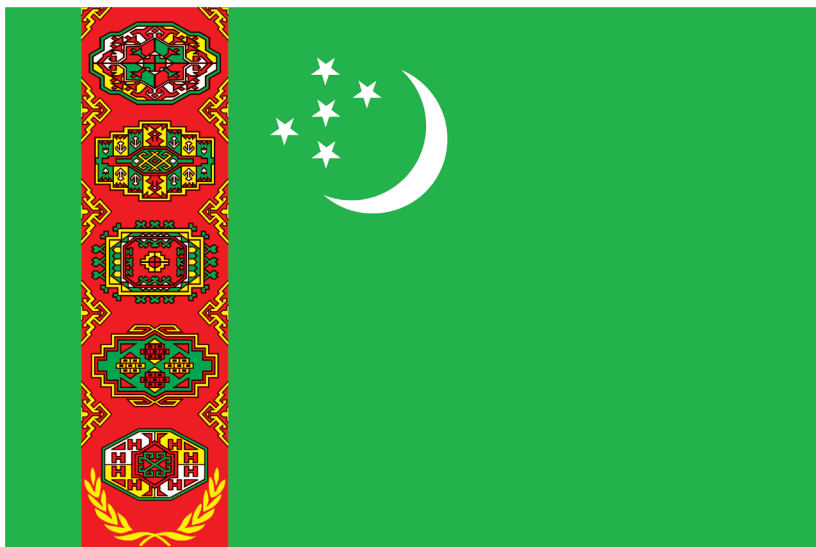
© N. Halow, D. Öwezow, 2016.

**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 önünde.

*Gaytalama:*

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, syndýrmaz siller,  
Nesiller döş gerip gorar şanymyz.

*Gaytalama:*

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

## GIRIŞ

Türkmenistanyň Prezidenti Hormatly Gurbanguly Berdimuhamedowyň ýolbaşçylygynda ýurdumyzyň keşbi tanalmaz derejede özgerýär, halkymyzyň ýaşayyş-durmuş derejesi ýokarlanýar. Hormatly Prezidentimiziň «Döwlet adam üçindir!» diýen şygaryndan ruhlanylýp, ýurdumyzda durmuşa geçirilýän il-ýurt bähbitli beýik işler türkmen döwletini, ruhubelent türkmen milletiniň bagtyýarlygyny belende göterýär. Bu işler bazar gatnaşyklaryna asuda geçmegiň şertlerinde milli ykdysadyýetiň durnukly we sazlaşykly innowasion ösüşini kesgitleýän baş döwlet maksatnamalary bolan ”Türkmenistanyň durmuş ykdysady ösüşiniň 2011-2030-njy ýyllar üçin Milli maksatnamasyndan” we “Türkmenistanyň Prezidentiniň obalaryň, şäherçeleriň, etraplardaky şäherleriň we etrap merkezleriniň ilatynyň ýaşayyş-durmuş şertlerini özgertmek boýunça 2020-nji ýyla çenli döwür üçin Milli maksatnamasyndan” ugur alnyp amala aşyrylýar. Hormatly Prezidentimiziň başlangyjy bilen durmuşa geçirilýän taslamalar Türkmenistanyň ykdysadyýetini mundan beýläk-de pugtalandyrmaga, ony döwrebaplaşdyrylan, ýokary tehnologiýalara esaslanýan innowasion ykdysadyýete öwürmäge, ýurduň pudaklaryny, sebitlerini deňeçer we depginli ösdürmäge, ahyrky netijede, ilatyň ýaşayyş-durmuş derejesini has-da ýokarlandyrmaga ýardam eder. Şu nukdaýnazardan ilkinji nobatda ýokary derejedäki innowasion tehnologiýaly gaýtadan işleýän senagat pudaklarynyň ykdysady ösüşe goşandyny artdyrmagyň, maýa goýumlarynyň uly möçberlerini netijeli ugurlara gönükdirmegi dowam etdirmegiň, şeýle hem durmuş ulgamlaryny ösdürmäge ünsi güýçlendirmegiň, halkyň ýaşayyş-durmuş derejesini mundan beýläk-de ýokarlandyrmak üçin toplumlaýyn işleri amala aşyrmagyň hem-de gurluş özgertmeleri dowam etdirmegiň hasabyna ýetmek göz önünde tutulýar. Bu

ugurda diňe bir Türkmenistanyň däl, eýsem, tutuş sebitde we onuň çäkleriniň daşynda ykdysady ösüşiň gazanylmagyna güýçli itergi berjek milli ykdysadyýetimiziň sütüni bolan ýangyç-energetika toplumynda iri möçberli taslamalary, şeýle hem ýurdumyzyň geoykdysady ýerleşişiniň ägirt uly mümkinçiliklerini durmuşa geçirmek üçin giň gerimli taslamalary üstünlikli amala aşyrmaklyk dowam etdirilýär.

Hormatly Prezidentimiziň ýolbaşçylygynda ykdysadyýetiň ähli ugurlarynda ýokary derejeli güýçli depginli ösüşler gazanylýar. Hormatly Prezidentimiziň baştutanlygynda döwlet tarapyndan alnyp barylýan ähli özgertmeler halkyň hal ýagdaýyny ýokary götermäge gönükdirilendir.

Ýurdumyzy dünýäniň ösen ýurtlarynyň hataryna çykarmakda, öndüriji güýçleriň ösmegine, önümçilik gatnaşyklarynyň kämilleşmegine, maliýe serişdelerine bolan gymmaty artdyrmakda, maliýe serişdeleriniň hereketiniň sazlaşykly ýagdaýyny döretmekde, ilatyň durmuş-ýaşaýyş derejesini ýokarlandyrmak, ykdysadyýeti diwersifikasiýalaşdyrmak syýasatynda beýleki ykdysady gurallar bilen bir hatarda gymmatly kagyzlara hem uly orun degişlidir.

Hormatly Prezidentimiz Gurbanguly Berdimuhamedow: “Türkmenistanyň durmuş-ykdysady ösüşiniň döwlet kadalaşdyrylyşy” atly okuw gollanmasynda “Maliýe maýa goýumlary – bu ak-siýalara, obligassiýalara, beýleki gymmatly kagyzlara gönükdirilýän goýumlar bolmak bilen, emlägiň eýesiniň resmi derejesi bilen gönüden-göni bagly bolýar we emläkden girdeji almak hukugyna eýe edýär” diýip belleýär.

Ýurdumyzyň ykdysadyýetini ösdürmek bilen bir hatarda Hormatly Prezidentimiz tarapyndan gymmatly kagyzlaryň dolanyşygyny kämilleşdirmek maksady bilen 2014-nji ýylyň 8-nji noýabrynda Türkmenistanyň „Gymmatly kagyzzar bazary hakyndaky” kanun kabul edildi. Bu bazar ykdysadyýetine geçiş döwründe ýurdumyzyň ykdysadyýetini ösdürmek bilen bir hatarda ony dünýäniň ösen döwletleriniň derejesine çykarmakda möhüm ädimleriň biridir.

“Gymmatly kagyzzar bazary” okuw kitaby 2 bölümden ybarat bolup, onuň “Gymmatly kagyzzar bazarynyň nazaryýeti” diýilýän birinji bölümünde, gymmatly kagyzlaryň nazary esaslary giňeşleýin belenip geçilýär. Okuw kitabyň ikinji bölümü “Gymmatly kagyzzar



bazary” diýip atlandyrylyp, onda dünýä tejribesinde ulanylýan gymmatly kagyzlaryň esasy wezipeleri hakynda giňişleýin düşünje berilýär.

“Gymmatly kagyzlar bazary” dersi “Ykdysady nazaryýet”, “Maliýe”, “Salgytlar we salgyt salmak”, “Döwlet býujeti”, “Daşary döwletleriň maliýesi”, “Dünýä gazna bazary” dersleri we maliýe ulgamyna degişli maliýe bazary bilen berk arabaglanyşykda bolmak bilen, ol ykdysadyýetimizi döwrebaplaşdyrmakda, maliýe bazary, onuň düzüm bölekleri we durmuş ulgamyny ösdürmekde talyplara ykdysady ösüşiň häsiýetli ugurlaryny öwrenmeklige ýardam eder.

“Gymmatly kagyzlar bazary” okuw kitaby ykdysady ugurlar boýunça okaýan talyplara, esasan-da “Gymmatly kagyzlar bazary” hünäri boýunça okaýan talyplar üçin niýetlenendir. Dünýäniň maliýe bazarlarynda giňden ulanylýan gymmatly kagyzlaryň ähmiýetini, zerurlygyny we görnüşlerini öwrenmek her bir ykdysadçy üçin zerur bolup durýar.

### I BAP

#### GYMMATLY KAGYZLARYŇ DÜÝP MAZMUNY WE OLARYŇ NAZARYÝET BABATDA ESASLANDYRYLMAGY

##### 1.1.1. Gymmatly kagyzlar barada umumy düşünje we olaryň nazary esaslary

Ykdysadyýetiň düzümi bölükleriniň sazlaşygyny islendik jemgijetde hem belli tertipde emele getirilen pul serişdesiz, ýagny döwlet bilen kärhanalaryň arasynda, döwlet bilen dürli raýatlaryň arasynda, kärhanalar bilen raýatlaryň arasynda emele gelýän pul gatnaşyksyz göz önüne getirmek mümkindäldir. Pul dolanyşygynyň sazlaşykly ýagdaýyny üpjün etmek döwletiň önünde durýan esasy meseleleriň biri bolup, dürli maliýe gurallary ulanmak arkaly döwlet pul dolanyşygynyň has-da kämil ýagdaýynyň döremegini üpjün etmelidir. Dünýa tejribesinden belli bolşy ýaly, gymmatly kagyzlar pul dolanyşygynyň, pul gatnaşyklarynyň sazlaşygyny ýola goýmakda möhüm maliýe gurallary hökmünde aýratyn ähmiýete eýedir.

Türkmenistanyň «Gymmatly kagyzlar hakyndaky» Kanununda (18.11.2014 ý) gymmatly kagyzlara şeýle kesgitleme berilýär: gymmatly kagyzlar – mälüm edilende birine geçirilmegi we amala aşyrylmagy mümkin bolan, özünde berkidilen emläk hukuklaryny tassyklaýan resminamalar. Gymmatly kagyzlar atly we teklipli ediji üçin bolup bilýärler.

Atly gymmatly kagyzlar – özlerine bolan hukuklaryň geçmegi we olarda berkidilen emläk hukuklarynyň amala aşyrylmagy eýesiniň hökmany kybaplaşdyrylmagy we onuň adynyň gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynda bellige alynmagy talap edilýän gymmatly kagyzlar.

Teklipli ediji üçin gymmatly kagyzlar – özlerine bolan hukuklaryň geçmegi we olarda berkidilen emläk hukuklarynyň amala aşyrylmagy,

eýesiniň hökmany kybaplaşdyrylmagy talap edilmeýän gymmatly kagyzzlar;

Maýa goýum (düýpli) gymmatly kagyzy – maýa goýum serişdesi hökmünde dolanyşykda bolýan we ýuridiki şahsyň maýasynda maýa goýum paýy, oňa gatnaşmagyň paýy ýa-da başga bähbitli görnüşde eýeçiligiň bardygyny tassyklaýan atly gymmatly kagyzyň ýa-da tek-lip ediji üçin gymmatly kagyzyň görnüşi.

Dünýä tejribesinde gymmatly kagyzzlaryň görnüşleri köp bolup, olar dürli-dürliüligi bilen tapawutlanýarlar.

Türkmenistanyň «Gymmatly kagyzzlar hakyndaky» Kanunynda bellenilişi ýaly, esasy gymmatly kagyzzlara paýnamalar, obligasiýalar, geçirilýän wekseller, geçirilýän bank depozit sertifikaty, gymmatly kagyzzlardan öndürilýän kagyzzlar (deriwatiwler) degişlidir.

Gymmatly kagyzzlary aşakdaky alamatlar esasynda kesgitläp bo-lar:

- bu hukuk resminama;
- bu resminamany kesgitlenen görnüşde tassyklanan hem-de hökmany belgilerinden ybarat;
- bu emläk hukugy kepillendiriji resminama;
- bu resminama emlägi başga birine geçirme hukuga mümkin-çilik berýän resminamadyr.

Gymmatly kagyzzlar maliýe serişdeleri hökmünde hereket edip, hukuga kepill geçýän subutnama hem-de aýratyn wezipeli zerur ala-matlary bolan resminama bolup durýar. Gymmatly kagyzzlaryň he-reket etmegi bilen geljekde eýesine kesgitlenen möhletde goşmaça gymmatly hem döredip biljek ýa-da dürli amallary geçirmäge müm-kinçilik döredip biljek resminamadyr.

Gymmatly kagyzzlaryň dolanyşygy esasynda gazna biržasynda amala aşyrylýar. Birža kesgitlenen tertipde belli gymmatlyklaryň ýerleşdirilýän ýeridir. Biržada çig mallar, materiallar, walýutalar, gymmatly kagyzzlar, karz serişdeleri şeýle-de, işçi güýji we başga gymmatlyklar ýerleşdirilip bilner. Biržada nyrhларыň kesgitlenişi diňe islegiň we teklibiň esasynda deňlik nokadyna barmalydyr.

Ykdysady gatnaşyklarda puluň bir tarapdan beýleki tarapa geçmek zerurlygy ýüze çykýar. Gymmatly kagyzzlary zerur bolan pul serişdeleri çekmekde, has takygy ýurduň pul dolanyşygynyň sazlaşygynda aýratyn ähmiýetli gurallaryň biri bolup durýar. Wagt-

laýyn ulanyлмаýan pul serişdelerini dürli ugurlara çekmekde we olaryň netijeli ulanylmagy iki tarapa-da, ýagny gymmatly kagyzlary satyja we satyn alyja öz bähbitleri bilen täsirini ýetirýär.

Gymmatly kagyzlary satyn alyjy wagtlaýyn ulanylman duran pul serişdelerinden peýda gazanmak ýa-da bellibir işi amala aşyrmak isleýän bolsa, gymmatly kagyzlary satyjy dürli maksatlar üçin (ýa-da döwlet tarapyndan öndürilip bellibir maksada gönükdirilise) ýa-da peýda almak maksady bilen önüm öndürmek üçin, şeýle-de, dürli hyzmatlary amala aşyrmak üçin (edara, kärhanalar tarapyndan) pul serişdeleri çekmek bilen önümçiligi giňeltmek ýa-da dürli ugurlardaky edilýän hyzmatlaryň has-da netijeli bolmagyny gazanyp biler.

Beýleki bazarlarda bolşy ýaly, gymmatly kagyzlary bazarynda hem satylýan gymmatly kagyzlara isleg bolýar, şol isleg dürli sebäplere görä üýtgäp biler, isleg hyrydarlar tarapyndan gymmatly kagyzlary alyjylar, beýleki tarapdan bolsa teklipl, ýagny gymmatly kagyzlary dolanyşyga çykaryjylar (satyjylar) bolup durýar. Isleg bilen teklipliň birleşýän nokady bolsa, deňlik nokadyr. Şol deňlik nokady bazaryň şol wagtky ýagdaýy bolup, dürli sebäplere görä üýtgäp, ýagny ýokarky ýa-da pese düşüp biler.

Gymmatly kagyzlary ulanmak arkaly ykdysady ulgamda alyş-çalşygyň has-da amatly ýagdaýyny döredip bolar. Haryt ýa-da beýleki gymmatlyklary almaga dürli sebäplere görä pul serişdeleri şol wagt bolman, ýa-da hasaplaşyk hasabyna gelmedik ýagdaýynda satyjy bilen alyjy öz aralarynda şertnama baglaşyp biler. Şondan soň pul serişdeleri hasaplaşyk hasabyna gelen mahaly şertnamada görkezilen harydyň bahasyndan we möçberinden harydy alyp biler. Mundan başga-da, gymmatly kagyzlaryň bir eýeden başga bir eýä geçmegi hem örän möhümdir. Gymmatly kagyzlary pula zerurlyk dörän ýagdaýynda satylýp bilner, bu öz gezeginde ykdysadyýetdäki alyş-çalyş ulgamynda gymmatly kagyzlaryň ornunyň örän möhümdigini häsiýetlendirýär.

Ykdysady nazaryýet esasynda seredeniňde haryt-sowda ulgamy esasy iki topara bölünýär: haryt we pul. Haryda material gymmatlyklar diýlip düşünilýär. Pul bolsa ahlumumy ekwiwalent bolmak bilen, ol karz maýasyna öwürlip, ýagny goşmaça pul getirýän gymmatlyk bolup biler.

### 1.1.2. Gymmatly kagyzlara kanuny-hukuk esaslary

Gymmatly kagyzlara hukuk taýdan kesgitleme bereniňde, gymmatly kagyrlar - bu kanuny tarapdan kesgitlenen alamatlary bolan, emläk hukugyny kepillendirýän, bir tarapdan başga tarapa geçireniňde ýa-da iş ýüzüne geçmesi diňe ony görkezmek esasynda amala aşyrylýan resminamadyr.

Paýnamany satýan tarap bilen, paýnamany satyn alýan tarapyň arasynda ýa-da gymmatly kagyrlar bazarynda dürli ýagdaýlar ýüze çykyp biler. Şonuň üçin şol gatnaşyklaryň has-da kämil ýagdaýyny saýlap – seçip, döwlet tarapynda has berkedilen hukuk binýady döredilýär.

Paýnamalary satyn alanlar korporasiýanyň eýeleri we onuň ilkibaşdaky kapitalynyň upjun edijileri bolup çykyş edýärler. Eger korporasiýanyň işi ugruna bolsa, onda paýdarlar özleriniň maýa goýumlarynyň ösmegini we diwidendleriň möçberleriniň ýokarlanmagyny gazanýarlar. Eger kompaniýanyň işi dürli sebäplere görä ýatyrylsa, onda paýnamalary saklaýjylar özüniň ähli goýum goýan maliýe serişdelerini ytitip bilýärler.

Öz kapitalyny köpeltmek üçin kompaniýa her bir paýdarlary dolanyşykdaky paýnamalaryň sanyna deň ölçeglilikde gosmaça paýnamalary satyn almaga hukuk berip bilýär. Saklaýjy şonda öz hukuklaryny birikdirip, täze paýnamalara ýazylyp bilýär. Diýmek, saklaýja artyk hukuklardan dynmaga we ýetmeýänini satyn almaga mümkinçilik berýän hukuk bazary emele gelýär.

Hukuklar diwidendleriň tölenilişi ýaly, amala aşyrylýar. Takyk pursatda saklaýjylar hasaba alnanda kitapçasy “ýapylýar” we onda görkezilenleriň ählisi hukuk alýarlar. Şonuň yaly pursat hasap edilýän ýa-da ýazuw güni diýlip atlandyrylýar. Eger hukuk bir tarapdan başga tarapa geçýän bolsa, onda bu, köplenç, ýer tutýar ýa-da paýnamalaryň saklaýjylaryna hukuklaryň takyk sanyna sertifikat iberilýär. Seýrek ýagdaýlarda, hukuk geçirilmäge degişli bolmasa, olary diňe bir ýazuw pursadynda kitapçada ady duran saklaýjy amala aşyryp bilýär.

Eger kompaniýanyň paýnamalaryna biržada uly isleg bildirilýän bolsa, onda olar teoretik mazmunly baha boýunça örän seýrek satylýar, sebäbi bu ýagdaýda sowda harajatlary hem-de teklipl bilen islegiň deňsiz ýagdaýda bolmagy orun eýeleýär. Satyjy bahanyň üýtgän pur-

sadynda degişli ýerine habar bermäge borçlanýar. Satyjynyň investision dilleriň ýa-da birža dellalçysy hukuklarynyň berilmegini kepillendirmek üçin oňa nagt pul ýa-da gymmatly kagyzzar bilen depozitiň tölenilmegini talap edip bolýar. Dellalçy hem alyjynyň dellalçysynyň ýa-da brokeriniň hukuklaryny öz üstüne almaga. Eger tersleşik ýokardaky ýagdaýlarda amala aşyrylýan bolsa, alyjydan hem şol bir meňzeş usullar bilen satyn almaga sargyt edilende, haryt üçin tölegiň şol bir pursatda tölenilmeği talap edilip bilinýär. Haçanda hukuklar ýeterlikli bolanda, bu döwürde baglaşylan şertnamalar hasaplamak we eltip bermek ýoly bilen çözülýär, soňraky şertnamalar bolsa, nagt pullaryň tölenilmeği ýa-da yzygiderli eltip berilmegi bilen amala aşyrylýar. Bir biržada nagt pul bilen tölenilmeği, başga biržalarda bolsa yzygiderli üpjün edilmegi talap edilýär.

Paýnamalary satyn almak hakyndaky karar düýpli geçirilýän seljermeden, ýagny gymmatly kagyzzaryň seljermesi diyip atlandyrylýan seljermeden gelip çykýar. Şonuň ýaly seljerme pudaklaryň we aýry kompaniýalaryň gymmatly kagyzzaryny düýpli öwrenmekden ybaratdyr. Beýle gözlegleri geçirmäge wagty ýoklugy üçin investision-dellalçy kärhanalaryň wekilleri tejribede ylmy-barlag kärhanalarynyň hyzmatlaryndan we maglumatlaryň başga çeşmelerinden peýdalanýarlar. Ýöne bu bölümleriň işgärleri bu netijä nähili gelyändigine olar oňat düşünmelidir.

Düýpli seljerme pudak seljermesinden başlanýar. Ilkinji nobatda bellibir wagtda iň gowy netije berjek pudaklar saýlanyp-seçilýär. Soňra bu pudaklarda kompaniýalar-liderler kesgitlenilýär. Ösüş derejesine baglylykda pudaklar görnüşlere bölünýärler. Emele gelyän, ösüp barýan, durnukly, döwürleýin, bäsleşikli we güýçden gaçyp barýan pudaklar tapawutlandyrylýar. Emele gelyän pudaklar paýnamalary satyn almaga isleg bildirýän investitorlar üçin mydama elýeterli däl. Olar bazara paýnamalary çykarmaýan köp bolmadyk hususy korporasiýalaryň eýeçiligindedir.

Ortaça girdejilige garanyňda, ösýän kompaniýanyň investirlenilen kapitalla görä birnäçe ýylyň dowamynda hasaplanan girdejiligi has ýokary bolmalydyr. Geljekde-de şonuň ýaly düzgüni saklamak netijesi göz önünde tutulmalydyr. Harajatlara güýçli barlag geçirilmegi bilen satuwyň gymmat we fiziki göwrümleriniň köpelmegi ösüş kompaniýasy üçin mahsusdyr.

Ösen pudaklara garanynda ýaş pudaklar, köplenç, has ýokary derejelerde ösýärler. Haçanda pudak öz ösüşiniň iň ýokary derejesinden geçensoň, baha bäsleşigi güýçlenýär we peýdanyň normasy ýokary görterilýär. Eger kompaniýa zähmeti köp talap edýän pudaklara degişli bolsa, onda onuň uly iş haky gaznasy barýan diwidentleriň tölenilmegini kynlaşdyryp bilýär. Eger kompaniýanyň işi zähmeti az talap edýän bolsa, onda ösüp barýan girdeji bir paýnama hasaplanýan girdejiniň ýokary derejesini üpjün edýär.

Girdejili paýnamalar diýen düşünje, diwidentleri gaýgyrmazlyk bilen tölenilýän paýnamalardyr. Girdejili paýnamalaryň bahasynyň we kapitalyň ösüş netijesiniň üýtgemeginiň netijeliligi uly däl. Ýöne ýokary derejeli diwidentli paýnamalaryň ählisi girdejili paýnamalar diýip düşünmeli däl.

Dünýä tejribesinden belli bolşy ýaly, jemgyýetde ýüze çykýan gatnaşyklaryň, höwesleriň has-da kämil ýagdaýyny döretmek üçin, ilkinji nobat şol gatnaşyjlarda ýüze çykjak dürli ýagdaýlary göz önünde tutmak bilen, onuň ähli taraplara bähbitli hukuk binýadyny döretmelidir. Gerekli ýerinde, düzgün bozmalary ýok etmek maksady bilen jerimleri hem deňlilik derejesinde ulanmagy ýola goýmalydyr. Gymmatly kagyzlar hem ykdysadyýetde, has anygy alyş-çalyşda, pul dolanyşykda aýratyn ähmiýetli guraldyr, çünki gymmatly kagyzlar ykdysadyýetiň ösüşini has-da ýokary derejeler bilen ösdürmäge, pul dolanyşygynyň tizligini has-da ýokarlandyrmaga ýardam edýän ykdysadyýeti sazlaşdyryjy aýratyn ähmiýetli resminamalardyr.

### **1.1.3. Gymmatly kagyzlaryň ykdysady esaslary**

Ýuridiki tarapdan seredeniňde gymmatly kagyzlar aýlanyşygy kesgitlenen tertip bilen hereket edýär, ýagny kanuny esasynda nähili tertip döredilen bolsa, şoňa laýyklykda hereket etmeli. Ykdysady tarapynda gymmatly kagyzlara seredeniňde bolsa bu jemgyýetde kapitalyň öndürilmegi, ulanylmagy we dolanmagy esasynda ýüze çykýan gatnaşyklardyr, bir tarapdan seredeniňde ol kapitalyň nusgasy, ýöne şol bir wagtyň özünde hem ol kapitalyň özüdir.

Kärhanada ýa-da korporasiýada özüniň önümçilik işini amala aşyrmak üçin, bellibir möçberde pul serişdeleri ýa-da esasan, peýdanyň we ulanyş geçirimleriniň hasabyna emele getirilýän pul maýasy bol-

malydyr. 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 soňra 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 bahany özünde jemleýär. Kärhananyň jemi girdejisini üç esasy element, ýagny dolanyşyk maýasy, esasy maýanyň gymmatynyň önümiň (işleriň we hyzmatlaryň) bahasyna geçirilen bölegi (ulanyş geçirimlери görnüşinde) we kärhananyň peýdasy emele getirýär.

Dolanyşygyň barşynda önümçilik maýasynyň dürli görnüşleri her hili hereket edýärler. Önümçilik maýasynyň bir bölegi zähmet serişdeleri görnüşinde uzak döwürüň dowamynda hereket edýär - bu esasy maýadyr, onuň beýleki bölegi önümçiligiň barşynda bir gezek peýdalanylýar – bu dolanyşyk maýasydyr. Önümçiligiň barşynda esasy maýa haryt maýasynyň bellibir bölegine öwürlmek bilen, kem-kemden, bölekleyin, özüniň könelişine baglylykda öz gymmatyny öndürilýän önüme (harytlara, hyzmatlara) geçirýär. Bu iş köp önümçilik yzygiderligiň dowamynda amala aşyrylýar we esasy maýanyň zähmet serişdeleriniň aýry-aýry görnüşleri doly könelýänçä dowam edýär.

Dolanyşyk maýasy toplanş 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 bellibir möçberini satyn almak ýoly bilen önümçilik maýasyna öwürülmelidir.

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



Käbir ýagdaýlarda paýdarlara tölenýän diwidentleriň 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.

Kompaniýalaryň we kärhanalaryň derejesinde pul maýasynyň toplanyşyny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek, diýmek, kärhanalaryň öz-özünü maliýeleşdirmegini düzgünleşdirmek, salgyt syýasaty arkaly amala aşyrylýar. Döwletiň maliýe syýasatynyň bir bölegi hökmünde salgyt syýasaty hökümetiň çökgünlige, hümmetsizlenmä garşy çäreler toplумы 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 tutumy (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 geçirimleri gaznasyny kärhananyň administrasiýasy (ýolbaşçylary) ygtyýar edýärler, peýdany paýdarlar, subsidiýalar, dotasiýalar, ýeňillikler (salgyt karzlary) görnüşindäki salgytlary bolsa döwlet dolandyrýar.

Ulanyş tutumy (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 häzirkizaman 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 et-

megi, şeýle hem peýdadan alynýan salgytlar bilen deňleşdirilýär (ýitip gidýär). Munuň üstesine hem soňky döwürde ulanyş geçirimleriniň maliýeleşdiriş çeşmesi hökmündäki orny ýokarlandy, sebäbi peýdadan tapawutlylykda olara salgyt salynmaýar. Çalt hasapdan öwürmek, ulanyş tutumynyň (amortizasiýanyň) artdyrmaga we peýdany azaltmaga, diýmek, salgydy azaltmaga mümkinçilik berýär, ol hem öz geziginde kärhananyň pul maýasynyň artmagyna ýardam edýär.

## **II BAP**

### **GYMMATLY KAGYZLARYŇ GURAMAÇYLYK GÖRNÜŞLERI WE OLARYŇ ÝERINE ÝETIRÝÄN WEZIPELERI**

#### **2.1.4. Gymmatly kagyzlaryň ýerine ýetirýän wezipeleri**

Dünýä 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, dürli çäkler we ş.m. boýunça toparlara bölýärler.

Gymmatly kagyzlaryň, biržalaryň işini öwrenmek üçin, birinji nobatda gymmatly kagyzlaryň görnüşlerini bilmelidir. Gymmatly kagyzlaryň esasy görnüşlerine şular degişlidir:

– paýnamalar - paýdarlar jemgyýetleri tarapyndan dolanyşyga çykarylýar. Eger-de paýdarlar jemgyýeti görnüşinde açylan kärhananyň peýdasy artýan bolsa, onda paýnamalaryň bahasy hem artýar. Eger-de kärhananyň maliýe ýagdaýy erbetleşer diýip maglumatlar bar bolsa, onda olaryň bahasy pese düşýär. Paýnamalary alýan taraplar olary alanlarynda goýan pul serişdelerine hem-de peýda alyp ýa-da zyýan çekip bilerler;

– obligasiýalar - gymmatly kagyzlaryň görnüşini bolup döwlet ýa-da belli kompaniýa tarapyndan dolanyşyga çykarylýp kepillendirilýär.

– paýnamalaryň töwekgelçiligi ýokary bolan sebäpli olardan köp peýda ýa-da zyýan çekip bolýar. Obligasiýalaryň girdejileri, köplenç, durnukly (kepillendirilen) bolýar.

Tejribede paýnamalary, köplenç, ýaşlar alýar, obligasiýalary bolsa, köplenç, ýaşulular tarapyndan alynýar. Sebäbi ýaşulular töwekgelçiliklerden goranyp işleýärler.

Wekseller we borçnama ýazgylar-borçnamalar. Olarda kimiň kime näçe bergisi bardygyny görkezýär.

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 karz-maliýe 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 önünde olara berkidilen hukuklary amala aşyrmak boýunça borçnamalary öz adyndan alyp barýan kanuny tarap ýa-da ýerli ýerine ýetiriji häkimiýet edarasy hem-de 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 bellibir eýä ýazylyp berilýär, bu eýe baradaky maglumat emitente gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawy görnüşinde elýeterli bolmalydyr. Atly gymmatly kagyzlara bolan hukuklaryň geçmeği we olarda bellenen hukuklaryň amala aşyrylmagy onuň eýesiniň hökmany suratda hasaba alynmagyny talap edýär.

Görkezeme bermek şertli emission gymmatly kagyzlar hukuklary ýerine ýetirmek üçin eýäniň hasaba alynmagyny talap etmeýär we bu gymmatly kagyz bilen tassyklanen 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.

Paýnama – bu onuň eýesiniň (paýdaryň) paýdarlar jemgyýetiniň peýdasynyň bir görnüşini diwidentler görnüşinde almaga, paýdarlar jemgyýetini we ol ýapylandan soň galan emlägiň bir bölegini dolandyrmaga gatnaşmaga hukugyny belleýän emission gymmatly kagyzdyr. Paýnamalaryň görnüşleri dürli-dürli bolup, emitente, paýdarlaryň hukuklaryny durmuşa geçirmegiň usulyna, maýa goýum hiline we beýleki alamatlara baglylykda tapawutlanýar.

Obligasiýa – bergi borçnamasy - bu ony saklaýjynyň, obligasiýanyň emitentinden, obligasiýada göz önünde 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.

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 ýerli býujetleriň gündelik we toplanan ýetmezçilikleriniň üstüni ýapmak üçin pul serişdelerini birleşdirmek gymmatly kagyzlary emissiýa etmek arkaly amala aşyrylýar.

## **2.2.5. Korporatiw gymmatly kagyzlar**

Korporatiw gymmatly kagyzlar (paýnamalar we obligasiýalar) korporasiýalar, kompaniýalar we kärhanalar (kanuny taraplar) tara-

pyndan – düzgün bolşy ýaly, paýdarlar jemgyýetleri tarapyndan çykarylýar.

Ilkinji paýdarlar jemgyýetleri XVII asyrdan 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 (bellibir ýagdaýda satyn alynýandygyna garamazdan). Paýnamalaryň paýdarlar jemgyýetiniň maýasyna gatnaşylýandygyna şaýatlyk edýändigini 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 kepillendirmeyär.

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 diwidentler 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.

Girdejili işleýän iri kompaniýalaryň paýnamalary islegden peýdalanýar, maýa goýumçylar hem olary satyn alyjynyň sorayan 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 diwidentler we kompaniýanyň maliýe ýagdaýy gyzyklandyrýar. ABŞ-da paýnamalaryň girdejililigine baha bermek üçin “baha/peýda” koeffisiýentinden we diwident 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 girdejililigi diwidentiň maýa goýumça getirýän ýyllyk peýdasyny aňladýar. Bu görkeziji bir paýnama düşýän pul diwidentiniň 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 diwident 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 mümkinçili-

gidir. Şeýle mümkinçilik köp babatda gymmatly kagyzzar bazarynyň geçginliligi bilen kesgitlenýär, şol bazarda paýnamalar satyn alynýan-satylýan obýekt bolup çykyş edýär. Bazar nähili gowý 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 kagyzzaryň ikinji bazarynda) we köçe bazarynda paýnamalary ýerleşdirmek, esasan, dellallar kompaniýalarynyň ýa-da hususy dellallaryň araçy bolmagynda alnyp barylýar.

Senagat taýdan ösen ýurtlarda paýnamalaryň eýeçilik, girdejilik, ses bermek hukugy görnüşinde toparlara bölýärler.

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

Görkezene bermek şertli paýnamalar onuň eýesiniň adynyň ýazylyp bellemenýändigini aňladýar; olar gymmatly kagyzzar bazarynda erkin dolanyşykda bolup, täze eýesini hasaba almazdan satyn alnyp, satylyp bilnerler.

### **2.3.6. Döwletiň gymmatly kagyzzary**

Senagat taýdan ösen ýurtlarda döwletiň gymmatly kagyzzaryna döwletiň çykdajylaryny maliýeleşdirmekde, býujet ýetmezçiliginiň üstüni ýapmakda we tutuş ykdysadyýeti ösdürmekde netijelidigini görkezmek bolar. Gymmatly kagyzzar 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 kagyzzarynyň paýyna düşýär.

Döwletiň bergi enjamlaryny 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 karz resminamalary 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 girdejliliginiň ygtybarlylygy pesrāk obligasiýalaryň girdejliliginden 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 kagyzlar 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 islen-dik 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 wekselliniň 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 pes bolan satyn alyş bahasy bilen üzülen-de, alynýan bahanyň arasyndaky tapawudyň hasabyna emele gelýär. Wekseller üzülmeli möhletinden öň ikinji bazarda satylýp 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 borçnamalarynyň ägirt uly möçberlerde çykarýarlar we olaryň ygtybarlylygy örän ýokary bolýar, şonuň üçin hem olar pul bazarynda ugur görkeziji bolup çykyş edýärler.

Beýik Britaniýada gazna wekselleri hökümetiň adyndan Merkezi bank tarapyndan çykarylýar. Bu görkezene tölemek şertli diskontly gysga möhletli, iň pes nominaly 5000 funt sterling bergi borçnamalarydyr. 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 möhletli 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 assosiasiyalar 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 assosiasiasyny 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 üzülyän 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 çenli bolan göterimli obligasiýalar bolup durýar. ABŞ-nyň hökümetiniň bazarda dolanyşykda bolýan gymmatly kagyzlardan ybarat bolan gündelik bergileriniň 58%-ne golaýy orta möhletli gaznaçylyk obligasiýalarynyň paýyna düşýär, olar Maliýe ministrligi tarapyndan möhletinden öň üzülmäge degişli däl. 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%-li obligasiýasy, 2009-njy ýylyň maýy - 2014 ý.” diýen ýazgy ony üzmegiň möhletiniň 2014-nji ýylda dolýandygyny, ýöne onuň ABŞ-nyň Maliýe ministrligi tarapyndan 2009-njy ýylyň maýyndan başlap islendik wagtda satyn alnyp biljekdigini aňladýar.

Angliýada uzak möhletli döwlet obligasiýalaryna dolanyşyk möhleti 15 ýyldan ýokary bolan (adadça, 20-25 ýyl) obligasiýalar degişli edilýär. Olaryň esasy böleginiň (3/4 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 ýyldan 30 ýyla çenli möhletli, bir gezeklik töleg tölemek bilen geçirilýär (üzülmeli bir möhlet bilen).

Ýaponiýada döwlet bergisiniň esasy bölegini (3/4 bölegine go-

laýyny) 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. Düşp 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 yetmezçiligini 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 karz resminamalaryny” çykarýarlar. Şunuň ýaly goýberişleriň obligasiýalary satylmaýar, olary başga birine berip bolmaýar, ýöne olar çykarylan gününden bellibir wagt (adaty, bir ýyl) geçenden soňra 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 görnüşini merkezi hökümetiň gymmatly kagyzlaryndan soň has ygtybarly hasap edilýär.

Munisipal obligasiýalar – bu ýerli häkimiýet we dolandyryş edaralary (şatlaryň, 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 karz resminamalarynyň 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 häzirkizaman nukdaý-nazaryndan umumy kepillendirme bilen üpjün edilen obligasiýalaryň has kämil görnüşü 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 şatýň içinde ýollardan peýdalanmak, şäheriň derejesinde gozgalmaýan emläge salynýan salgytlar bilen üpjün edilýär. Ygtybarlylyk derejesi boýunça bu obligasiýalar diňe şatýň hökümetiniň gymmatly kagyzlaryndan yza galýarlar.

Taslamadan alynýan girdeji bilen üpjün edilýän obligasiýalar ABŞ-da kanunçylyga laýyklykda şatlarda 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 umumy ýaşaýyş jaýlary, dürli bazarlar we beýleki infrastruktura desgalary guruldy. Bu obligasiýalar üçin kesgitli üzülmeli möhletiň bolmagy häsiýetlidir. Adatça, olar yzyna alynýan obligasiýalar bolýar, ýagny emitent bellibir möhlet geçenden soň obligasiýany төлөп 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 çäryekde, 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 çözüýärler, 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 esasyda 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 obligasiýalara 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 ätiýaçlandyryýan 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 betbagtçylyklara garşy göreşi maliýeleşdirmekden ybaratdyr. Munisipal obligasiýalar görkezen adama niýetlenip çykarylýar; esasy emitentleri iri şäherleriň we prefekturalaryň häkimiýetleridir.

Hökümetiň we munisipalitetiň obligasiýalary döwlet obligasiýalarynyň toparyna goşulýar. Obligasiýa karz resminamalarynyň 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 bol-

ýar. Olar ýylda 2 gezek tölenýän kuponly kesgitlenen girdejisi bolan obligasiýalardyr. Birinji gezek ýerleşdirilişi banklaryň we dellal-çylyk kompaniýalarynyň üstünden açyk tekliplik etmek ýa-da açyk ýerleşdirmek ýoly bilen amala aşyrylýar, açyk ýerleşdirilende, ýerli banklar arasy bolup çykyş edýärler.

Munisipal obligasiýalar 1992-nji ýyldan bäri islendik wagtda bölekleyin ýa-da doly üzmek şerti bilen çykarylýar, şunda möhletinden oň üzmek obligasiýalaryň şol wagtky bazar bahasyndan biraz ýokary bahadan geçirilýär. Emma möhletinden oň üzülmege 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 häzirligçe köp däldir.

Fransiýa munisipal birlikleriň sany boýunça bilelikde alanynda 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 munisipal 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%-ine barabardyr. Munisipal obligasiýalaryň esasy bölegi gysga möhletli we orta möhletli obligasiýalar 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.

#### **2.4.7. Halkara gymmatly kagyzzlar**

Dünýäde bolup geçýän, bazar ykdysadyýetli ýurtlaryň goşulýmak 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 kagyzzlary uly möçberlerde halkara gymmatly kagyzzlar bazarynda dolanyşykda bolýar. 1970-nji ýyllarda maýany ösen ýurtlara geçirmekdäki çäklendirmeleriň doly ýatyrylmagy halkara gymmatly kagyzzlar bazaryny emele getirmek üçin esas dörettdi. Diňe 10 ýylda (1980-1990) gymmatly kagyzzlar 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 kagyzzlaryň 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 däl: Nýu-Ýorkuň 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 kagyzzar 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 kagyzzaryň gaýtadan satylmagy bolup geçýär. Gymmatly kagyzzaryň ikinji bazarynda esasy satyn alyjylar we satyjylar merkezi we täjirçilik banklary, ätiýaçlandyryş kompaniýalary we beýleki bank däl institutlar bolup durýar.

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

Ýewro obligasiýalar ýurtlaryň hökümetleri, (ýerli häkimiýet), banklar, halkara karz guramalary, transmilli korporasiýalar tarapyndan emitirlenýär. Ýewro obligasiýalar görnüşindäki daşarky karzlary olar maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesi hökmünde işjeň peýdalanýarlar, aýratyn hem karz zerurlyk derejesi “BB” bolan ösüp barýan ýurtlarda (Meksika, Braziliýa, Argentina, Wenesuela, Gündogar Ýewropanyň birnäçe ýurtlary, Russiýa) 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 breidi-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 teklipe 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.

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

Obligasiýalary emissiýa etmek ýoly bilen esli möçberde goşmaça serişde almak islegi bilen, iri karz alyjynyň halkara bazaryna çykmağa 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 görnüşleri dolanyşykda bolýar:

- girdejiligiň kesgitli möçberi (kupon tölegleri) bolan obligasiýalar;

- girdejiligiň 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 bellenen şertlerde emitentiň adaty paýnamalaryna çalşylýan obligasiýalar we warrantlary dogry 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 resmileşmegi (liberallaşmagy) bilen baglanyşykly peýda boldy.

1987-1991-nji ýyllarda ýewrobazarda karz almalaryň has ýokary derejesi ýapon emitentlerinde (banklar we senagat korporasiýa-

lary) belenildi. 1995-1996-njy ýyllarda Ýewro obligasiýalar bazaryna Gündogar Ýewropa ýurtlarynyň hökümetleri we şol ýurtlaryň iri şäherleriniň administrasiýalary çykdylar. Russiýa 1996-njy ýylyň noýabrynda ilkinji gezek özüniň ýewroobligasiýalaryny ýerleşdirdi. Soňra 1997-1998-nji ýyllarda Russiýa Federasiýasynyň hökümeti ýene birnäçe karz resminamalaryny ýerleşdirdi. Şol ýyllarda Federasiýanyň birnäçe subýektleri, ýagny Moskwa, Sankt-Peterburg şäherleri, Nižegorod, Swerdlow oblastlary, Tatarystan, şeýle hem Gazprom, LUKoýl, Rostelekom, Tatnebit ýaly hususy emitentler we birnäçe banklar Ýewro obligasiýalar bazaryna çykdylar.

Ýewrobazarda bergi gymmatly kagyzlarynyň arasynda ýewrobergi borçnamalary (ýewronotlar) ýaýrandyr. Bu orta möhletli gymmatly kagyzzar täze emissiýalaryň 50-60%-ni düzýär. Amerikan walýutasynda nominirlenen borçnamalar bazaryň ýarysyna golaýyny, nemes markalaryndaky borçnamalar 15%-i we Ýapon iýenlerindäkiler 10%-ni tutýar. Mundan başga-da, Argentina pesosy, Polýak zlotylary, Horwat kunlary we Rus rubllary ýaly walýutalar peýda boldy, 1999-njy ýyldan başlap bolsa Ýewro belenen 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 kagyzzary araçynyň üstünden köpçülige satmak üçin ýerleşdirmek), sindisirlenýär we ýerleşdirilýär. Karz alyja bergi borçnamalarynyň nobatdaky goýberilişini ýerleşdirmek başartmasa, sindikatyň agzalary ýerleşdirilmän galan gymmatly kagyzzary ygılan edilenden pes bolmadyk bahadan (LIBOR möçberi, marža) satyn almaga borçlanýarlar.

Ýewrobazarda bellibir derejede täze gural – täjirçilik borçnamalarydyr, olaryň aýratynlygy olaryň anderraýting geçmeýänligi bolup durýar. Sindikatyň agzalary bolup duran banklar karz alyjynyň kagyzzaryny ylalaşylan şertlerde ýerleşdirmegi öz üstüne alýarlar, ýöne şunda ýerleşdirilmedik borçnamalary satyn almaga borçlanmaýarlar.

Täjirçilik borçnamalarynyň ýewrobazardaky dolanyşykda bolýan möhleti birnäçe aýdan birnäçe ýyla çenlidir. ABŞ-daky şonuň ýaly kagyzzarlardan tapawutlylykda ýewrotäjirçilik borçnamalary has uzak möhlete çykarylýar (ABŞ-nyň içerki bazarynda olaryň dolanyşyk möçberi 60-dan 180 güne çenlidir). Mundan başga-da, bu kagyzzaryň

emitentleri reýting barlagyndan geçmelidir, bu kagyzlaryň ýewro-bazardaky paýynyň 1990-njy ýyllarda bellibir derejede azalmagy we maýa goýumçylar tarapyndan orta möhletli borçnamalara ýokarlandyrylan gyzyklanma şunuň bilen düşündirilýär

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 onbir ýurdunyň çäklerinde ýeke-täk pul birligi bolan ýewronyň girizilmegi başlandy, täze walýuta-maliýe birleşigi – ýewrozolak döredi, bu ýerde şol ýurtlaryň onbir sany maýa bazary Ýewropa birleşiginiň içerki maýalar bazaryna birleşdi.

Netijede, ýewrozolagyň çäklerinde bazaryň gurluşynda we ösüş meýilllerinde 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

Ýewropa birleşigi (ÝB) ýurtlarynyň we beýleki ýurtlaryň içerki bergisiniň gurluşynda hökümetiň obligasiýalary boýunça bergi agdyklyk edýär, bu olaryň ygtybarlylygy we bellibir 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 geçirilýändigini 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 girýän ýurtlaryň maliýe däl ulgamy ýokary girdejili obligasiýalarynyň emissiýasynyň umumy möçberi 10 mlrd dollara deň boldy.

ÝYWB-de 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.

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

Ýewro birleşen ýurtlaryň walýutasyndaky daşarky döwlet bergisi 2001-nji ýyla çenli töleg walýutasy saýlanyp alnanda “Mejbur etme-de däl, gadagan etme hem däl” ýörelgesi boýunça tölendi.

### **III BAP**

## **GYMMATLY KAGYZLARYŇ MALIÝE GURALLARY HÖKMÜNDE HEREKET ETMEGI**

### **3.1.8. Maliýe gurallarynyň ykdysady esaslary**

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

Häzirki wagtda bu gymmatly kagyzzara deriwatiw kagyzzar

diýilýär. Olara, adatyň, gymmatly kagyzlaryň opsiýalary, maliýe fýu-  
çersleri, 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 opsiýa biržasynda açyldy, ondan öň olar  
uzak wagtyň dowamynda (azyndan 100 ýyl) biržadan daşary bazarda  
dolanyşykda boldular. Maýa goýumçylar üçin opsiýa goşmaça maýa  
goýum guraly we töwekgelçiligi dolandyryş serişdesi (hedžirlemek)  
bolup durýar.

Opsion - bu onuň eýesine gymmatly kagyzlaryň bellibir möç-  
berini şertleşilen möhletiniň dowamynda kesgitli baha boýunça satyn  
almaga ýa-da satmaga hukuk berýän geleşikdir (şertnama).

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

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

**Mysal.** 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 alanynda 100 paýnama üçin birden 5000 dollar tölemeli boljak (hyzmat hakyny hasap etmäninde), ýöne paýnama üçin 5 dollar möçberde baýrak töläp, ýagny 100 paýnama üçin 500 dollar töläp opsiýon satyn alyp hem bolýar. Opsion ýanwarda satyn alnypdyr, onuň möhleti bolsa fewralda tamamlanýar. Eger bu möhletde paýnamalaryň bahasy peselse opsiýonyň eýesiniň aňryçäk ýitgisi tölenen baýragyň möçberine, ýagny 500 dollara barabar bolýar. Opsiony ikinji bazarda islendik bahadan satmak bilen bu ýitginiň möçberini azaldyp hem bolar.

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

Ýerine ýetirilmeli möhletlerine baglylykda, şular ýaly opsiýonlar bolýar:

- Ýewropa opsiýonlary – olaryň üzülýän pursadynda ýerine ýetirilip bilner;

- Amerikan opsiýonlary – 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 opsiýonyň 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:

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

- opsiynyň esasynda ýatan paýnamalaryň ýa-da başga bir gymmatly kagyzlaryň bahalarynyň üýtgäp durmagyna;
- opsiynyň ýerine ýetirilmeli möhletine çenli galan wagta;
- şu pursatda göterim möçberleriniň emele gelen derejesine we olaryň üýtgemegi baradaky çaklama;
- opsiynyň esasynda ýatýan gymmatly kagyzlaryň girdejililigine. Maliýe fýuçersleri. Olar hem döredilen gurallara degişlidir.

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

Şu standart şertnamalarda ähli görkezijileri 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.

### **3.2.9. Gymmatly kagyzlara baha kesmegiň ykdysady esaslary**

Gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüşiniň görkezijisi 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 ýazyлан 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 karz resminamalaryny şertlerine baglylykda nominal baha bilen gabat gelip hem, gabat gelmän hem biler.



Bazar (hümmet) bahasy gymmatly kagyzzar 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 bildirilmeyän şertlerde çykarylýar. Hümmetsizlenmäniň depginlerini göz önünde 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 karz resminamasynyň ýyllary boýunça tapawutlandyrylyp bellenýär. Göterim möçberini bellemegiň getirilen usuly obligasiýalaryň nominal (hümmet) bahasyny indeksirmek (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 emission bahadan aýrylýan ýeňillik hem nol kuponly obligasiýadakydan azdyr.

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

Obligasiýanyň girdejililiginiň sanalyp geçilen ugurlary maýanyň

ýyllyk artma ýa-da ýitgi görkezijilerini hasaplap çykarmaga mümkinçilik berýär.

Obligasiýanyň girdejililigi iki ululyk bilen, ýagny kupon tölegleri bilen (emitente berlen karz üçin hak) hem-de obligasiýanyň üzülýän bahasy bilen satyn alyş bahasynyň arasyndaky tapawut bilen kesgitlenýär. Kupon tölegleri her ýylda (kähalatda çäryekde bir gezek) geçirilýär; olar göterimlerde ýa-da absolyút ululyklarda görkezilýär. Kupon girdejisi köp babatda karzyň 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.

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 karz resminamasynyň hereket edýän möhletiniň bütün dowamyndaky jemi girdeji hasaplanýar.

Gymmatly kagyzlar bilen amallar geçirilende, artdyrylan gymmaty bilmek, örän zerurdyr.

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

Rendit-maýa goýlan her bir birlik üçin maýa goýumçy tarypyndan näçe pul birligi girdeji alandygyny kesgitlemäge mümkinçilik berýär.

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

Diwidentden başga-da, girdeji çeşmesi paýnamanyň hümmetiniň ýokarlanýan ýagdaýynda satyn alnan bahasy bilen satylan bahasynyň

arasyndaky tapawut bolup biler. Paýnama satylanda goşmaça girdeji-ni (ýitgini) absolýut pul birliklerinde we göterimlerde kesgitläp bolar.

Paýnamalaryň we obligasiýalaryň girdejililigini kesgitlemek üçin 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 bellibir töwek-gelçilikler bilen hem baglydyr. Maýa goýum strategiýasy we takti-kasy işlenip taýýarlananda, maýa goýumlaryň geljekki gymmatyna baha bermegiň dürli usullaryny peýdalanmagyň baý dünýä tejribesi peýdalanylyp bilner.

### **3.3.10. Gymmatly kagyzlaryň gymmatlylyk häsiýetnamasy**

Obligasiýalaryň ýa-da beýleki kagyzlaryň bahalarynyň ýokar-lanmagyndan (bu satyn alyjy üçin gowy däldir) ýa-da onuň pesel-meginden (bu satyjy üçin bähbitli däldir) ýitgi çekmek töwekgelçili-gini ätiýaçlandyrmak maksady bilen peýdalanylýar. Opsionlaryň we fýuçersleriň satylýan-satyn alynýan iri söwda merkezleri diýip ame-rikan biržalary, hususan-da, Çikagonyň opsionlar biržasy, Londanyň halkara maliýe fýuçersleri biržasy, Parižň opsionlar we fýuçersler biržasy, Amsterdamdaky Ýewropa opsionlar biržasy, Singapuryň hal-kara walýuta biržasy, Sidneyň fýuçers biržasy hasap edilýär.

Beýleki gymmatly kagyzlar bilen bir bukjada teklipe edilýän war-rantlar emitente öz çykarýan gymmatly kagyzlaryny has özüne çe-kiji etmäge mümkinçilik berýär, çünki olar maýa goýumça geljekde olaryň hümmetiniň ýokarlanan halatynda, bu gymmatly kagyzlaryň bellibir möçberini pes bahadan satyn almaga mümkinçilik berýär.

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

Dünýäde depozitar ýazgylara gyzyklanma artýar, çünki olar birnäçe artykmaçlyklary bilen emitentleri hem, maýa goýumçy-

lary hem özüne çekýärler. Maýa goýumça olar şu aşakdakylar bilen baglanyşykly bellibir 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 bazarında we beýleki bazarlarda kesilen nyrlaryň tapawudynyň hasabyna peýda almak üçin ulanmaga, şeýle hem daşary ýurt kompaniýalarynyň maýasyna gatnaşmaga mümkinçilik berýär;

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

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 çykadjylary töleýär. Hemaýat edilýän ADR Gymmatly kagyrlar we biržalar baradaky toparda belli-ge alynýar.

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

Maliýe gurallary. Däp bolan nusgawy (klassyk) we döredilen gymmatly kagyrlardan başga-da, senagat taýdan ösen ýurtlarda maliýe gurallary diýilýänler hem giňden ýaýrandyr, olar dolanyşygyň karz abzaly bolmak bilen, hakyky maýa goýumlara öwürilmäge ukyply pul serişdeleriniň belli bir möçberini jemlemegiň usullarynyň biri. Olaryň has ähmiýetlileri depozit we süýşürtingiler sertifikatlary we weksellerdir.

ABŞ-da şahamçalary bolan daşary ýurt banklary depozit sertifikatlaryny ABŞ-nyň dollarynda çykaryp bilýärler. Karz resminamalaryň möhletleri boýunça talap edilýänçä (olar şahadatnama görkezmek bi-

len bellibir möçberdäki puly almaga hukuk berýär), möhletli (olar-da goýmuň alnan möhleti we degişli göterimiň möçberi görkezilýär) şahadatnamalar 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 şahadatnamalary 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 şahadatnamalar 30 günden 6 aýa çenli möhlet bilen çykarylýar we diskont (nominaldan pes baha) bilen ýerleşdirilýär.

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

Täjirçilik kagyzy ýörite üpjünçiligi bolmadyk gysga möhletli borçnama bolup, ol iri kompaniýalar we bank holding kompaniýalary, satuwlary amala aşyran kompaniýalar ýaly maliýe guramalary, şeýle hem ätiyaçlandyryş we lizing kompaniýalary we ş.m. tarapyndan çykarylýar. 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 bellibir üzülmeli möhleti (270 güne çenli) bolýar. Görkezilen möhlet dolýança maýa goýumçylar, düzgün bolşy ýaly, olary özlerinde saklaýarlar, şunuň bilen baglanyşykly olaryň ikinji bazary uly dälidir.

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

## IV BAP

# GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNA HÄSIÝETNAMA WE ONUŇ GURLUŞY

### 4.1.11. Gymmatly kagyzlar bazary barada umumy häsiýetnamasy

Gymmatly kagyzlar bazary maliýe bazarynyň düzümi bölge bolmak bilen ol kapitalyň bazary bilen pul bazarynyň arasyndaky orny eýeleýär Gymmatly kagyzlar bazarynyň aşakdaky wezipeleri bar:

- wagtlaýyn erkin maliýe serişdeleriniň jemlemek we olary anyk maýa goýum işlerine gönükdirmek;
- bazar infrastrukturasyny döretmek we ösdürmek;
- täze gymmatly kagyzlary çykarmak we olaryň dolanyşygyny üpjün etmek;
- nyrh emele getiriş ulgamlaryny kämilleşdirmek;
- isleg bilen teklibiň deňderejeligini saklamak;
- maliýe bazaryny işeňňirleşdirmek;
- hümmetsizlenmäniň derejelerini peseltmek;
- hukuk-kada esaslaryny kämilleşdirmek;
- döwlet, birža kadalaşdyrylyşynyň esasynda gözegçiligi üpjün etmek;
- öz-özünü kadalaşdyrýan bazara gatnaşyjylarynyň işlerini düzgünleşdirýän guramalary kämilleşdirmek;
- bukja strategiýasyny işläp düzmek;
- maýa goýum töwekgelçiliklerini peseltmek;
- marketing işlerini alyp barmak.

Fiktiw (ýalan) maýanyň emele gelmegi karz maýanyň peýda bolmagy bilen baglydyr. Fiktiw maýa bellibir 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 karz resminamalary, ýagny obligasiýalary hyzmat edipdir.

Paýdarlar jemgyýetiniň döremegi we ösmegi bilen erkin bäsleşikli kapitalizmiň monopolistik kapitalizme öwrülmeği gymmatly kagyzlaryň täze görnüşleriniň – paýnamalaryň peýda bolmagy-

na ýardam etdi. Kapitalizmiň ösüşine görä, paýdarlar jemgyýetleri çylşyrymly monopolistik birleşiklere (konsernlere, trestlere, kartelle-re, 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 karz resminamalarynyň amala aşyrylmagyna getirdi.

Fiktiw maýanyň gurluşy esasy üç alamatdan, ýagny hususy ulgamyň paýnamalaryndan we obligasiýalaryndan we döwletiň obligasiýalaryndan emele gelýär. Kapitalizmiň ösmegi we onuň döwlet-monopolistik hususy ulgamyna öwürilmegi 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 ýalan maýany artdyrýar. Spekulýatiw geleşikler şertlerinde gymmatly kagyzlardan durýan ýalan maýanyň depgini, häzirkizaman bazar hojalygynda hakyky maýanyň depginine bagly dälir.

Şol bir wagtyň özünde ýalan 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. Ýalan maýanyň öz gurluşynda döwlet obligasiýalarynyň tutýan orny birden ýokarlandy, bu birinjiden, döwlet maliýesindeki çökgünlik, ikinjiden, döwletiň ykdysadyýete goşulyşmagynyň güýçlenmegi bilen şertlendirilendir. Günbatar Ýewropa ýurtlarynda, Ýaponiýada we ösüp barýan ýurtlaryň birnäçesinde döwlet karz resminamalary belli bir derejede döwlet eýeçiliginiň ösüşini hem görkezýär. Býujetiň ýetmezçiligini ýapmak üçin döwlet karz resminamalary çykarmagyň hasabyna ýalan maýanyň çişirilmegi hümmetsizlenmäniň giňelmeginiň, pullaryň gymmatynyň gaçmagynyň, netijede bolsa, walýuta tolgunyşyklarynyň çeşmesi bolup biler.

Bazarda ýalan maýanyň özbaşdak hereketi bazar bahasynyň balans bahadan düýpli tapawutlanmagyna getirýär, bu bolsa maddy

gymmatlyklaryň hakyky bahasy bilen olaryň gymmatly kagyzlarda görkezilen, bellibir derejede kesgitli bahasynyň arasyndaky deň gelmezlikleri artdyrýar.

Häzirki zaman bazar hojalygynda ýalan maýanyň möçberiniň mundan beýläk-de artdyrylmagy ykdysady gatnaşyklaryň fetişleşdirilmegini güýçlendirýär. Konýunkturanyň çalt üýtgeýän şertlerinde ýalan 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 kagyzzar we walýuta bilen spekulýatiw amallaryň geçirilmegi ýalan maýany kemeltmek meýillerine aýratyn ýaramaz täsir edýär. Ýalan 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 ýalan maýanyň ähli üýtgäp durmalaryny görkezýär, gymmatly kagyzzar, aýratyn hem deriwatiwler bilen ägirt köp möçberde spekulýatiw amallar geçirilýär.

Häzirki wagtda Günbataryň öňdebaryjy, ösen bazar ykdysadyetli ýurtlarynda gymmatly kagyzlaryň üç bazary bar, 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 sazlaşygyň örän zerur we möhüm alamaty bolup durýar.

Gymmatly kagyzzar bazarynyň durkuny emele getirýän bazarlar biri-birine garşy durýarlar we biri-biriniň üstüni ýetirýärler. Bu gapma-garşylyk gymmatly kagyzlaryň söwdasyny geçirmek we olaryň dolanyşygy we maýany jemlemek boýunça umumy wezipäni ýerine ýetirmek üçin, olaryň gymmatly kagyzzar almagyň we ýerlemegiň özboluşly usullaryna gollanýandyklary 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 maliýeleşdirmek amala aşyrylýan bolsa, onda biržada paýnamalary satyn almak arkaly korporasiýalara 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 bellibir bölegi (esasan, kiçi we orta goýumçylary maliýeleşdirmek) amala aşyrylýar. Biržanyň aýratynlygy, karz-maliýe institutlary tarapyndan onuň amallaryny berk gözegçilikde 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 barada mesele örän möhüm bolup durupdy.

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

1960-njy ýyllarda biržadan daşary birinji bazaryň dolanyşygyň ähmiýeti artyp başlady, çünki esasy maýany täzelemek 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 ornunyň peselýändigini barada täsirler emele gelip ugrady. Emma maliýe-senagat toparlary özläriniň garamagyndaky banklary we beýleki karz-maliýe institutlaryny, hojalygyň önümçilik gurluşyny gaýtadan gurmak maksady bilen, biržada öz amallaryny giňeltmek üçin peýdalanylýan başladylar.

Birža dolanyşygy ýaly, biržadan daşary dolanyşygyň hem gymmatly kagyrlar, esasan-da, obligasiýalaryň söwdasyny geçirmek boýunça öz usullary bardyr.

#### **4.2.12. Birinji (biržadan daşary) bazar**

Birinji ýa-da biržadan daşary bazar özüniň ýerleşdirme usullary, ýerleşdirmeginiň araçy işleriniň 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 geçirýändigini 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 orny obligasiýalaryň söwdasy bilen baglanyşyklydyr. Emma onda paýnamalaryň satuwy hem amala aşyrylýar; şeýle ýagdaýlarda araçylyk etmegi, düzgün bolşy ýaly, maýa goýum banklary, bankçylar öýleri we ýöriteleşdirilen delalçylyk 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 Nyýu-Ýorkuň gazna biržasynyň dolanyşygynyň 45%-ine, 1980-nji ýyllaryň başynda bolsa eýýäm 74%-e golaý boldy. ABŞ-da biržadan daşary bazaryň paýnamalarynyň giňden ýaýramagy diwersifikasiýa prosesleriniň aýratynlyklary we spekulýatiw geleşikler bilen, şeýle hem täze kompaniýalary döretmegiň aýratynlyklary bilen şertlendirilendir. Mundan başga-da, bu ýerde paýnamalary

ýerleşdirmek boýunça çykdaýylar biržadakydan pes bolup biler, düzgün bolşy ýaly, biržada zähmetini gymmat satýan ýöriteleşdirilen 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 tarypyndan ýiti bäsleşik şertlerinde amerikan maýasynyň önümçilik aparatyny 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 däl, we ol tutuş ykdysadyýetiň ösüşine, karz-maliýe ulgamyna, gymmatly kagyrlar 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 ulgamda 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 ha-

sabyna 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. Bù 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 karz resminamalary ýerleşdirmek has giň ýaýrandyr, bu ýerde maýa goýumçynyň ornunda maýa goýum banklary (ABŞ-da, Kanadada) ýa-da täjirçilik banklary (Günbatar Ýewropada) çykyş edýärler. Bu banklar hususy obligasiýalaryň emissiýasyny ýerleşdirýärler we obligasiýa karz resminamalaryny bahasynyň bellenen göterimi möçberinde hyzmat hakyny (komission) alýarlar, şeýle hem, eger göz önünde tutulan bolsa, ýerleşdirilende geňeş berlendigi üçin hyzmat hakyny alýarlar.

Gymmatly kagyzlary araçyllaryň, ýagny maýa goýum banklarynyň üsti bilen ýerleşdirmek birinji bazaryň aýratynlygy 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) öz 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 möhletniň 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 birligini emele getirmek we goýberilişi ýerleşdirmek boýunça tagallalary birleşdirmek maksady bilen, beýleki maýa goýum banklaryna ýüz tutýar. Emissiýa birligi “áýratyn hasap” ýörelgesi boýunça hereket edip bilerler, şunda oňa gatnaşyjylar özläriniň gatnaşýan we goýberilişden bölünip berlen paýyň çäklerinde jogapkärçilik çekýärler.

“Áýratyn hasap” ýörelgesi boýunça hereket etmek bilen, birlige gatnaşyjylar özläriniň gatnaşýan möçberine barabarlykda tutuş goýberilişiň ýerleşdirilmegi üçin ähli gatnaşyjylar, bilelikde jogapkärçilik çekýärler.

Täze goýberilişi ýerleşdirmek üçin emissiýa birligi gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak amallaryny geçirýän karz edaralaryndan 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 bellibir bölegini satmak borjuna 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 nukdaýnazarýndan 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 deňliklerini 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 önünde 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 orny ýurtda ykdysadyýetiň ýagdaýy we onuň umumy ösüş derejesi bilen kesgitlenýär. Günbataryň birnäçe ýurtlarynyň býujetiniň birsyhly ýetmezçiligi döwlet obligasiýalaryny çykarmak ýoly bilen döwletiň gymmatly kagyzzar bazarynda köp möçberlerde karz almagyny şertlendirýär.

Gymmatly kagyzzar satyn alyjylar institusional we hususy maýa goýumçylar bolup durýar; olaryň arasynda gatnaşyk ykdysadyýetiň ösüş derejesine, maýa goýumçylara, şeýle hem tutuşlygyna alanynda karz ulgamynyň ýagdaýyna baglydyr. Ösen ýurtlarda gymmatly kagyzzar bazarynda institusional maýa goýumçylar, ýagny ätiýaçlandyryş kompaniýalary, pensiýa gaznalary, maýa goýum kompaniýalary (gaznalar), täjirçilik banklary we ş.m. agdyklyk edýär.

Birinji bazar gymmatly kagyzzar 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 maýasynan peýdalanýan, ýokary tehnologiýalar ulgamynyň dürli pudaklarynda hususy kompaniýalar üýtgedilip gurulmagy bilen baglydyr. Wençur maýasynyň çeşmesi bolup töwekgelçilikden çekinmeýän iri pul gaznalary bolup durýar. Ykdysadyýetiň döp bolan pudaklarynda döreýän kiçi firmalaryň köpüsi birinji bazara düşüp bilmeýärler, çünki paýnamalary çykaryp biler ýaly derejä çykмага 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 düşüňjeler 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 kagyrlar bazarynyň ösüşiniň häzirkizaman tapgyrynda ösen ýurtlarda täze paýnamalaryň emissiýasy örän ujypsyzdyr we köplenç ýagdaýda, ykdysadyýeti maliýeleşdirmek üçin erkin pul serişdelerini jemlemek bilen bagly däldir. Gymmatly kagyrlaryň birinji bazarynda paýnamalaryň paýy azalýar, olaryň maýa goýumlary düzgünleşdiriji hökmündäki orny bolsa peselýär.

#### **4.3.13. Ikinji birža bazary (gazna biržasy)**

Ikinji bazar gazna biržalaryndan ybaratdyr, ýagny bu birža bazarydyr. Bu ýere birinji, biržadan daşary bazardan geçen gymmatly kagyrlar gelip gowuşýar. Günbataryň birnäçe ýurtlarynda birinji emissiýanyň gymmatly kagyrlary ikinji bazara kem-käsleýin düşýär. Gazna biržasy, esasan, paýnamalary we az möçberde hususy hem-de 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 kagyrlaryň satyn alynýan-satylýan bellibir ýeri we bellenen wagty bolan, döp bolup gelýän we hemişe hereket edýän bazarydyr. Bu häzirkizaman ykdysady mehanizminiň möhüm alamatydyr. Birža gymmatly kagyrlaryň söwdasynda,



maýanyň jemlenmeginde we merkezleşmeginde, şeýle hem spekulýativ amallaryň geçirilmeginde ägirt uly orun eýeleýär.

Häzirki döwürde gymmatly kagyzlaryň söwdasynda biržanyň orny biraz peseldi. Munuň esasy sebäbi araçy biržalaryň kömeginden peýdalanmazdan gymmatly kagyzlaryň söwdasynyň agramly bölegini öz elinde jemläň 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 bukjasyňy 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 özülerine gymmatly kagyzlary satyn almagy-satmagy ynanýan köpsanly 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 ornunyň gowşamagynyň beýleki möhüm alamatlary – karz-maliýe institutlary tarapyndan kiçi maýa goýumçylaryň biržadan gysylyp çykarylmagy, gymmatly kagyzlaryň ugurdaş bazarlarynyň ösmegi, ykdysady konýunkturanyň duruksyzlygy 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 maýa goýumçylary banklaryň maýa goýumçylar 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 bukjalara bilen çalşylmagy geçirilýän geleşikleriň sanyny azaltdy, paýnamalaryň hakyky bahasynyň emele getirilişine ýaramaz täsir etdi, bir kompaniýalaryň beýleki kompaniýalar bilen goşulýşmak 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 delalçylyk firmalaryna we birža komitetine tölenýän hyzmat hakynda we beýleki ýygymlarda serişde tygşytlamaga mümkinçilik berýär. Gymmatly kagyzlary ýerleşdirmegiň täze görnüşleriniň ösmegi ýalan maýanyň söwdasyny geçirýän birnäçe bazarlaryň döremegine ýardam etdi, olar häzirki wagtda işjeň iş alyp barmagy we onuň ornuny biržadan daşarky dolanyşykda gymmatly kagyzlaryň nyrhyny bellige almak derejesine düşürmek bilen, biržanyň işine zyýan ýetirmegi dowam etdirýärler. Mälim bolşy ýaly, birnäçe gymmatly kagyzlara bazarlary bolup, olar paýnamalary we obligasiýalary ýerleşdirmegiň usullaryna, şeýle hem olaryň çykarylýan möhletlerine baglylykda tapawutlanýarlar.

Ýöne biržanyň ornunyň 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. Häzirkizaman gazna biržasynyň maglumat häsiýetini aýratyn bellemek gerek, bu birža maýalar bazaryna we karz-maliýe institutlaryna hyzmat etmek bilen özboluşly maglumat binýadyna öwrüldi. Ol korporasiýalar we karz-maliýe institutlary üçin gyzyklanma döredýän maglumatlaryň söwdasyny edýän köpsanly maglumat-geňiş 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 gal-malar we biržalaryň synmagy ýardam etdi.

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

Söwda-senagat monopoliýalarynyň we karz-maliýe institutlarynyň güýçleriniň jemlenmegi, dellalçylyk firmalarynyň öz müşderilerine bellibir derejede baglylygyny şertlendirdi, hakykatda olary golçur kärhanalara öwürdi. Netijede, olaryň araçylylyk orny peselýär, hyzmat haky bolsa azalýar, çünki karz-maliýe institutlarynyň özi gönüden-göni gymmatly kagyzzar bilen geleşikleri geçirýärler.

Iri dellalçylyk kompaniýalary, maýa goýum banklary we bankçylar öýleri tarapyndan garaşsyz dellallaryň, gymmatly kagyzzar bukjalarynyň hususy eýeleriniň bolsa kollektiw eýeler tarapyndan gysylp çykarylmagy biržanyň monopollaşma ýagdaýyny görkezýär. 1960-njy ýyllaryň başynda Nyu-Ýorkuň gazna biržasynyň gymmatly kagyzzar 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 ýygna-gynda ses bermek hukugy berýän adaty paýnamalar ýalan maýa eýelik etmegiň möhüm görnüşi bolup durýar.

Birža geleşikleriniň monopollaşmagy isleg we teklipl kanunynyň hereketini düýpli gowşadýar, şeýlelikde, bazar ykdysadyýetiniň

öz-özünü düzgünleşdirmiş mehanizmi bozulýar. Iri karz-maliýe institutlarynyň gymmatly kagyrlar bazaryndaky işi, olaryň satyn alyjylar we satyjylar hökmündäki ýeke-täk syýasaty, köplenç ýagdaýda, spekulýativ meýilleriň ösmegine ýardam edýär we biržada paýnamalaryň we obligasiýalaryň bahasynyň birden üýtgep durmagyny şertlendirýär, bu bolsa köp halatlarda diňe bir şahsy adamlar däl, eýsem, korporasiýalar tarapyndan hem gymmatly kagyrlaryň satyn alynmagyny kynlaşdyrýar.

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

Soňky ýyllarda iri karz-maliýe institutlary tarapyndan biržanyň monorollaşdyrylmagy kiçi maýa goýumçylaryň biržadan çykyp gitmekleri sebäpli, şeýle hem Günbatar ýurtlarda durnukyz ykdysady konýunkturanyň netijesinde ýenilleşdi. Köp bolmadyk pul maýasyny goýmak 1960-1980-nji ýyllarda hümmetsizlenme we konýunkturanyň ýygý-ýygýdan peselme bilen üýtgep durmagy sebäpli tozduryjy amala öwürüldi. Gymmatly kagyrlaryň dolanyşygunda biržanyň ornunyň 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 ornunyň peselmegine getirdi. Şol bir wagtyň özünde, onuň pikirine görä, gazna biržasy, esasanam, iri maýanyň bähbitlerini göz önünde tutup, wagtlaýyn erkin pul serişdelerini jemlemekde möhüm orny 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 kagyrlar bazarynyň, şol sanda ösen ýurtlaryň biržalarynyň internasionallaşmagy köp babatda ýardam etdi. Häzirki wagtda Günbataryň senagat taýdan ösen ýurtlarynyň merkezi biržalary hakykatdan halkara bazarlary bolup

durýarlar, ýöne gymmatly kagyzlaryň söwdasy iri halkara merkezle-  
rinde ýa-da uly bolmadyk ýurtlaryň ýörite maliýe anklawlarynda hem  
alnyp barylýar.

Meselem, 1970-nji ýyllarda Lýuksemburg Amerikanyň, Ger-  
maniýanyň, Şweýsariýanyň, Belgiýanyň we Fransiýanyň banklarynyň  
amallar geçirýän iri halkara bank merkezine öwrüldi. Lýuksemburgyň  
gazna biržasynda gymmatly kagyzlaryň diňe ujypsyz bölegi (hasaba  
alnan 806 görnüşiniň diňe 60 görnüşe golaýy) bu ýurduň hususy, hökü-  
met 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 ep-esli artdy, Gensaki daşary ýurt-  
lular üçin elýeterli bolan bazar ösdi. Onda şol bir wagtyň özünde  
kesgitli bahalar boýunça bellibir 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 mälum bolan deport we report, stellaž, maržaly  
amallaryň spekulýatiw häsiýeti bardyr.

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

Ýewropaýnamalaryň ýewrowalýuta bazarynda has çalt orun al-  
magy üçin, 2001-nji ýylyň tomsunda Angliýanyň, Ispaniýanyň we  
GFR-iň arasynda Germaniýanyň “maliýe paýtagty” Maýn boýun-  
daky 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 transnacional korporasiýalary tarapyndan emitirlenýän  
ýewropaýnamalaryň köp mukdaryny gaýtadan işlemäge; milli gaz-  
na biržalary bilen deňeşdirilende, öz paýnamalaryny az çykdajy bi-  
len ýerleşdirmäge mümkinçilik berer. Şunuň ýaly halkara biržasynyň

döredilmegi Ýewropa birleşiginiň çäklerinde mundan beýläk hem goşulýşmak 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 ornunda, düzgün bolşy ýaly, köplenç, “Maliýe köpürjikleri” diýlip atlandyrylan konwertirlenýän paýnamalar we obligasiýalar, warrantlar, opsiýalar we fýuçersler çykyş edýärler. 1980-nji ýyllaryň ahyrynda olaryň möçberi 12 trln dollara deň boldy, ýagny dünýä bazarynda jemi haryt dolanyşygynyň 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.

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 kagyrlar bazary hökmündäki orny ýokarlandy.

Gazna biržalarynda bu gymmatly kagyrlaryň peýda bolmagy biržalaryň synmagyna we tolgunuşyklara getirýän amallaryň ýygylgy güýçlendi (1997-nji ýylyň Aziýa çökgünligi diňe bir Günorta-Gündogar Aziýa ýurtlaryna täsirini ýetirmedi, bu çökgünlik walýuta tolgunuşyklaryna, bank çökgünliklerine, ykdysady ösüşde durnuksyzlyga getirdi).

Gazna biržalarynyň awtomatlaşdyrylmagy we kompýuterleşdirilmegi öz korporasiýalarynyň çäklerinde gizlin maglumatlary almagy ýeňilleşdirdi, bu bolsa birža oýunçylarynyň çalt baýamagyny şertlendirdi (1970-1980-nji ýyllarda ABŞ-da). Mundan başga-da, maýa goýum çözügütleri kabul edilende, paýnamalaryň hümmetiniň depgini babatynda EHM-iň çaklamalaryna gereginden artyk ynam edilmegi gymmatly kagyrlar 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 kagyrlaryň 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.

#### **4.4.14. 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 bellibir çäklendirilmeler, ýokary hyzmat haklary (komissiýalar) we talaplar; birža agza bolmagyň monopollaşdyrylmagy bilen baglydyr. Biržadan daşary bazar guramaçylykly we guramaçylyksyz häsiýetde bolýar. Guramaçylykly dolanyşykda öz-özünü düzgünleşdirýän edaralar – araçylar (dellallar) hereket edýär.

ABŞ-daky, Ýaponiýadaky 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 kagyrlar boýunça dilerleriň milli assosiasiasynyň (NASDAQ) döredilmegine getirdi, onuň düzüminde 3 müňden gowrak diler, 500 dellal we köpsanly maýa goýum banklary we bankçylar öýleri bar. Bu assosiasiaýanyň baş maksady ABŞ-nyň gazna biržalarynyň daşynda galýan gymmatly kagyrlaryň (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 esasyda alnyp barylýar. Geleşikleriň tizligi biržalara garanynda ýokary bolan, elektron terminallaryň üstünden geçirilýändigini 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 Reco-

very Administration) tarapyndan ygtyýarnama berildi. 1935-nji ýylda Milli senagaty dikeltmek boýunça nama ýatyrylandan soň gymmatly kagyzzar bilen bagly firmalaryň köpüsi haýsydyr umumy kanuna bolan isleg bilen ýüzbe-ýüz boldular we Kodeksiň düzgünlerine gollanmaga meýletin razy boldular.

Täze kanunçylygyň milli gymmatly kagyzzar bilen işleýän assosiasiyalara hukuk bermek üçin çykarylan we bazar köçe bazaryndaky ýagdaýa gözegçilik etmäge mümkinçilik beren birinji namasy (ol Melenoniň namasy Manoney resminamasy hökmünde mälum 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, dogruçylyk kadalaryny we düzgün-tertip kodeksini, söwdanyň degişli kadalaryny söwda kadalaryny, taýýarlamak barada zerur bolan ygtyýarnamasy işläp taýýarlamak boýunça komiteti belledi, bu çäreler gymmatly kagyzzaryň dilerleriniň milli assosiasyny täze derejede häsiýetlendirmegi göz önünde tutmalydy.

Ilkibaşda gymmatly kagyzzaryň dilerleriniň milli assosiasyny (NASD Inc.) gymmatly kagyzzar we çalşyk boýunça komissiýa tarapyndan 1939-njy ýylyň 20-nji iýulynda bellige alyndy. Soňra Assosiasianyň Tertipnamasyna we Kadalaryna üýtgetmeler girizildi. NASD banklar we gymmatly kagyzzar bazary ýa-da gymmatly kagyzzar we biržalar boýunça komissiýa tarapyndan boýna dakylan gurama bolmady. Köçe bazarynyň öz-özünü düzgünleşdirmek boýunça aýratyn ýagdaýy gymmatly kagyzzar 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 kagyzzar (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 intitusal 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 nyrlary girizmäge, üýtgetmäge ýa-da täzelemäge bolýar.

1. Market-meýker (inliç. maret maker) – gazna biržasynyň ýokary hünärlü işgäri, gymmatly kagyrlar bazarynyň gazna bazaryndaky ýagdaýa syn edýän, meýillere, garaşylýan girdejä, gymmatly kagyrlaryň ygtybarlylygyna baha berýän, bazara gatnaşyjylara bahalar, hümmet, diwidentler barada maglumat berýän menejeri (Ýkdysady adalgalaryň sözlügi)

Assosiýasiýa Nýu-Ýorkuň gazna biržasy, Amerikan gazna biržasy, Senagatyň gymmatly kagyrlarynyň 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 beýläkde birleşmek bilen baglanyşykly Ýewropa Ykdysady Bileleşiginde gymmatly kagyrlaryň bazarlarynyň umumy goşulşmagynyň 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 kagyrlaryň köçe bazarynyň ösüşine seretmek bilen, umuman alanynda gymmatly kagyrlar bazarynyň erkinleşýändigini belläp geçmek gerek. Köse bazarynyň bölünip aýrylmagy gymmatly kagyrlar arkaly orta we kiçi kompaniýalary maliýeleşdirmegini täze ugrunyň (kanalynyň) dörandigini aňladýar.



Hakykatdan hem, Günbatarda köp kompaniýalar, esasanam orta we kiçi kompaniýalar öz işlerini güýçlendirmek üçin pul serişdelerine mätäçlik çekýärler, ýöne birinji biržadan daşary we ikinji (birža) bazarlary gymmatlygy we şertleriniň agyrllygy sebäpli olara özleriniň gymmatly kagyzlaryny ýerleşdirmäge mümkinçilik bermeyär. Şonuň üçin, köçe bazary şular ýaly kompaniýalary maliýeleşdirmeginň 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 öwürlip 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 goýumçylyň 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 öwürüldi. 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 derejeleri 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, öňde baryjy kompýuter-maglumat tehnologiýalaryny ösdürmek üçin paýnamalaryň üsti bilen ep-esli pul serişdelerini jemledi; ilatyň paýnamalara goýlan çerişdelerini 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 BAZARYNY DÖWLET TARAPYNDAN DÜZGÜNLEŞDIRMEK ULGAMY**

#### **5.1.15. Gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmegiň umumy esaslary**

Gummatly kagyzlar bazary – karz maýalar bazarynyň düzüm bölegi bolmak bilen, ol döwlet tarapyndan düzgündeşirilýän obýekt-dir, bu düzgünleşdirme maýa goýumçylaryň bähbitlerini emitentleriň ýa-da araçylaryň bikanun hereketlerinden goramaga gönükdirilendir. Döwletiň hereketleri maýa goýumçylarynyň goýumdarlaryň maýa goýumlaryna öwrülmeeginiň barşynda araçy bolup çykyş edýän, gazna bazarlaryna gatnaşyjylaryň bähbitlerini goramaga hem degişlidir. Gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek göni ýa-da gytaklaýyn goşulşmak arkaly durmuşa geçirilýär. Şunda döwlet bazara gatnaşyjylara öz-özlerine gözegçilik etmek we öz-özünü 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 kagyzzar bazaryny gönüden-göni dolandyrmagyň mehanizmi.

Ykdysadyýetiň globallaşmagyna görä gymmatly kagyzzar bazaryny düzgünleşdirmegi döwletara utgaşdyrmak zerurlygy ýüze çykdy.

XX asyryň başyna çenli ABŞ-da gymmatly kagyzzar bazary döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmeýärdi. Gazna bazary üçin bahalar-da mekirlilik etmek (manipulýasiýa) häsiýetlidi, bu häzirk wagtda ähli ýerde bikanun diýlip ykrar edildi. ***Deriwatiw amallar (fiktiw bilen)*** – bazarda işjeňlik bar ýaly edip görkezmek üçin gymmatly kagyzzary bir wagtda satyn almak we satmak we ***ylalaşyk boýunça geleşikler*** – iki jogapkär tarapyndan bazardaky ýagdaýy öz peýdasyna üýtgetmek maksady bilen öňünden şertleşilen baha boýunça geleşikleriň amala aşyrylmagy - şular ýaly mekiriçliklere degişlidir.

***Kornerler*** – paýnamalaryň söwdagärleriň bellibir 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 gaçyryýan oýunçylar (“aýylar”) meşgullanýarlar. Olaryň düýp manysy spekulýantyň özünde elin ýok bolan gymmatly kagyzzary birnäçe wagtdan getirmäge söz berip, olary bellibir möhlete satýandygyny aňladýar.

“Gysga” satuwlar bazary düýpli üýtgetmäge ukyplydyr, şonuň üçin hem Gollandiýada XVII asyryň başynda olaryň sanyny çäklendirmäge synanyşypdyrlar. Beýik Britaniýada XVIII asyrdaky 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 kagyzzar bazaryna diňe gazna bazarynyň professionallarynyň öz-özünü düzgünleşdirmiş guramalary tarapyndan gözegçilik edilýärdi; öz-özünü düzgünleşdirmek professionallaryň arasynda oýnuň arassa kadalaryny saklamak üçin niýetlenendir.

Eýýäm XX asyryň başlarynda gazna bazaryndaky köpsanly pi-

rimler 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 düzgünleşdirmе ýokdy, ony girizmek üçin ähli synanyşyklar Yoll-Stritiň berk garşylygyna duçar bolýardy.

Birinji jahan urşundan soň ABŞ-nyň fiksiw maýasy çalt depginler bilen artyp başlady, bu köp babatda hiç bir zat bilen üpjün edilmedik paýnamalaryň çykarylmagy bilen baglydyr. Professionallaryň aldawçylykly hereketleri hem şuna getirdi: gymmatly kagyzzar satyn alnanda-satylanda gizlin dilleşmek, ol ýa-da beýleki kagyzzar barada maglumatlaryň daşyna çykmagy we ş.m. Jemlenişmek esasynda – pullar (esasan, hyzmat ulgamyndaky birleşikler) tapapyndan bahalarda mekirlilik etmek giňden ýaýran hadysa öwrüldi. Meselem, 1929-njy ýylda Nyýu-Ýorkuň gazna biržasynda paýnamalaryň 107 goýberilişi pullaryň pirimlerine sezewar boldy, bu pirimlere biržanyň agzalarynyň özleri hem gyzyklanýardylar. Korporasiýalaryň direktorlarynyň pullara gatnaşmagy aýyk ýagdaý hasap edilýärdi.

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

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

ABŞ-nyň gymmatly kagyzzar bazarynda hyýanatçylykly peýdalanmalar şeýle bir aýyk-aýdyň ýagdaýa öwrüldi welin, prezident

Guwer Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň baştutany Riçard Uitnä bazar-da 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 döredi, oňa Nýu-Ýorkly belli prokuror Ferdinand Pekor ýolbaşçylyk etdi. Bu iş boýunça diňlemeler Uoll-stritiň in 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 işlini düzgünleşdirýän kadalaryň kabul edilmegine haýsydyr bir görnüşde garşylyk görkezmek mümkinçiligini çäklendirýärdi.

Ruzweltiň tabşyrygyna laýyklykda, söwda boýunça federal komissiýanyň öňki başlygy, gymmatly kagyzzar bazaryny düzgünleşdirmek bilen bagly meseleler boýunça demokratik platformanyň awtory H.Tomson degişli kanuny taýýarlady, ol gutarnykly işlenenden soň senat tarapyndan biragyzdan kabul edildi.

### **5.2.16. Gymmatly kagyzzar bazaryna gözegçi edaralar**

Senagat taýdan ösen ýurtlarda gymmatly kagyzzar bazaryna gözegçilik edýän edaralar, esasan, 1929-1933-nji ýyllaryň dünýä çökgünliginden soň döredilip başlandy, bu çökgünlik gymmatly kagyzzar bazarynyň berk düzgünleşdirilmegini we döwlet gözegçilik edaralarynyň döredilmegini şertlendirdi. Gymmatly kagyzzarlar we biržalar boýunça barlaýjy (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 kagyzzarlar we biržalar boýunça barlag (komissiýa) (Securities and Exchange Commission, SEC) – gymmatly kagyzlaryň çykarylyşyna we dolanyşygyna gözegçilik edýän garaşsyz edarasy döredildi. Bu barlagyň ýolbaşçylygy baş agzadan

ybarat bolup, olaryň üçüsinden köpüsi bir partiýa degişli bolmaly däldir. Ýolbaşçylar ABŞ-nyň prezidenti tarapyndan baş ýyl möhletinde bellenýär we senat tarapyndan tassyklaýar. SEC-iň düzümi onuň haýsydyr agzasynyň ygtyýarlyk möhletiniň tamamlanyşyna görä her ýylda täzelenmelidir.

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

ABŞ-nyň Kongresi kadalaşdyryjy namalar babatynda agzalan barlag (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 çözüň 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 kagyzzar bilen geçirilýän söwda hakyndaky kanunda olaryň häsiýetli alamatlary bar. Insaýderler – bu biržanyň we gözegçilik edarasynyň önünde maglumatlary açmak barada aýratyn borçnamalary bolan adamlardyr.

SEC-de bellige alnan kompaniýanyň gymmatly kagyzzarynyň 10%-den gowragynyň eýesi bolan her bir adam, kagyzzary bellige

alynmaga degişli kompaniýanyň direktorlar geňeşiniň başlygy we müdiriýetiniň başlygy SEC-e we biržanyň ýolbaşçylygyna hasabat bermelidir. Paýnamalaryň gözegçilik edilýän bukjasyň we tutuş bukjanyň düzüminde eýeler boýunça üýtgetmeleriniň bolup geçen aýy tamamlanandan soňra on 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 bellendir. Gymmatly kagyzlar bilen amallary geçiren emitent kompaniýanyň gullukçylary alty aýyň dowamynda alnan ähli peýdany öz kompaniýasyna geçirmelidirler; söwdada köpçüligе elýeterli bolmadyk alamatyň 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 bellibir garaşylýan döwrüň gerekdigini talap edýär, şol döwrüň dowamynda geleşikleri geçirmäge rugsat berilmýär. Maglumatlaryň çap edilen pursadyndan soň azyndan 24 sagadyň dowamynda geleşiklerden saklanmak maslahat berilýär. Mazmun babatynda ygtybarly maýa goýumçy tarapyndan özüniň maýa goýum meýilnamalarynda göz önünde tutulan bu maglumatyň gymmatly kagyzlaryň hümmetine täsir edip biljekdigine düşünilýär.

Diwidentleriň göz önünde 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 topar barada giň düşündiriş berilmegine gollanýar. Olara geleşikler baglaşylanda maglumatlardan gönüden-göni peýdalanýan aktiw insaýderler, şeýle hem degişli hak almak bilen, näbelli maglumatlary aktiw insaýderlere berýän passiw insaýderler degişlidir. Zynjyryň uzynlyk derejesine garamazdan olary ikisi hem temmi berilmäge degişlidir.



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

Insyderleri 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, aktiw hem passiw insyderler babatynda günä bildirmäge haky bardyr. Öwez dolmaldan alnan pul möçberleri federal býujetiň girdejisine geçirilýär.

Gazna biržalaryndaky gözegçilik edalary birža söwdalary döwründe kadaly işi üpjün edýärler, biržadaky ýerleri satyn almagyň we gymmatly kagyzzara nyrh kesmegiň kadalaryny belleýärler, şeýle hem düzgün-tertibi bozýan bazara gatnaşyjylara jerime salýar. Bu wezipeler oňa kanunçylyk arkaly berkidilendir; görülyän 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 ulgamynda 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 bazara gatnaşyjylardan gönüden-göni sorap almak bilen, goşmaça derňew geçirýärler. Her ýylda olar hyýanatçylyklaryň köp münlerçelerini ýüze çykarmak bilen meşgullanmaly bolýarlar; olaryň, takmynan 250 sanysy babatynda jerime salmak ýa-da ygtyýar-namany ýatyrnak barada çözgüt çykarylýar. Kyn ýagdaýlarda SEC işe çekilýär.

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

1948-nji ýylda ABŞ-nyň gözegçi guramasy (SEC) ýaly Ýaponiýanyň gymmatly kagyzzar boýunça gözegçi gurama döredildi. Okkupasiýa tamamlanandan soň, 1951-nji ýylda ol ýatyryldy we



işgärleri bilen bilelikde onuň ygtyýarlyklary Maliýe ministrligine geçdi, çünki syýasatdan daşarda durýan, garaşsyz barlag babatynda Amerikan konsepsiyasyna Ýaponiýanyň şertlerinde degerli ähmiýet berilmedi.

Maliýe ministrligi hususy telekeçilik bilen örän ýakyndan baglydyr. Däp boýunça Ýaponiýada döwlet işgäri pensiýa ýaşyna ýetende (55 ýaş) döwlet edarasynnda bellibir derejede pes hak tölenýän işde geçiren ýyllary üçin sylag hökmünde hususy ulgamda gowy hak tölenýän wezipa alýar.

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

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

1992-nji ýylyň iýul aýynda, düýpli hyýanatçylyklary, bahalarda aldawçylyklary we gulluk (içerki) maglumatlaryň peýdalanylýandygyny ýüze çykaran, Ýaponiýanyň gazna bazaryndaky çökgünlikden (1990-1991-nji ýyllar) soňra gymmatly kagyzzar we biržalar boýunça täze gözegçilik esaslandyryldy, onuň wezipelerine gönüden-göni bazarda onuň ýagdaýyna syn etmek girdi. SEC-den tapawutlylykda Ýapon gözegçi guramalary Maliýe ministrliginiň affinirlenen (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 kagyzzar bilen söwda etmek boýunça golçur kompaniýalary döretmäge (paýnamalar we olardan döredilen gymmatly kagyzzar 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 barlagçysynyň (Comission des Operations de Bourse, COB) üstüne ýüklenendir, bu barlag wezipeleri boýunça ABŞ-nyň SEC-ny ýatladýar. Oňa dokuz agzasy bolan müdiriýet ýolbaşçylyk edýär. Barlag emitentler tarapyndan maglumatlary açmagyň standartlarynyň berjaý edilişine we insaýder maglumatlarynyň peýdalanyşyna gözegçilik edýär. Bellenen kadalaryň bozulan halatynda barlagçylarynyň materiallary prokuratura ibermäge ýa-da özüniň temmi çärelerini ulanmaga, hususan-da jerime salmaga haky bardyr.

Barlag guramasy 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 listinini gadagan etmäge ýa-da ýatymaga haky bardyr.

Gazna biržalary hakynda kanuna (1988) 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 on iki adam girýär, olaryň onusy 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 ministrliги 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-tertíp çärelerini görmäge haky bardyr.

Fransiýanyň kanunlaryna laýyklykda, ýöriteleşdirilen maliýe edarasý derejesi bolan Fransuz biržalarynyň jemgyýeti (*FBJ*) bazardaky

gündelik amallara, maglumatlaryň maýa goýumçylara ýaýradylşyna 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 assosiasııasy – gymmatly kagyzlary çykarýan kompaniýalaryň pofessional assosiasııasy 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 ähmiýetinden 5; 10; 20; 33,3; 50 we 66,6% üýtgän halatynda bu barada baş günün dowamynda birža we 15 günün 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 bellenen taraplaryň teklipl 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 bazar) 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 merkezledirmekden 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 gözegçilige berildi.

Germaniýada bazara esasy professional gatnaşyjylar täjirçilik banklary bolup durýar, şonuň üçin gymmatly kagyzzlar 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 ulgamyna degişlidir.

### **5.3.17. Gymmatly kagyzzlar bazarynyň kanunçylyk-hukuk binýady**

Gymmatly kagyzzlar bazarynyň kanunçylyk binýady 1929-1933-nji ýyllaryň çökgünliginden soň işjeň ösüp başlady, şol wagtlar gymmatly kagyzzlaryň ösen bazary bolan ýurtlaryň köpüsine gymmatly kagyzzlar we birža gaznalary hakynda kanunlary kabul etmäge mümkinçilik beren täze şertler döredi, bu kanunlar uzak ýyllaryň dowamynda gymmatly kagyzzlar bazarynyň mundan beýläk-de ösüşini hem-de düzgünleşdirilişini kesgitledi. Bu kanunlar gymmatly kagyzzlar bazarynyň çeyä, maýyşgak ösmegini, birža çökgünlikleriniň önüni alynmagyny, maýa goýumçylaryň bähbitlerini goramagy, bazary gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmegi üpjün etdi.

*ABŞ-nyň gymmatly kagyzzlar bazarynyň kanunçylyk binýady.* Şu döwürde Günbatarda döredilen berk kanunçylyk-hukuk binýady gymmatly kagyzzlar bazaryny ykdysadyýeti maliýeleşdirmeginiň goşmaça çeşmesine öwürdi. Gymmatly kagyzzlar hakynda amerikanyň kanunlary muňa mysal bolup biler. Meselem, 1933-nji ýylyň gymmatly kagyzzlar hakyndaky kanuny şulary göz önünde tutýar:

- köpçülikleýin ýerleşdirilýän maýa goýumlar barada maýa goýumça maglumat bermek;
- gymmatly kagyzzlar satylanda, aldawçylygyň we mekirligiň, önüni almak.

Bu maksatlara ýetmegiň baş usuly gymmatly kagyzzlaryň çykarylyşyny we ýerleşdirilişini bellige almak ýoly bilen maliýe maglumatyny açmak bolup durýar. Korporasiýalaryň, jogapkärçiligi çäklendirilen şereketleriň, trastlaryň we beýleki emitentleriň obligasiýalarynyň we paýnamalarynyň agdyklyk edýän bölegi SEC-de hasaba alynmalydyr. Bu kada federal hökümetiň gymmatly kagyzzlaryna we ýerli häkimiýet edaralarynyň obligasiýalarynyň köpüsine degişli dälidir.

Bellige almak maýa goýumçy bu kagyzyň gymmatyna baha berip we ony satyn almagyň maksadalaýyklygy barada çözüti kabul edip biler ýaly, emitent kompaniýa hem-de onuň satmakçy bolýan gymmatly kagyzy barada maglumatlary açmak üçin zerurdyr.

Bellige almak bellige alyş ýüztutmasynda ýa-da emissiýa prospektinde getirilýän faktlaryň takyk bolmagyny göz önünde tutýar, ýöne ony kepillendirmeyär. Kanun bolsa ýalan maglumat bermegi gadagan edýär we jerime salmak ýa-da türmä basmak görnüşinde jeza çäresini göz önünde tutýar. Mundan başga-da, gymmatly kagyzlary satyn alan maýa goýumçylaryň özlerine ýalan ýa-da ýoýulan maglumat berlendigini subut eden halatlarynda ýitgileriň öwezini dolmaga haklary bardyr. Nägilelikler emitent kompaniýa, onuň direktorlaryna we jogapkär işgärlerine, anderraýterlere, gymmatly kagyzlaryň söwdagärlerine, şeýle hem gymmatly kagyzlaryň çykarylmagyna we söwdasyna goşulan beýleki birnäçe kanuny hem-de şahsy taraplara bildirilip bilner.

Bellige almak söwdagärleriň eline töwekgelçilikli, ýaramaz dolandyrylýan ýa-da ýitgili kompaniýalaryň paýnamalarynyň düşmejekdigini aňlatmaýar. SEC-niň 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 resminamalary kompaniýalaryň her görnüşi boýunça kesgitlenen görnüşleri doldurylýar, olar şuny öz içine alýar:

- kompaniýanyň işiniň görnüşlerini we oňa degişli emlägi ýazyp görkezmek;

- satmaga hödürülenýän gymmatly kagyzy we onuň bu kompaniýanyň beýleki gymmatly kagyzlary bilen baglanyşygyny ýazyp görkezmek;

- kompaniýanyň dolandyrylyşy barada maglumat;

- garaşsyz auditoriýň netijenamasy bolan maliýe hasabaty.

Bellige alyş ýüztutmasy we emissiýa prospekti SEC-de bellige alnandan soňra, derrew aýan edilýär, ýöne gymmatly kagyzlary birnäçe wagt geçenden soň (adaty, 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 çäryeklik 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 köpçülikleýin aýan edilmäge degişli, ýöne heniz 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 önünde 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;

- dellalaryň/dilerleriň professional assosiasiýalary;

- milli gazna biržalaryny;
- kliriň agentliklerini;
- transfer-agentliklerini;
- gymmatly kagyzzar boýunça maglumatlary işleýän kompaniýalary.

Kanun gazna gymmatlyklary bilen amallarda hilegärlik we gymmatly kagyzzar bazarynda bahalardaky kezzaplyklar üçin temmi çäresini kesgitleýär.

*Ýaponiýanyň gymmatly kagyzzar bazarynyň kanunçylyk binýady.* 1947-nji ýylda kabul edilen Gymmatly kagyzzar we birža hakynda kanun amerikan kanunlaryna esaslanýardy. Ol milli gymmatly kagyzzaryň görnüşlerini, bazara gatnaşyjylaryň özüni alyp barylarynyň 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 kagyzzar bazaryndaky düýpli üýtgetmeler, gazna biržalarynda iri spekulýasiýalaryň, şeýle hem hilegärlikleriň we kezzapçylyklaryň önüni almak maksady bilen, döwlet tarapyndan gözegçiligi güýçlendirmäge isleg bilen şertlendirilen düzedişler we goşmaçalar girizildi.

#### **5.4.18. Gymmatly kagyzzar bazaryna gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmek**

Bazary düzgünleşdirmeginiň tejribesine ABŞ-nyň milli gymmatly kagyzzar bazarynyň mysalynda seredeliň.

1939-njy ýyldan başlap, ABŞ-da diňe ýa-da köplenç, guramaçylyksyz bazarda hereket edýän araçylar Gazna dilerleriniň milli assosiasiasyna (NASD) birleşdiler. 1929-1933-nji ýyllaryň Beýik durgunlygy şeýle birleşmä itergi berdi. Dellalçylyk firmalarynyň köpçülikleýin tozmagy, amallar geçirilende, ynsapsyzlygyň we aýyk kezzapçylygyň köp bolmagy işewür toparlarda-da, ABŞ-nyň federal hökümetinde hem düýpli ynjalyksyzlyk döretti.

1930-njy ýyllaryň başynda çökgünligiň netijelerini ýeňip geçmäge we ABŞ-nyň ykdysadyýetini sagdynlaşdyrmaga gönükdirilen döwlet çäreleriniň tapgyrynyň çäklerinde ýörite edara – Milli dikeldiş assosiasiasy (The National Recovery Administration, NRA) döredil-

di, bu edara senagatyň esasy pudaklaryny we maliýe ulgamy 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-özünü dolandyryş esasynda hereket edýän hem-de biržadan daşary bazarda amallaryň geçirilişini düzgünleşdirmäge, şeýle hem Kodeksde beýan edilen kadalaryň berjaý edilişine gözegçilik etmäge niýetlenen gözegçilik guramalary döretmek umuman 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 kanunlygy 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, Meloniniň kanuny hakykatdan NASD-a birža bazarlaryny düzgünleşdirmek boýunça giň ygtyýarlyklary berdi. NASD-niň esasy maksady ynsapsyz bäsleşigiň, bahalarda hilegärlik etmegiň, esaslandyrylmadyk ýokary girdeji almagyň önüni 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 önünde tutuldy. NASD-da agzalygy togtatmak ýa-da guramadan çykarmak, köplenç ýagdaýda, düzgün bozuýy 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 kagyzzlar bilen kezzapçylyk hakynda kanun kabul etmäge



mejbur boldy, şunuñ bilen ykdysady jenaýatçylyklaryň şu görnüşi üçin jeza çäresi güýçlendirildi. SEC hem insaýder söwdasynyň önüni almaga gönükdirilen çäreleri gördi. Meselem, korporasiýalaryň wezipeli işgärlerine öz kompaniýalarynyň satyn alnan paýnamalaryny alty aýyň dowamynda gaýtadan satmak gadagan edildi.

Görülen çäreler hökümetiň gazna bazaryndaky ykdysady jenaýatçylyklar bilen göreşinde uly orun eýeledi, ýöne hile-pirimleri düýp-teýkary bilen ýok etmegi başarmady, çünki firmalaryň ol ýa-da beýleki işgäriniň insaýder söwdasyna gatnaşandygyny subut etmek örän kyndy. Mesele garaşylýan goşulyşmalaryň ýa-da özüne birleşdirmeleriň önüsyrynda paýnamalaryň satyn alynmagynyň şeýle seredeniňde bikanun hereket bolup durmaýanlygyndadyr. Birinjiden, 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 borçludur. Şeýlelikde, peýdaly gymmatly kagyzzar bilen amallar gizlin maglumatyň çykandygyna däl-de, diňe maýa goýum bankçylarynyň, dellallaryň we dilerleriň hünär taýdan duýgurlygyna hem esaslanyp biler.

Insaýder geleşikleriniň gymmatly kagyzzar bazaryndaky jenaýatçylyklaryň görnüşleriniň diňe biri bolup durýandygyna garamazdan, SEC öz işinde esasy ünsi olaryň önüni almakda we gadagan etmekde jemledi. Döwlet tarapyndan düzgünleşdiriş edarasynyň alyp barýan ugrundaky şunuň ýaly öwrülişiň esasy sebäbi hökümetiň gymmatly kagyzzary saklaýjylar üçin agyr urgy bolan 1987-nji ýylyň birža çökgünliginden soňky 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 kagyzzar hakyndaky amerikan kanunçylygynyň bazaryň deňeçerligini saklaýan esasy ýörelgeleri, ýagny gymmatly kagyzzaryň birinji we ikinji bazarynda maýa goýum çözgütlerini kabul etmek üçin maglumatyň açyklygy we elýeterlilik ýörelgesini bozýardy.

1933-nji ýylyň kanuny maýa goýum banklarynyň birinji bazarda täze çykarylan gymmatly kagyzlary bölekleyin ýerleşdirmek boýunça işini düzgünleşdirýär. Ol emissiýa berkedýän agzalaryndan we satýan toparlaryň gatnaşyjylaryndan prospektleriň gutarnykly görnüşlerini şu goýberilişin 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 çözümleri 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 özläriniň gymmatly kagyzlary satyn alandyklary hakyndaky geleşikleriň tassyklanmagy bilen bir wagtda alýarlar. Şeýlelikde, hakykat ýüzünde maýa goýumçylar özläriniň 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 önüni 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 kagyrlar boýunça dilerleriň milli assosiasiýasy (National Association of Securities Dealers, NaSD) köpçülikleýin emissiýalaryň birinji gezek ýerleşdirilişine öz gözegçiligini amala aşyrmak bilen döwlet edaralarynyň bu ugurdaky işleriniň üstü-

ni ýetirýär. Meselem, kepillendiriş berkediji menejerleri çykarylanyl kagyzlaryň satylyp başlanmagyna garaşylýan wagtdan 15 gün öňünden gijä galman ýokarda görkezilen guramanyň korporatiw maliýe bölümüne emitent kompaniýalar tarapyndan SEC-e berilýän ähli resminamalaryň nusgalaryny, şeýle hem käbir beýleki maglumatlary bermäge borçludylar. Bu kadalar gymmatly kagyzlaryň NASDAQ-nyň agzalary bolup duran firmalaryň, kepillendiriş berkedijileriniň agzalary hökmünde ýa-da satýan toparlara gatnaşyjylar hökmünde çykyş edýän firmalaryň ýerleşdirýän ähli goýberişlerine degişlidir. NASDAQ hem SEC ýaly bellige alynýan goýberişleriň gymmatyna baha bermeyär we maýa goýum bankçylary tarapyndan teklipl edilýän baha wilkalarynyň “adalatly” ýa-da dälidigini teswirlemeyär. NASDAQ-nyň esasy maksady öz garamagyna hödürlenýän anderraýting geçirmek hakyndaky ylalaşygyň esasy düzgünleriniň “halal oýun kadalaryna” laýyk gelyändigini barlamak bolup durýar. 1939-njy ýylda kabul edilen bu kadalar, hususan-da, NASDAQ-niň agzalary bolup duran firmalar tarapyndan öz hyzmatlary üçin “adalatly” baha bellemegini göz önünde tutýar. Gymmatly kagyrlar boýunça dilerleriň milli assosiýasynda anderraýting ylalaşyklary bellige alnanda spreadiň we maýa goýum banklarynyň hyzmat haklarynyň ululygyna esasy üns berilýär.

Öz-özüne gözegçilik edilende we öz-özünü düzgünleşdirmekde gymmatly kagyrlaryň birinji, şeýle hem ikinji bazarlarynda, NASDAQ-nyň çäreleri, olaryň hyýanatçylyklaryň önüni almaga ýa-da eýýäm bolup geçen hyýanatçylygy ýok etmäge gönükdirilendigine garamazdan, köp halatlarda özüniň gönükdirilen ugry boýunça döwletiň düzgünleşdiriji edaralarynyň çäreleri bilen gabat gelyär. 1991-nji ýylda ABŞ-nyň Kongresine gazna biržalarynda we biržadan daşary dolanyşykda “gysga” satuwlary babatynda hyýanatçylyklaryň önüni almaga gönükdirilen kanun taslamasy gelip gowuşdy, onuň manysy, esasan, şunuň ýaly geleşige goşulan firmalar we şahslar tarapyndan berilýän maglumatlaryň sanawyny giňeltmäge syrykardy. Ýarym ýyldan soň NASDAQ-nyň gözegçi taraplar biržadan daşary bazarda şunuň ýaly geleşikleriň düzgünleşdirilişini berkitdiler. Täze kadalar bu assosiýanyň 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 köpsanly mysallaryň biridir. Bu birinjiden, telekeçilik bilen döwletiň bähbitleriniň birleşme nokatlarynyň bardygy (mysal üçin, gymmatly kagyzzar bazarynyň netijeli hereket etmegini saklamaga özara gyzyklanmak) bilen düşündirilýär. Ikinjiden, bu bähbitleriň gabat gelýän ýerinde telekeçilik iň berk gözegçiligi we öz-özüni düzgünleşdirmegi daşyndan iň bir gowşak goşulyşmadan gowy görýär.

Gymmatly kagyzzar bazarynda NASDAQ-nyň çäreleri, örän ýaramaz netijelere getirip biljek aýratyn uly möçberlerdäki kezzapçylygy goşmazdan, düzgün bolşy ýaly, ylalaşyk şertnamalary diýilýäni gazanmaga syrykýar. Şunda emitentler, araçylar we maýa goýumçylar ýaly düzgün bozujylar günäni boýun almazdan ýa-da inkär etmezden jerime tölemäge razy bolýarlar ýa-da işler öz-özüni düzgünleşdiriş guramasynyň (biržanyň we professional assosiasiýalaryň) garamagyna berilýär.

1980-nji ýyllaryň ahyry ABŞ-da we beýleki Günbatar ýurtlarda Beýik durgunlyk döwründen bari iň uly birža çökgünliligi, şeýle hem özüne birleşdirilýän kompaniýalaryň töweregindäki insaýder geleşikleriniň görüp-eşidilmedik gerimi bilen häsiýetlendirildi. Netijede, döwletiň düzgünleşdiriji edaralarynyň hem, bazara gatnaşyjylaryň öz wekilleriniň hem syýasatynda düýpli özgermeler bolup geçdi. Gymmatly kagyzzar bazarynyň durnuklylygynyň opurylmak howpy bazary öz-özüni düzgünleşdiriş guramalaryny döwletiň düzgünleşdiriji edaralary bilen güýçleri birleşdirmäge we birža tolgunuşyklarynyň öňüni almaga gönükdirilen birnäçe çäreleri görmäge mejbur etdi.

1980-nji ýyllaryň ahyrynda ABŞ-da döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň güýçlenmegi, esasan, gymmatly kagyzzaryň 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 täzedən 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 çykdaýylaryny azaltmak ýoly bilen ony goldamagy göz önünde tutýardy. 1990-njy ýyllaryň başynda SEC şu ugurdaky işleri dowam etdirdi.

Gymmatly kagyzlar bazaryna ýüz ýutmak ýoly bilen maliýeleşdirmegini kiçi telekeçilik üçin elýeterlilikini giňeltmäge gönükdirilen birnäçe teklipler öňe sürüldi, mysal üçin, täze kompaniýalar döredilende, federal derejede hem-de ştatlaryň derejesinde 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-de ştatlaryň derejesinde 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 barlag bölümleri tarapyndan maýa goýumçylary goramak maksady bilen, müşderileriň 25 mln. dollardan ýokary bolan aktiwlerini dolandyryan maýa goýum geňeşçileri we düzgünleşdiriji barlag bölümleriniň bolmadyk ştatlaryndan hereket edýän özara gaznalar SEC-de bellige alynmalydyr, ştatlaryň düzgünleşdiriji barlag bölümleri 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 syýasatyna goşulmazdan, maglumatlaryň öz wagtynda açylmagyna we buhgalter hasaba alşynyň dogrulygyna gözegçilik edýärler.

Diwersifisirlenen gazna derejesini almak isleýän gazna öz aktiwleriniň 75%-ini, olaryň 50%-den köp bolmadyk möçberiniň korporasiýalaryň biriniň paýnamalarynyň bir goýberilişine goýlar ýaly görnüşde ýerleşdirmäge borçludur; galan 25%-i gaznanyň öz garaýşyna görä goýlup bilner.

Ştatlaryň kanunçylygy gaznalaryň anyk bir şatda hökmany suratda bellige alynmagyny talap edýär; ştatlaryň daşynda ýaşajylara bu gaznanyň paýnamalaryny satyn almak gadagan edilýär. Görkezilen kadanyň ýerine ýetirilişine gözegçilik edýän ýörite gulluklar bar.

Aktiwleriň ogurlanmagyna ýol bermezlik üçin maýa goýum kompaniýalary hakynda kanunda gaznalaryň täjirçilik banklary bilen depozitar hyzmat etmek hakynda şertnama baglaşmak borjy göz önünde tutulýar. Depozitariý gaznanyň ähli aktiwlerini (nagt pullary we gymmatly kagyzlary) saklaýar; gazna tarapyndan satyn alnan gymmatly kagyzlaryň şahadatnamalaryny alýar, gaznanyň satyn alan paýnamalarynyň tölegini geçirýär, gaznanyň gündelik çykdajylary üçin serişdeleri bölüp berýär, oňa degişli diwidentleri we göterimleri alýar. Gymmatly kagyzlaryň bazarynyň depozitariý işine rugsat almak örän çäklendirilendir: amerikanyň üç 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 kagyzlaryň we biržalaryň boýunça barlag bölümi, onuň işini erkinleşdirmek maksady bilen, NASDAQ-da reforma geçirmäge girişdi. Ownuk maýa goýumçylaryň hukuk babatda gazna bazarynyň iri gatnaşyjylaryna deňleşdirmek bilen olaryň bähbitlerini gorap bolar.

#### I BAP

#### GYMMATLY KAGYZLARYŇ DÜÝP MAZMUNY

##### 1.1.19. Gymmatly kagyzlar barada umumy düşünje

Dünýä tejribesinde gymmatly kagyzlar ýürduň ykdysadyýetiň möhüm gurallarynyň biri bolup olar ýurduň ykdysady ýagdaýyny häsiýetlendirýän esasy görkezijileriniň biridir. Islendik ýurduň ykdysadyýetinde bellibir tertipde emele getirilen pul serişdesiz, ýagny döwlet belen kärhanalaryň arasynda, döwlet bilen dürli raýatlaryň arasynda, kärhanalar bilen raýatlaryň arasynda emele gelyän pul gatnaşyksyz göz önüne getirmek mümkin däldir. Pul dolanyşygynyň sazlaşykly ýagdaýyny üpjün etmek döwletiň önünde durýan esasy meseleleriniň biri bolup, dürli maliýe gurallary ulanmak arkaly döwlet pul dolanyşygynyň has-da kämil ýagdaýynyň döremegini üpjün etmelidir.

Dünýä tejribesinde belli bolşy ýaly, pul gatnaşyklarynyň sazlaşygyny ýola goýmakda gymmatly kagyzlar möhüm ähmiýete eýedir.

Gymmatly kagyzlar – bu maliýe serişdeleri bolup, hukuga kepil geçýän şaýatnama (subutnama) hem-de aýratyn wezipeli zerur almatlary bolan geljekde eýesine kesgitlenen möhletde peýda getirjek ýa-da dürli amallary geçirmäge mümkinçilik döredýän resminamadyr.

Gymmatly kagyzlaryň we şoňa degişlilikde, biržalaryň işini öwrenmek üçin, ilkinji nobatda gymmatly kagyzlaryň görnüşlerini bilmelidir.

Dünýä tejribesinde gymmatly kagyzlar dürli-dürli görnüşleri bilen tapawutlanýar. Olara şu aşakdakylar degişlidir: paýnamalar, obligasiýalar, wekseller, süýşürintgiler we goýum şahadatnamasy, akkreditiwler, çekler, konosament, ammar şaýatnamasy we girewler (zakladnaýa).

Gymmatly kagyzlary aşakdaky alamatlar esasynda kesgitläp bolar:

- bu hukuk resminama;
- bu resminamany kesgitlenen hem-de tassyklanan görnüşde hökmany belgilerinden ybarat;

- bu emläk hukugy kepillendiriji resminama;
- bu resminama emlägi başga birine geçirme hukuga mümkinçilik berýän resminamadyr.

Birža bu kesgitlenen tertipde belli gymmatlyklaryň ýerleşdirilýän ýeridir. Biržada çig mallar, materiallar, walýutalar, gymmatly kagyzlar, karz serişdeler şeýle-de, işçi güýji we başga gymmatlyklar ýerleşdirilip bilner. Biržada nyrhларыň kesgitlenişi diňe islegiň we teklibiň esasynda deňlik nokadyna barmalydyr.

Ykdysady gatnaşyklarda puluň bir tarapdan beýleki tarapa geçmek zerurlygy ýüze çykýar. Gymmatly kagyzlary zerur bolan pul serişdeleri çekmekde, has takygy ýurduň pul dolanyşygynyň sazlaşygynda aýratyn ähmiýetli gurallaryň biri bolup durýar. Wagtlaýyn ulanylmaýan pul serişdeleri dürli ugurlara çekmekde we olaryň netijeli ulanylmagy iki tarapada, ýagny gymmatly kagyzlary satyja we satyn alyja öz bähbitleri bilen täsirini ýetirýär.

Gymmatly kagyzlary satyn alyjy wagtlaýyn ulanylman duran pul serişdelerinden peýda gazanmak ýa-da bellibir işi amala aşyrmak isleýän bolsa, gymmatly kagyzlary satyjy dürli maksatlar üçin (ýa-da Döwlet tarapyndan öndürilip bellibir maksada gönükdirilse) ýa-da peýda almak maksady bilen önüm öndürmek üçin şeýle-de dürli hyzmatlary amala aşyrmak üçin (edara, kärhanalar tarapyndan) pul serişdeleri çekmek bilen önümçiligi giňeltmek ýa-da dürli, ugurlardaky edilýän hyzmatlaryň has-da netijeli bolmagyny gazanyp biler.

Beýleki bazarlarda bolşy ýaly, gymmatly kagyzlar bazarynda hem satylýan gymmatly kagyzlara isleg bolýar, şol isleg dürli sebäplere görä üýtgäp biler, isleg hyrydarlar tarapyndan gymmatly kagyzlary alyjylar, beýleki tarapdan bolsa tekliپ, ýagny gymmatly kagyzlary dolanyşyga çykaryjylar (satyjylar) bolup durýar. Isleg bilen teklibiň birleşýän nokady bolsa, deňlik nokadydyr. Şol deňlik nokady bazaryň şol wagty ýagdaýy bolup, ol dürli sebäplere üýtgäp, ýagny ýokaryk ýa-da pese düşüp biler.

Gymmatly kagyzlary ulanmak arkaly ykdysady ulgamda alyş-çalşygynyň has-da amatly ýagdaýyny döredip bolar, haryt almaga ýa-da beýleki gymmatlyklary almaga dürli sebäplere görä pul serişdeleri şol wagt ýok bolan ýagdaýynda ýa-da hasaplaşyk hasabyna gelmedik ýagdaýynda satyjy bilen alyjy öz aralarynda şertnama baglaşyp



biler, ondan söň pul serişdeleri hasaplaşyk hasabyna gelen mahaly şertnamada görkezilen harydyň bahasyndan we möçberinden harydy alyp biler. Mundan başga-da, gymmatly kagyzlaryň bir eýeden başga bir eýä geçmegi hem örän möhümdir gymmatly kagyzlary pula zerurlyk dörän ýagdaýynda satylyp bilner, bu öz gezeginde ykdysadyýetdäki alyş-çalyş ulgamynda gymmatly kagyzlaryň ornunyň örän möhümdigini häsiýetlendirýär.

Ykdysady nazaryýet esasynda seredeniňde haryt-sowda ulgamy iki topara bölünýär: 1) haryt; 2) pul. Haryt material gymmatlyklar diýlip düşünilýär. Pul bolsa ahlumumy ekwiwalent bolmak bilen ol karz maýasyna öwrülip, ýagny goşmaça pul getýän pul serişdesi bolup biler.

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, düşewüntililigiň 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 tehnologiýa maksatnamalary durmuşa geçirmek amala aşyrylýar.

ABŞ-da paýnamalary çykarmak pul serişdelerini jemleme usullarynyň biridir. ABŞ-da ýonekeý ýa-da adaty (ordinary, common stocks) we aýratyn hukukly paýnamalary (preferred stocks) tapawutlandyrylýar. Adatça, paýnamalar kompaniýany dolandyrmakda ses bermek hukugyny berýär we peýdanyň ütgäp durmagyna baglylykda olar boýunça diwident tölenýär. Aýratyn hukukly paýnamalaryň ses bermek hukugy ýokdur, ýöne olaryň kesgitli girdejisi (diwident) bardyr. ABŞ-da paýnamalary satyn almak olaryň eýeleri üçin belli-bir hukuklary almagy aňladýar: ses bermek hukugy (voting right), kompaniýalaryň 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 dissolution), barlagçylaryň hukugyny (rights to inspektion).

Ýaponiýanyň paýnamalar bazary häzirkî 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-njy ýyla çenli Tokionyň gazna biržasynda nyrh kesilen paýnamalaryň köpüsiniň hümmeti, aýry-aýry gysga wagtlaýyn pese gaçmalary hasaba almanynda, 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 bellibir meseleleri hem döretdi, hususan-da, paýnamanyň bazar bahasyna seredeniňde diwidendiň örän pes bolmagy mysal bolup biler, onuň möçberi nominala garanynda görterimde kesgitlenýär. Mysal üçin, kabul ederlikli 12%-li görterimli diwident paýnamanyň nominal bahasynyň 50 iýen bolan halatynda onuň bazar bahasynyň 0,25%-ine (2500 iýene) deň bolýar. Netijede, maýa goýumçylaryň hümmet tapawudyndan alynýan aratapawut peýda gyzyklanmasy artyp başlaýar, diwident 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 beläp geçmek gerek. ABŞ-dan tapawutlylykda (bu ýerde diwident girdejisini almak maksady bilen paýnamalaryň jemi mukdarynyň ýarysyna şahsy taraplar eýelik edýär), Ýaponiýada çykarylan paýnamalaryň aglaba böleginiň bilelikdäki saklaýjylary bolup, korporasiýalaryň özlери çykyş edýärler. Şunda esasy maksat korporasiýalaryň we olaryň paýdarlarynyň gowy gatnaşyklaryny saklamak, şeýle hem iki taraplaýyn 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.

### 1.2.20. Gymmatly kagyzlaryň gymmaty we bahalanmasy

Paýnamany satýan tarap bilen, paýnamany satyn alýan tarapyň arasynda ýa-da gymmatly kagyrlar bazarynda dürli ýagdaýlar ýüze çykyp biler, şol gatnaşyklaryň has-da kämil ýagdaýyny saýlap seçip döwlet tarapyndan berkedilen hukuk binýady döredilmelidir.

Paýnamalary satyn alanlar korporasiýanyň eýeleri we onuň ilkibaşdaky kapitalynyň üpjün edijileri bolup çykyş edýärler. Eger-de korporasiýanyň işi ýokary derejeler bilen ösüp gitse, onda paýdarlar özleriniň maýa goýumlarynyň ösmegini we diwidentleriň möçberleriniň ýokarlanmagyny gazanýarlar. Eger-de kompaniýanyň işi dürli sebäplere görä ýatyrylsa, onda paýnamalaryň saklaýjylary özüniň ähli goýum goýan maliýe serişdelerini ýitirip bilýärler.

Öz kapitalyny kopeltmek üçin kompaniýa her bir paýdarlary dolanyşykda paýnamalaryň sanyna deň ölçeglilikde gosmaça paýnamalary satyn almaga hukuk berip bilýär. Saklaýjy şonda oz hukuklaryny birikdirip, täze paýnamalara ýazylyp bilýär. Diýmek, saklaýja artyk hukuklardan dynmaga we ýetmeýänini satyn almaga mümkinçilik berýän hukuk bazary emele gelýär.

Hukuklar diwidentleriň tölenilişi ýaly amala aşyrylýar. Takyk pursatda saklaýjylar hasaba alnanda kitapçasy “ýapylýar” we onda görkezilenleriň ählisi hukuk alýarlar. Şonuň ýaly pursat hasap edilýän ýa-da ýazuw günü diýlip atlandyrylýar. Eger-de hukuk bir tarapdan başga tarapa geçýän bolsa, bu koplenc, ýer tutýar, onda paýnamalaryň saklaýjylaryna hukuklaryň takyk sanyna şahadatnama iberilýär. Seýrek ýagdaýlarda, haçanda hukuk geçirilmäge degişli bolmasa, olary diňe bir ýazuw pursadynda kitapçada ady duran saklaýjy amala aşyryp bilýär.

Eger-de kompaniýanyň paýnamalaryna biržada uly isleg bildirýän bolsa, onda olar nazary mazmunly baha boýunça örän seýrek satylýar, sebäbi bärde söwda harajatlary hem-de tekliş bilen islegiň deňsiz ýagdaýda bolmagy orun tutýar. Satyjy hukuklary alan pursadynda olary eltip bermäge borçlanýar. Satyjynyň investision dellalçysy ýa-da birža brokeri hukuklarynyň berilmegini kepillendirmek üçin, ondan nagt pul ýa-da gymmatly kagyrlar bilen depozitiň tolenilmegini talap edip bilýär. Dellalçyda alyjynyň dellalçysynyň ýa-

-da brokeriniň hukuklary eltip bermäge borçlanýar. Eger-de tersleşik ýokardaky ýagdaýlarda amala aşyrylýan bolsa, alyjydanam şol birmeňzeş usullar satyn almaga sargyt edilende, haryt üçin tölegiň şol bir pursatda tölenilmegi talap edilip bilinýär. Haçanda hukuklar ýeterlikli bolanda, bu döwürde baglaşylan şertnamalar hasaplamak we eltip bermek ýoly bilen çözülýär, soňraky şertnamalar bolsa, nagt pullaryň tölenilmegi ýa-da yzygiderli eltip berilmegi bilen amala aşyrylýar. Bir biržalarda nagt pul bilen tölenilmegi, başga biržalarda bolsa yzygiderli üpjün edilmegi talap edilýär.

Paýnamalary satyn almak hakyndaky karar düýpli geçirilýän seljermeden käwagt gymmatly kagyzlaryň seljermesi diýip atlandyrylýan seljermeden gelip çykýar. Şonuň ýaly seljerme pudaklaryň we aýry kompaniýalaryň gymmatly kagyzlaryny düýpli owrenmekden ybaratdyr. Şonun ýaly gözlegleri geçirmäge wagty bolmany üçin investision-dellalçy firmalaryň wekilleri tejribede ylmy-barlag firmalaryň hyzmatlaryndan we maglumatlaryň başga çeşmelerinde peýdalanýarlar. Ýöne bu bölümleriň işgärleri bu netijä nähili gelýändigine olar oňat düşünmelidir.

Düýpli seljerme pudak seljermesinden başlaýar. Ilkinji nobatda bellibir wagtda iň gowy netije beräýjek pudaklar saýlanyp seçilýär. Soňra bu pudaklarda kompaniýalar-liderler kesgitlenilýär. Ösüş derejesine baglylykda pudaklar görnüşlere bölünýär. Emele gelýän, osüp barýan, durnukly, döwürleýin, bäsleşikli we güýçden gaçyp barýan pudaklar tapawutlandyrylýar. Emele gelýän pudaklar paýnamalary satyn almaga isleg bildirýän investitorlar üçin mydama elýeterlikli dälidir. Olar bazara paýnamalary çykarmaýan köp bolmadyk hususy korporasiýalaryň eýeçiligindedir.

Ortaça girdejilige garanyňda, ösüş kompaniýanyň investirlenilen kapitala birnäçe ýylyň dowamynda hasaplanan girdejililigi has ýokary bolmalydyr. Geljekde-de şonuň ýaly düzgüni saklamak netijesi göz önünde tutulmalydyr. Harajatlara güýçli barlag geçirilmegi bilen satuwyň gymmat we fiziki gowrümleleriniň köpelmegi ösüş kompaniýasy üçin mahsusdyr.

Ösen pudaklara garanyňda ýaş pudaklar, köplenç, has ýokary derejelerde ösýärler. Haçanda pudak öz osüşiniň iň ýokary derejesinden geçensoň, baha basleşigi güýçlenýär we peýdanyň normasy pese düşýär. Eger-de kompaniýa zähmeti köp talap edýän pudaklara

degişli bolsa, onda onuň uly iş haky fondy ösüp barýan diwidentleriň tölenilmegini kynlaşdyryp bilýär. Eger-de kompaniýanyň işi zähmeti az talap edýän bolsa, onda ösüp barýan girdeji bir paýnama hasaplanýan girdejiniň ýokary derejesini üpjün edýär.

Girdejili paýnamalar - bu diwidentleri gaýgyrmazlyk bilen tölenilýän paýnamalardyr. Girdejili paýnamalaryň bahasynyň we kapitalyň ösüş netijesiniň üytgemeginiň netijeliligi uly däl. Ýöne ýokary derejeli diwidentli paýnamalaryň ählisi girdejili paýnamalar diýip düşünmeli dälidir.

Dünýä tejribesinden belli bolşy ýaly, jemgiýetde ýüze çykýan gatnaşyklaryň, höwesleriň (stimullaryň) has-da kämil ýagdaýyny döretmek üçin, ilkinji nobat şol gatnaşylarda ýüze çykjak dürli ýagdaýlary göz önünde tutmak bilen onuň ähli taraplara bähbitli hukuk binýadyny döretmelidir. Gerekli ýerinde, düzgün bozmalary ýok etmek maksady bilen jerimeli hem has-da deňlilik derejesinde ulanmagy ýola goýmalydyr. Gymmatly kagyzlar hem ykdysadyýetde has anygy alyş-çalyşda, pul dolanyşykda aýratyn ähmiýetli guraldyr, çünki gymmatly kagyzlar ykdysadyýetiň ösüşini has-da ýokary derejeler bilen ösdürmäge, pul dolanyşygynyň tizligini has-da ýokarlandyrmaga ýardam edýän ykdysadyýeti sazlaşdyryjy aýratyn ähmiýetli resminamalardyr.

Kompaniýada ýa-da korporasiýada özüniň önümçilik işini amala aşyrmak üçin bellibir möçberde pul serişdeleri ýa-da esasanam, 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 hem-de hyzmatlaryň bahasy bilen kesgitlenýär. Taýýar önüm (işler, hyzmatlar) ýerlenenden soňra düşewünt (girdeji) peýda bolýar, ol hem kärhananyň hasaplaşyk hasabyna gelip gowuşýar.

Maýanyň dolanyşygynyň barşynda pul maýasy boşaýar. Ol ýerleme netijesinde emele gelýär we geçirilen hem-de 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.

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

Dolanyşyk maýasy toplanş 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 bellibir möçberini satyn almak ýoly bilen önümçilik maýasyna öwürülmelidir.

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

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

Kompaniýalaryň we kärhanalaryň derejesinde pul maýasynyň toplanşyny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek, diýmek, kärhanalaryň öz-özünü maliýeleşdirmegini düzgünleşdirmek, salgyt syýasaty arkaly amala aşyrylýar. Döwletiň maliýe syýasatynyň bir bölegi hökmünde salgyt syýasaty hökümetiň çökgünlige, hümmetsizlenmä garşy çäreler toplумы bilen baglydyr. Salgyt ulgamy diňe bir döwlet

we ýerli býujetler üçin girdeji almagyň çêşmesi hökmünde peýdalanylan, 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 çêşmesi jogapkärçiligiň dürli derejesinde durýar: ulanyş geçirimleri gaznasyny kärhananyň administrasiýasy (ýolbaşçylary) ygtyýar edýärler, peýdany paýdarlar, subsidiýalar, dotasiýalar, ýeňillikler (salgyt karzlary) görnüşindäki salgytlary bolsa döwlet dolandyýar.

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

### **1.3.21. Gymmatly kagyzlaryň kapital häsiýetnamasy**

Paýdarlar jemgiýetleriniň çykaran paýnamalary we obligasiýalary, gymmatly kagyrlar bazaryny emele getirip dolanşyga girýär.



Bu bazaryň çäkleri babatda şu günlerde döwletleriň dolanyşykdaky paýnamalaryň we obligasiýalaryň bahasy tutuşlaýyn milli önümiň ýyllyk möçberinden artýar. Gymmatly kagyzlaryň esasy bölegi ýörite döredilen institut-gazna biržasy arkaly satuwa çykarýlýar.(gymmatly kagyzlara kä halatda gazna hem diýilýär.)

Paýdarlar kapitalynyň iki görnüşde hereketi bar. Bir tarapdan jemgiýetçilik önümçiligi ulgamynda hakykatdan hem hereketde bolan hakyky kapital. Ikinji tarpdan bolsa gymmatly kagyzlar görnüşindäki kapital. Gymmatly kagyzlara inwestirlenen kapitaly özboluşly koordinatalar ulgamynda hereket edýän ýaly bolup, onuň hereketi hakyky ykdysadyýet proseslerini hemme wagt doly derejede aýdyňlatmaýan gymmatly kagyzlar bazarynyň konyukturasy we ýagdaýy bilen kesgitlenýär.

Fikitiw kapital adyny alan, hem-de hakyky kapitalyň dolanyşygyna dahylly bolmadyk bu görnüşli kapital, fond biržasynda ýöriteleşdirilen haryt hökmünde dollanyşykda bolýar.

Fiktiw kapitalyň görnüşü kapitalizmiň soňky ösüşini şöhlelendirip, önümçiligiň monopolizirlenmeginiň derejesine laýyklykda onuň ähmiýeti ýokarlanýar. Fiktiw kapitalyň girdeji çeşmesi dolylygyna gizlenilgidir. Netijede, gymmat kagyzlaryň öz-özinden girdeji getirmek bar ýaly görünýär. Esasan hem, bu döwlet karzlarynyň obligasiýalarynda aýdyň görünýär. Bu görnüşdäki fiktiw kapitalyň hatda bahalary hem bolman, eýsem, hakyky kapitaly hem düzmeýär. Sebäbi obligasiýa göterimleri, esasan, salgyt hasabyndan tölenilýär.

Häzirki döwürde ykdysadyýetiň döwlet bölümçesiniň has ösmegi we döwlet karzlarynyň ölçegleriniň ýokarlanmagy bilen gymmatly kagyzlar bazary döwletiň çykarýan gymmatly kagyzlary bilen doldurylýar. Aýratyn hem, bu ýagdaý döwlet tarapyndan gözegçilikde saklanýlan fond biržalarynda has aýdyň görünip, olar döwlet büjetiniň gaýtadan maliýeleşdirilmegi üçin ýygý-ýygýdan ulanylýar. Mysal üçin Italiýa, has az derejede Germaniýadyr.

Monopoliýalaryň we döwletiň birleşmegi, olaryň fiktiw kapital boýunça bileleşip alyp barýan amallarynda ýüze çykýar. Döwlet örän ýygý-ýygýdan gymmatly kagyzlar bazaryna bergidar, kreditor, karz beriji we amala aşyrylýan amallara kepillendiriji tarap hökmünde çykyş edýär. Döwlet büjetiniň zyýan çekmegi netijesinde giň ge-



rime eýe bolýan inflýasiýa wagtynda fikriw kapitalyň döwlet bilen gatnaşygy inflýasion prosesleriň güýçlenmegine getirip, döwletiň fiktiw kapitaly bilen bagly amallaryň gözegçiligi býujet zyýanlarynyň öwezini doldurmak üçin güýçlenmegi çökgünçilik ýagdaýlarynyň emele gelmegine getirer.

Öň hem aýdylyp geçilişi ýaly, gymmatly kagyzlaryň uly bölegi ýörite döredilen institut-fond biržasynda satylýar.

Biržanyň ýolbaşçylygyny Birža komiteti amala aşyryp, gymmatly kagyzlary gözden geçirip olary satuwa çykarmaga rugsat berýär we olaryň satuw kadalaryny kesgitleýär. Biržanyň ähli amallaryny şertleşikler, paýnamalaryň hümmeti babatda maglumatlary elinde bolan ýörite araçyllara-dellallar amala aşyrýar. Fond biržalarynyň ýörite düzgünnamasy boýunça aradurarlar özbaşdak şertleşikleri alyp bermäge hukuklary ýok, emma hakykatdan-da bu kada örän seýrek ýagdaýda berjaý edilýär. Käbir döwletlerde birža aradurarlary, döwletiň wezipeli adamlary bolup durýar (mysal üçin, Fransiýada), beýleki döwletlerde hususy firmalaryň wekilleri bolup durýar (ABŞ, Beýik Britaniýa).

Gymmat kagyzlaryň dollanyşykdaýy mukdary, şeýle-de, bu ösüş depginligi häzirki wagtda mysal üçin, ABŞ, we Ýaponiýada paýnamalaryň bazar bahasynyň 5 trln dollardan aşýar, ýagny paýlaryň 80%-i ýyl boýunça öz eýelerini çalyşýar. Bir zady göz önünde tutmak hökmanydyr. Birža kagyzlaryň ýeke-täk bazary bolman, ondan başga-da biržanyň daşyndan hem uly dollanyşyk amala aşyrylýar.

Iň uly birža diýlip Nýu-Ýorkdaýy (dünýä boýunça iň uly, bu ýerde ABŞ-nyň gymmatly kagyzlarynyň 85-90% - satylýar), London-da, Tokioda, Parižde Yerleşen biržalar hasaplanylýar. Her döwletiň öz fond biržasy bolýar (ABŞ-de olar 10). Fond biržalarynyň sany hemişe artýar emma olaryň esaslary maliýe kapitalyň ýygňalan ýeri bolan merkezlerde ýerleşýär.

Gymmatly kagyzzar bazarynyň möçberi kapitalyň hereketindäki ornuny kesgitleýär. Orun örän ähmiýetli bolup, gymmatly kagyzlaryň dollanyşygynyň mehanizmine düşünmän häzirki zaman kapitalistik önümçiliginiň prosesleriniň asyl esaslaryna akyl ýetirmek mümkin däl diýsek, ýalňyş bolmasa gerek.

Gymmatly kagyzlar bazary örän çylşyrymly we köp ugurly gurluşly ulgamy göz önünde janlandyrylar. Bu bazary dürli alamatlara görä görnüşli diýmek bolar. Ilkibaşda dollanyşykda bolan gymmatly kagyzlaryň anyk görnüşleri bilen baglanyşyklylykda bazaryň segmentini tapawutlandyrmaly. Bu tarapdan obligasiýa, paýnama, şeýlede gymmatly kagyzlaryň täze ýörite görnüşleri konwertirlenen paýnamalar, warrantalar, fýuçersler we opsiýonlar bazarlary tapawutlandyrylýar.

Frinans (maliýe) fýuçersleri satyjy (emitent) we alyjynyň kesgitli maliýe guralynyň söwda-satuwyny önünden geljekde bellenen bahalar boýunça amala aşyrmak üçin arasyndaky standart möhletleýin şertnama bolup durýar. Gepleşikler biržada amala aşyrylýanlygy üçin, olaryň ýerine ýetiriljekdigine kepil geçýär.

Opsiýonlar hem kesgitli bir haryt üçin ýa-da maliýe gurallary üçin möhletli şertnama bolup, fýuçerslerden tapawutlylykda opsiýonyň dolandyryjysynyň ulanýan haýsydyr bir amalyňy amala aşyrmaga borçlulygy däl-de, hukugy göz önünde tutulýar. Opsiýonlar bilen amallar hem möhletli fýuçers şertnamalar bilen şertleşikler amala aşyrylýan biržalarda geçirilýär, ýöne opsiýonlar üçin ýörite biržalar hem (mysal üçin, ön hem ady geçen Çikago opsiýonlar biržasy) işleýär.

Opsiýonlaryň bir görnüşiniň hem warranta bolup, olar öz alyjylaryna haýsydyr bir fond gymmatlyklaryny almak hukugyny berýär. Olary opsiýonlardan möhleti, şeýle-de, adatça, opsiýon bar bolan aktiw üçin berilýän bolsa warranta satyjynyň satmak borjuny ýerine ýetirmegini mejbur edip; mysal üçin paýnamany talap edip (warrantalaryň iň giň ýaýran görnüşi) täze paýdarlar kapitalynyň döremegine getirýär.

Gymmatly kagyzlar bazary hem ilkinji täze gymmatly kagyzlaryň satylmagy netijesinde, ini topara bölünýär kapitalyň üýşmegi we ikinji görnüşli bazarda ön çykarylan gymmatly kagyzlar dollanyşyk bolýar. Ahyrynda birleşen bazar guramak usuly boýunça biržanyň daşyndaky gymmatly kagyzlar bazaryndan ybarat bolýar. Ýokarda agzalanlardan peýdalanyňp, şu netijä gelmek bilen dünýä hojalyklarynda birža konstruktiv ähmiýete eýedir. Hut fond birža maýa goýum prosesine gerekli dinamizmi berýär.

Ýöne muňa garamazdan onuň ikinji tarapyna seretmän geçmek bolmaz: spekulýasiýa biržanyň immanent tarapy bolup aýrylmaz bölegidir. Häzirki wagtda spekulýasiýanyň zyýanly netijeleri kompýuter

tilsimatlary arkaly amala aşyrylýan gymmatly kagyzzlar amallarynyň giň gerime eýe bolmagy bilen aýdyň bolýandyr. Bu amallaryň ähmiýeti kompýuter gymmatly kagyzzlaryň söwdasyny alyjynyň tabşyrygyny awtomatiki ýagdaýda olaryň nyrhynyň belenilen ölçegden sähel üýtgemegi netijesinde amala aşyrýar. Adaty şertlerde bu kompýuter şertleşikler ukgamy örän ygtybarly we amatly, emma alyp-satarlyk (spekulyatiw) işjeňligi netijesinde birza deňagramlylygyny ýitiren pursadynda bolsa örän howpludyr. Muny 1987-nji ýylda bolup geçen we kompýuter programmalaryň “Goýumlary” netijesinde güýçlenen birza çökgünligi aýdyň görkezendir.

Birza çökgünlikleri bu fiksiw kapitalyň çendenaşa artmagyna gymmatly kagyzzlar bazarynyň özboluşly jogaby bolýar. Şeýle çökgünlikleriň biri 1987-nji ýylyň oktýabrynda dünýä döwletleriniň fond biržalarynda paýlaryň nyrhларыnyň birden on esse düşmegi netijesinde bolup geçdi. Şeýlelikde, 1987-nji ýylyň 25-nji awgustyndaky bilen deňeşdireniňde, şo ýylyň 19-njy oktýabrynda olar Nýu-Ýork biržasynda 36%, Tokio biržasynda 20%-den hem köp, Pariž we London biržalarynda 35-40%, Frankfurt, Sidneý hem-de Gonkong biržalarynda hatda 45-50% pese düşdi. Şeýlelikde, bu çökgünçilik biržalaryň taryhynda iň uly çökgünlikleriň biri bolupdy. Ol “Klassiki nusga” boýunça ýaýrady, ýagny ykdysady galkynyşyň iň ýokary derejä çykan döwri amala aşyp, fiksiw kapitalyň amerikan korporasiýalaryny 550 mlrd dollara çenli aşaklatdy.

Paýnamalaryň nyrhynyň peselmegi käbir kompaniýalary has güýçli bäsdeşleriniň önünde ejizledip, olaryň has güýçli kompaniýalara goşulmagyna getirýär. “Ýyrtyjy” kompaniýalarda erkin kapital bolup, paýnamalary arzan bahadan satyn almak isleýärler. Şonuň üçin 1987-nji ýylyň birza çökgünliginde öz paýnamalaryň bäsdeşleriniň almagyndan gorkup, ABŞ-nyň kompaniýalarynyň köpüsi özbaşdaklygyny saklamak üçin öz paýnamalaryny özleri satyn alyp başladylar. Olaryň arasynda ön hem ady tutulan General Motors, Ford, Coca-Cola, IBM ýaly ägirtler bardyr. Köp kompaniýalar üçin paýlaryň nyrhynyň peselmegi bolsa batmaklygy aňladýar.

Jemgyýetçiligiň pikirine görä, bu diňe ykdysadyýetde işleriň hakyky keşbini şekillendirýän ýagdaýdy. Birza batmaklygy, esasan, döwletiň ykdysady syýasatynyň koordinirlenmegine itergi bolýar.

Çökgünlik netijesinde hakyky ykdysadyýetde we kapital-öndürme pudagynda amala aşýan prosesleriň wagtlaýyn gatnaşygynyň gabat gelmegi dikledilýär. Nähili geň görülse-de bu tarapdan çökgünçilik maliýe kapitalyň artyklygyny ýok edip, düzgünleşdirilen hyzmaty ýerine ýetirýär. Birža çökgünlikleri paýdarlar eýeçilik görnüşiniň ösüşini çaltlandyryp, gymmatly kagyzlaryň uly böleginiň kapitalynyň elde toplanmagyny ulaldyp, eýeleriň arasynda bäsdeşlik göreşini ýitileşdirýär, netijede bolsa, banklar we kärhanalar batýar.

Emma bu aýdylanlara we şübhesiz zyýanly taraplaryna garamazdan, çökgünçilik ykdysadyýetiň geljekdäki sagalyşynyň alamatydyr. Birža çökgünlikleri mysal üçin, köne yza galak korporasiýalaryň has öňde baryjylara, has bäsdeşlik etmäge ukyplylara, gymmatly kagyzlara bolan çendenaşa nyrhy düşürmäge, çendenaşa töwekgelçilik edýänleri aradan aýyrmaga we ýerlerini çalyşmaga, şeýle-de, birža guramaçylyk işine täze usullary girizmäge uly ýardam berýär.

Has pes biržaçylar üçin çökgünlik uly howp abandyryýar, ýöne fond birzadan onuň spekulýasiýalary we çökgünlikleri sebäpli ýüz öwürmek, ykdysady mehanizmi çalasyn we netijeli kapitaly emele getirmek ulgamyndan mahrum edip, maýa goýum prosesini örän kynlaşdyrar. Gymmatly kagyzlar bazarynyň bolmagy jemgyýetiň agzalarynyň girdejilerini köpeltmek bilen halk hojalygynyň maýa goýum serişdelerini örän köpelder diler. Özi hem maýa goýum prosesiniň hakyky merkez üýtgemesi emele gelip, oňa maýa goýum gurluşynyň gaýtadan gurulmagy üçin wajyp dinamizmi we çalasyňlygy berýär.

Ahyrynda bolsa gymmatly kagyzlar bazary ilatyň pul girdejileriniň uly böleginiň ünsüni bölüp, haryda we hyzmata bolan talaby azaldýar. Bu ýagdaý ösen kapitalistik döwletlerde gaýtadan öndürmek işine köptaraply täsirini ýetirip zyýanly ykdysadyýet ýagdaýyna hem-de peýdaly ähmiýete eýe bolup biler.

Fond biržasy gymmatly kagyzlar bazarynyň in guramaçylykly bölümini emele getirýär. Oňa gymmatly kagyzlar bile amallary amala aşyrmagyň unifisirlenen kadalary häsiýetlidir. Öz hukuk statusy boýunça fond biržalary (ABŞ) birleşikler, paýdarlar jemgyýetleri, (Beýik Britaniýa, Ýaponiýa) maliýe ministrliğine degişli hökümet

edaralary bolup bilyärler. Birzanyň agzalygyna diňe gymmatly kagyrlar amallaryny amala aşyryňan ýöriteleşdirilen birža (broker) firmalary girip bilýär. Ägirt uly fond biržalarynda esasy orunlary özüniň hususy kapitaly bolan 10-15 brokerler eýeleýär.

Korporasiýa üçin öz paýnama fond biržasynda geçerli bolmagyny gazanmak örän kyndyr. Korporasiýanyň paýlarynyň Nýu-Ýork biržasynda kabul edilmegi, onuň amerikan biznesiniň “ýokary gatlagyna” kabul edilmegini aňladýar. Bu hukuga diňe iň ýokary abraýa eýe bolan hem-de paýdarlar sanynyň köplügi, şeýle-de paýlaryň bazar bahasynyň ýüzlerçe mln. Dollarda ölçenilmegi netijesinde eýe bolup biler. Şeýle saýlama firmalaryň arasynda hormatly orunlary paýnamalaryň tutuşlaýyn bahasy 1 mlrd dollar bolan IBM ýa-da paýdarlaryň sany 2 mln aşýan “AT&T” korporasiýalary eýeleýär.

Fond biržasynda amala aşyrylýan amallaryň uly bölegi aýratyn häsiýetli bolup, öz mazmuny boýunça diňe bahalaryň bir elden başga ele geçmegini göz önüne getirýär. Aýratyn häsiýete eýe bolan amallardan diňe täze gymmatly kagyrlary ýerleşdirmek amallaryny almak bolar. Döwlet karzlary ýerleşdirende, täze paýdarlar jemgyýeti emele gelen ýagdaýlarynda, adatça, kapitalyň inwestirlenmegi amala aşyrylyp gönümel ýa-da gytaklaýyn ýagdaýda öndümliligiň möçberiniň giňelmegine itergi berýän ýagdaýlar döredilýär. Bu görnüşli amallar kapitalyň bir ýerde üýşmegine we merkezleşmegine getirýär.

Bir günün dowamynda dünýä fond biržasynda onlarça million paýnamalar bilen amallar geçirilýär. Birža amallarynyň esasy görnüşleri diýip aksiýalaryň söwda – satuwy we şeýle-de, gyssagly şertleşmeleriň amala aşyrylmagy hasaplanylýar. Beýleki bazarlar ýaly biržalar diňe bir gymmatly kagyrlara inwestirlenen kapitalyň dolanyşygyna ýardam etmän, eýsem, söwda emelleriniň amala aşyrylýan şahasy hem bolup durýar. Birža amallarynyň uly bölegi gymmatly kagyrlaryň bazar bahasynyň üýtgap durmagy netijesindeki söwda girdejisini almak maksady bilen berk baglanyşyklydyr. Birža söwda oýny hem paýnamalaryň bahasynyň ösmegi üçin bolşy ýaly (bu usula ýykgyň edýänlere “öküz” diýilýär), şeýle-de, paýlaryň bahasynyň düşmegi üçin amala aşyrylýar (bu usula ýykgyň edýänlere aýy diýilýär).

Alyp-satarlar söwda şertleşikler amala aşyrylanda, diňe bir girdeji däl töwegelçilik hem göz önünde tutulýar. Fond biržasynda amala aşyrylýan şertleşmeleri 3 topara bölmek bolar:

1. Doly kepilli şertleşik;
2. Kadaly alyp-satar şertleşikler;
3. Töwegelçilik derejesini kesgitläp bolmaýan ýokary alyp-satar şertleşikler.

Birinjy topara döwletiň gymmatly kagyzlaryny, THK; - senagat firmalaryň banklaryň we ş.m. paýhlary we obligasiýalary; üçünjä - birža aýlanyşygyna ilkinji gezek düşen, az öwrenilen kompaniýalarynyň gymmatly kagyzlarynyň täze emissiýalary, şertleşikleri degişli edip bolar. Töwegelçiligiň dürli netijelerini getirip biljekdigi tebigydyr.

Emma biržanyň ähli işini ägirt uly humar oýunlary oýüne öwürmek alyp-satar degişli etmek dogry däl. Bu beýle däl sebäbi birža kapitalistik önümçilik ulgamynda konstruktiv orny eýeläp we investision işe gerekli dinamizmi we başarnyklygy goşýar.

Fond biržasynda gyssagly şertleşikler örän giňden ýaýrandyr. Birža amallarynyň bu görnüşini degişli möhletde paýnamalaryň kesgitli sanyny we şertleşik edilen döwründe ýöreyän baha boýunça almak, satmak we almaga borçly etmek hukugyny berýän şertleşikler göz önünde tutulýar. Möhletiň dowamynda bahasynyň artmagy sebäpli alyjy utuşda galýanlygy düşnüklidir.

Gymmatluy kagyrlar boýunça hereket edýän hyzmatlardan başga-da, häzirki döwürde öz müşderilerini hem operativ maglumat (Jou-Jonsuň indeksi, SP/300 we SP/500) bilen hem-de gymmatly kagyrlar bazarynyň konýukturasy hakyndaky maglumaty öz içinde saklaýan giňişleýin analitiki hasabatlary berýän wajyp habar beriş wezipesini ýerine ýetirýär. Emma maglumatlaryň elýeterligine garamazdan belli korporasiýalaryň bazar bahasynyň dinamikasynyň önünden görmek örän kyn; öz täsirini ýetirýän faktorlaryň, şol sanda ykdysady ähmiýeti bolmadyklaryň hem sany örän uludyr.

Fond biržasynda amala aşyrylýan amallaryň ählisiniň esasyny F. Engels: “Birža - bu biržalaryň işçileriň zähmetini däl-de, biri-birini eksplaitirlemegidir” - ýagny birža amallarynyň dowamynda maddy önümçilik sahnasynda döredilen goşmaça girdeji, gymmatly kagyrlaryň eýeleriniň arasynda paýlaşylýar.

## II BAP

### PAÝLY GYMMATLY KAGYZLARYŇ YKDYSADY MAZMUNY WE ONUŇ WEZIPELERI

#### 2.1.22. Paýly gymmatly kagyzlar barada umumy düşünje

Paýly gymmatly kagyzlar diýlip bellibir işi ýerine ýetirmek üçin goýlan pul serişdesi bolup, şol iş amala aşyrylan soň ondan gelen peýdanyň (diwident) bellibir möçberini almaga hukuk berýän resminama bolup durýar. Paýly resminamalaryň esasy görnüşi hem paýnama bolup durýar.

Paýnamalar, paýdarlar jemgyýetleri tarapyndan dolanyşyga çykarylýar. Paýdarlar jemgyýeti döredilende, onuň çykarylyp satan paýnamalaryň esasynda esasylyk maýasy (ustaw gaznasy) döredilýär. Eger-de paýdarlar jemgyýeti gornüşinde açylan kärhananyň peýdasy artýan bolsa, onda paýnamalaryň bahasy artýar. Eger-de paýdarlar jemgyýetiniň maliýe ýagdaýy erbetleşer diýlip maglumatlar bar bolsa, onda olaryň bahasy pese düşýar. Paýnamalary satyn alan taraplar, goýan pul serişdelerine peýda alyp ýa-da zyýan çekip bilerler. Paýdarlar jemgyýeti dürli işleri (onüm ondürmek, hyzmatlary ýerine ýetirmek we ş.m) ýerine ýetirmek üçin açylyp bilner. Dolanyşyga çykarylan paýnamany satyn alan taraplar paýdarlar jemgyýetiniň paýdary bolup çykyş edýär. Paýdarlar bolup çykyş etmek bilen olar paýdarlar jemgyýetiniň emläginiň bellibir böleginiň eýesi bolup çykyş edýärler. Şonuň üçin hem, paýnama emläk hukugyny kepillendirýän resminama bolup kanuny tarapdan kesgitlenen alamatlary hökmany suratda görkezilmelidir.

Paýnama – emläk hukugyny kepillendirýän resminama bolup, aşakdaky alamatlary hökmany bolmalydyr:

- 1) paýdarlar jemgyýetiniň hukuk salgysy;
- 2) gymmatly kagyzyň ady – «Paýnama»;
- 3) tertip san belgisi;
- 4) çykarylan wagty;
- 5) paýnamanyň görnüşi (ýönekeý ýa-da ýeňillikli);
- 6) nominal bahasy;
- 7) saklaýjynyň ady eger atly paýnama bolsa ;

8) esasylyk maýanyň gymmatly kagyzy çykarylandaky möçberi;

9) paýnamanyň çykarylan möçberi;

10) diwident tölemegiň möhleti, eger ýeňillikli paýnama bolsa diwidentiň kesgitlenen möçberi we kärhana ýapylanda berilmeli serişdäniň möçberi;

11) dolandyryş geňeşiniň başlygynyň goly;

12) guramanyň möhüri - emitentiň.

Paýnamanyň ilkinji dolanyşyga çykarylmagy (emissiýa) we onuň dolanyşygyň hereketi paýdarlar jemgyýetiniň guramaçylyk görnüşine hem bagly bolup durýar.

Paýdarlar jemgyýeti açyk we ýapyk görnüşlerinde hereket edip bilerler.

Açyk görnüşli paýdarlar jemgyýetinde pul serişdelerine zerurlyk çekilende ýa-da paýdarlar jemgyýetiniň ýokary geňeşiniň çözgüdi boýunça paýdarlar jemgyýetiniň işini giňeltmek maksat edilen bolsa, onda goşmaça paýnamalary döretmek bilen olary dolanyşyga çykarylyp bilner, ýagny emissiýa rugsat berlendir. Açyk görnüşli paýdarlar jemgyýetinde paýdarlar öz paýnamasyny satmak isleseler beýleki paýdarlaryň rugsady bolmazdan erkin satyp bilerler.

Ýapyk görnüşli paýdarlar jemgyýetinde ilkinji dolanyşyga çykarylan paýnamalardan başga, ýagny goşmaça paýnamalary dolanyşyga çykarmaga hukugy ýokdur, ýagny emissiýa rugsat berilmedik. Ýapyk görnüşli paýdarlar jemgyýetinde paýdarlar öz paýnamasyny satmak isleseler hökmany ýagdaýda, ilkinji nobatda ähli paýdarlaryň dykgatyna ýetirmeli eger paýdarlaryň hiç biri almak islemese, ondan soňra ol paýnamany satmaga rugsat berilýär. Bu düzgünler her döwletiň öz kanunyna laýyklykda döredilýär. Mysal üçin, Russiýa döwletinde müňa möhlet bellenýär, paýdarlaryň dykgatyna ýetirenden soň paýnamany satmak islän paýdar 30 - günden az bolmadyk, 60 - günden köp bolmadyk wagt garaşmalydyrlar.

Paýdarlar jemgyýeti tarapyndan paýnamalar çykarylanda, nominal bahadan çykarýar. Nominal baha – bu paýnamanyň ýüzünde ýazylan bahasy. Ähli dolanyşyga çykarylan paýnamalaryň nominal bahalary deň derejede bolmaly hem-de onuň eýelerine paýdarlara deň hukuk bermelidir. Paýdarlar jemgyýetiniň esasylyk maýasy satylan paýnamalaryň nominal gymmatyna deň bolmalydyr. Nominal baha paýnamanyň hakyky bahasynyň kepili däl, onuň hakyky bahasyny



bazar kesgitleýär. Ähli ýönekeý paýnamalaryň nominal bahasy deň derejede bolup, saklaýjylaryň hukugyny hem deň derejede saklamalydyr.

Paýnamalara goýlan goýumyň esasy maksady peýda (diwident) almak bolup durýar. Diwident tölegleri düzgün bolşy ýylyň başyna, paýdarlar jemgyýetiniň geçen ýyldaky peýdasyndan ahli tutumlary aýryp, galan bölegi paýdarlara göterim esasynda paýlanyp hasaplanýar. Paýdarlar jemgyýetiniň ýokary geňeşiniň çözüdi boýunça diwident tölenmänem bilner, ýagny eger-de önüm öndürýän kärhana bolsa tölenmeli serişdeler önümçiligi ösdürmäge gönükdirilip bilner. Paýnamalary satmak bilen emitent pul serişdeleri çekýär we zerur bolan ugurlaryna gönükdirilmäge mümkinçilik döreýär, ýagny goşmaça esasy we dolanyşyk serişdeleri alyp biler. Maýa goýujy bolsa öz pul serişdelerinden mümkin boldugyça köp peýda almak maksady bilen paýnamany satyn alyp biler.

### **2.2.23. Paýnamanyň esasy görnüşleri we olaryň ýerine ýetirýän wezipeleri**

Dünýä tejribesinde paýnamalaryň görnüşleri örän köpdürli bolup, olar ýurduň içerki düzgünlerine laýyklykda dolanyşyk edýärler. Paýnamalar emitente, paýdarlaryň hukuklaryny durmuşa geçirmegiň usulyna, maýa goýum hiline we beýleki alamatlara baglylykda tapawutlanýarlar.

1. Paýnama – öz eýesiniň – paýdaryň paýdarlar jemgyýetiniň - emitentiň diwidentler görnüşindäki girdejisiniň bir bölegini almaga, paýdarlar jemgyýetiniň dolandyrylmagyna gatnaşmaga we ol ýatyrylandan soň galýan emlägiň bir bölegine hukugyny berkidýän emissiýa bolýan maýa goýum gymmatly kagyzy.

Paýnama möhletsiz bolýar, çünki ol, düzgün bolşy ýaly, paýdarlar jemgyýeti tarapyndan satyn alynmaýar (bellibir ýagdaýda satyn alynýandygyna garamazdan). Paýnamalaryň paýdarlar jemgyýetiniň maýasyna gatnaşylýandygyna şaýatlyk edýändigigi 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 kepillendirmeyär.

Girdejililigi boýunça paýnama ýönekeý (ses hukukly) ýa-da hukuklaryň möçberiniň kepillendirilmegi bilen ýeňillikli (ses hu-  
kuksyz) bolup biler.

Ýönekeý paýnamalar paýdarlaryň ýygnaýynda ses bermek huku-  
gyny berýär, ýöne ol boýunça alynýan girdejiniň (diwidentiň) möçberi  
paýdarlar jemgyýetiniň hojalyk işiniň netijelerine we peýdanyň üýt-  
gäp durmalaryna baglydyr. Şu paýnamalary saklaýjylaryň paýdarlar  
jemgyýetiniň işi ýatyrylan halatynda galan aktiwleri almaga hukuk-  
lary bardyr.

Ýeňillikli paýnamalaryň möçberi emitentiň bellige alnan ter-  
tipnama gaznasynyň (maýasynyň) 10%-inden ýokary bolup bilmez.  
Ýeňillikli 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.

2. Paýnamalaryň goýberilmegi paýdarlar jemgyýeti tarapyndan  
tertipnama gaznasynyň (maýasynyň) möçberinde amala aşyrylýar.

Eger öňki goýberilişiň ähli paýnamalary nominal bahadan pes  
bolmadyk bahada doly ýerleşdirilen bolsa, onda emitent tertipnama  
gaznasynyň (maýasynyň) artdyrylmagy üçin paýnamalaryň goşmaça  
goýberilmegini amala aşyrmaga haklydyr. Paýnamalaryň olaryň  
goýberlen mahalyndaky nominal bahasyndan pes bahadan satylma-  
gyna ýol berilmeýär.

3. Paýnamalaryň emitentiň ýitgileriniň öweziniň dolunmagy  
üçin goýberilmegine ýol berilmeýär.

4. Paýnamalaryň nominal bahasy emitent tarapyndan kesgitlenil-  
ýär.

5. Paýnama bölünmezdir. Şol bir paýnamanyň birnäçe şahsa  
degişli bolan halatlarynda ol olaryň bilelikdäki umumy emlägi diýlip  
ykrar edilýär. Paýnamalaryň eýeleri öz hukuklaryny olaryň biriniň ýa-  
-da umumy wekiliniň üsti bilen amala aşyryp bilerler.

6. Paýnamalar boýunça diwidentler dowam edýän ýyl üçin  
Türkmenistanyň kanunçylygynda bellenen salgytlar we beýleki hök-  
many tölegler tölenenden soň paýdarlar jemgyýetiniň ygtyýarynda  
galan peýdanyň hasabyna, emissiýanyň şertlerinde göz öňünde tutu-  
lan tertipde tölenilýär.

Ýeňillikli paýnamalar boýunça diwidentler paýdarlar jemgyýetiniň degişli ýylda alan peýdasynyň möçberine garamazdan bellenen kepillendirilen möçberden az bolmadyk möçberde tölenilýär.

Peýda ýeterlik bolmadyk halatynda ýeňillikli paýnamalar boýunça diwidentleri tölemek ätiýaçlyk gaznasynyň serişdeleriniň hasabyna amala aşyrylýar, ol serişdeler ýeterlik bolmadyk mahalynda bolsa geljek ýyla geçirilýär we geljek ýylyň peýdasynyň hasabyna amala aşyrylýar.

Ýeňillikli paýnamanyň eýesiniň paýdarlar jemgyýeti ýatyrylan halatynda paýnamalar boýunça talaplaryň ilkinji nobatda (beýleki paýdarlar bilen deňeşdireniňde) kanagatlandyrylmagyna hukugy bardyr. Ýeňillikli paýnamanyň eýesiniň paýnamanyň emissiýasynyň şertleri we paýdarlar jemgyýetiniň tertipnamasy bilen kesgitlenilýän başga hukuklary bolup biler.

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

Görkezene bermek şertli paýnamalar onuň eýesiniň adynyň ýazylyp bellenenmeýändigini aňladýar; olar gymmatly kagyzzar bazarynda erkin dolanyşykda bolup, täze eýesini hasaba almazdan satyn alnyp, satylyp bilnerler.

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.

#### **2.3.24. Paýnamanyň bahalanmasy we olar boýunça kesgitlenýän düşewüntler**

Paýnamanyň bahalanmagy, esasanam, onuň çykarylmalygyna, ilkinji satylmagyna we onuň dolanyşygyna baglydyr. Şonuň üçin köp ýurtlarda paýnamanyň bahalanmasy çykarylan wagtynda, esasan, bazar bahasyndan ugur alnyp nominal kesgitlenýär we satylýar.

Dünýä tejribesinden belli bolşy ýaly, paýdarlar jemgyýetiniň esasylyk maýasy çykarylan paýnamalaryň nominal gymmatynyň jemi bolup durýar, ýagny nominal bahanyň jemi esasylyk maýa bilen deň. Ýöne käbir ýurtlarda paýnamanyň nominal bahasy görkezilmeýär. Mysal üçin, ABŞ-da paýnamanyň nominal bahasy paýnamanyň ýüzünde görkezilmeýär, paýdarlar jemgyýetiniň esasylyk maýasy şunça paýnama bölünendir diýlip aýdylýar.

Paýnamalary satyn alyjylar aşakdaky hukuklary gazanyp bilerler:

1) pul serişdeleri goýmak bilen paýdarlar jemgyýetiniň dolandyrylyşyna ses hukugy bilen gatnaşmak. Bu ýönekeý paýnamalara mahsus alamat bolup paýdarlar geňeşinde öňde goýlan soraglar bilen ylalaşyp ýa-da ylalaşman bilner şeýle-de, öz pikirini paýdarlar geňeşinde aýdyp biler;

2) kapitalyň ösmegi – bu esasan, paýnamanyň bazar bahasynyň ýokarlanmagy bilen baglanyşygy. Bu dünýä tejribesinden belli bolşy ýaly, häzirk wagta paýnamaly satyn alyjylaryň esasy maksady bolup durýar;

3) goşmaça ýeňillikler - bu ýeňillikler paýdarlar jemgyýeti tarapyndan paýdarlara döredilýän ýeňillikler. (Mysal üçin, önüm öndürýän bolsa öz paýdarlara önümlerini arzan satmak, dynç alyş möwsümlerinde myhmanhanada ýaşamagyna ýeňillikli mümkinçilik döretmek, aýlyk ýol peteklerini bermek, we .ş.m)

4) emläge bolan hukugy – eger paýdarlar jemgyýetiniň işi togtadylan ýagdaýynda ähli bergidarlar bilen hasaplaşylandan soňra galan emlägiň özüne degişli bolan bölegini almak hukugyna eýedir.

Paýnamalary satyn almagyň ahyrky maksady bar bolan pul serişdelerden goşmaça peýda almak bolup, ol ýerde pul serişdeleri maliýe aktiwlerine öwürýär. Ýöne paýnamalary satyn almak bilen peýdanyň geljegi ýa-da gelmejegi näbelli sebäbi paýnamalarda töwekgelçiligiň derejesi ýokary diýlip hasaplanýar.

Paýnamany satyn almak bilen investor dürli töwekgelçilikleri öz üstine alýar:

- diwident tölenmegi kepillendirilmedik;
- paýdarlar jemgyýetiniň işi togtadylanda, onuň emläge bolan hukugy ahyrky nobatda seredilýär;

- paýdarlar geňeşinde kimde gymmatly kagyzlaryň bukjasy bolsa, başgalaryň gelen netijesi (ses hukugy) diňlenmän hem bilner,
- paýnamanyň bahasynyň pese gaçma howpunyň barlygy, ýokary göterilmegi, esasanam, iri paýdarlar jemgyýetlerine mahsusdyr.

Paýnamalaryň gymmatyna baha bermegiň dürli ölçegleri bardyr. Emma maýa goýumçylary öňi bilen, geljekde peýda almak, mümkin bolan diwidentler we kompaniýanyň maliýe ýagdaýy gyzyklandyrýar.

Paýnamadan peýda iki görnüşde emele gelýär:

1) paýnamanyň bazar bahasynyň ýokarlanmagy, ýagny satyn alynan bahasy bilen bazar bahasynyň aratapawudyndan gelýän peýda.

2) paýdarlar jemgyýetiniň arassa peýdasynyň ýokary göterilmegi esasynda paýnamalardan gelýän diwidentleriň ýokarlanmagy esasynda gelýän peýda.

Paýnamadan gelýän peýda bilen birlikde onuň satuw bahasy hem baglanyşyklydyr. Paýnamanyň bahasy bilen ondan gelýän bellibir möhletdäki peýdasyna paýnamanyň düşewüntiligi diýilýär.

Paýnamanyň düşewüntiligi – bu paýnama goýlan pul serişde bilen ondan gelýän diwidentiň göterim görnüşindäki baglanyşygy bolup durýar. Mysal üçin, paýnamanyň bahasy 500 manat bolsa, ýyllyk gelýän diwident 200 manat bolsa, onda  $200/500 \cdot 100 = 40\%$  bolýar, bu ýokary görkezijidir.

Harytlara isleg bolşy ýaly, gymmatly kagyzlara hem isleg bolýar, şol isleg dürli sebäplere görä üýtgäp biler. Mysal üçin, dolanyşykda hereket edýän pullaryň möçberiniň artmagy esasynda gymmatly kagyzlara bolan isleg ýokarlanyp biler. Gymmatly kagyzlara bolan isleg hyrydarlar tarapyndan, ýagny gymmatly kagyzlary satyn alyjy tarapyndan döreýär.

Gymmatly kagyzlara bolan isleg bir tarapdan, beýleki tarapdan bolsa teklipl, ýagny gymmatly kagyzlary dolanyşyga çykaryjylar (satyjylar) bolup durýar.

Bellibir paýdarlar jemgyýetiniň işiniň ösüp kämilleşip gitmegi onuň öz paýdarlaryna töleýän diwidentleri artmagyna getirer. Diwidentiň artmagy netijesinde bolsa, onuň paýnamasyna bazarda bolan islegi ýokary göterler. Islegiň ýokary göterilmegi bilen bolsa onuň bahasy ýokarlanmak bilen bolar.

Paýdarlar jemgyýetine bellibir işi ýerine ýetirmek üçin goşmaça pul serişdeleri zerur bolan mahalynda paýdarlar geňeşiniň çözgüdi boýunça goşmaça paýnamalary dolanyşyga çykaryp bilner (emis-siýa). Kärhanalaryň gymmatly kagyzlarynyň dolanyşyga çykarmagy bolsa gymmatly kagyzlaryň tekliplarynyň üpjün edýär. Teklip köp bolan ýagdaýynda baha peselmek bilen bolýar. Isleg bilen teklipleriň birleşýän nokadyna bolsa deňlik nokady diýilýär. Şol deňlik nokady bazaryň şol wagty ýagdaýy bolup, dürli sebäplere üýtgäp, ýokaryk ýa-da pese düşüp biler.

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

### III BAP

## BERGIDARLYK GYMMATLY KAGYZLARYŇ YKDYSADY ESASLARY WE ONUŇ ZERURLYGY

### 3.1.25. Bergidarlyk gymmatly kagyzlary barada umumy häsiýetnama

Bergidarlyk gymmatly kagyzlary - bu bergidarlyk resminamasy bolup, dolanyşyga çykaryjy tarapyndan kepillendirilen hukuk alamatlary bolan ýüzünde görkezilen pul möçberi boýunça eýesine kesgitlenen möçberde peýda almaga we goýan goýumyny kesgitlenen möhletde yzyna almaga hukuk berýän gymmatly kagyzlardyr (obligasiýalar, wekseller, bank sertifikatlary we ş.m.). Bergidarlyk gymmatly kagyzyň esasy görnüşi hem obligasiýadyr.

***Obligasiýa – bu bergidarlyk gymmatly kagyzy bolup, gymmatly kagyzlary dolanyşyga çykaryjy (emitent) bilen gymmatly kagyzyň eýesiniň (inwestor) arasyndaky karz serişdeleri häsiýetlendirýän resminamadyr.***

Obligasiýalaryň emitenti karz alnan (obligasiýany satan) pulardan peýdalanandygy üçin, olary saklaýjylara obligasiýalaryň möhletiniň dowamynda göterim görnüşinde hak tölemelidir. Yzyna

gaýtarylmaga degişli umumy pul möçberine karzyň umumy möçberini (nominal bahasy) diýlip atlandyrylýar. Karzyň möçberiniň yzyna gaýtarylmaly senesi diýip obligasiýalaryň karzynyň üzülýän senesi görkezilýär. Obligasiýalaryň göterim möçberini – kupon, obligasiýanyň aýlanyşykdaky wagty – dolanyşyk möhleti diýip atlandyrylýar.

Emitent kärhana obligasiýany dolanyşyga çykaryp, olary satmakdan gelen pul serişdeleri özüne gerekli bolan ugurlara gönükdirýär. Ol pul serişdelerine obligasiýany satyn alyjynyň (kreditor) hiç hili dahyly ýokdur, ýagny obligasiýany satyn alyjy kärhananyň işine goşulýyp bilmez.

Obligasiýa uzak möhletleýin şertnama bolup, esasy iki alamaty öz içine alýar:

1) obligasiýany satyn alan tarap, emitente (dolanyşyga çykaryja) kesgitlenen möhletde (ýüzünde görkezilen), obligasiýany yzyna gaýtaryp bermäge borçludur;

2) emitent tarapyndan obligasiýany saklaýja nominal baha laýyklykda kesgitlenen paýyny (göterimini) bermäge borçludur.

Türkmenistanyň gymmatly kagyzzar bazary hakyndaky kanunynda obligasiýa şeýle düşüňjeler, kesgitleme berilýär:

### **Obligasiýalar:**

1) obligasiýalar – öz eýesiniň emitentden obligasiýanyň emissiýanyň şertlerine laýyklykda we belenilen möhletde onuň nominal bahasyny ýa-da başga emläk ekwiwalentini almaga bolan hukugyny berkidýän emissiýa bolýan maýa goýum gymmatly kagyzy.

Emissiýanyň şertlerine laýyklykda obligasiýa özüniň eýesiniň obligasiýanyň nominal bahasynyň belenilen göterimini ýa-da başga zatlar bolan hukuklaryny almaga bolan hukugyny hem göz önünde tutup biler.

Obligasiýa boýunça girdeji göterim ýa-da diskont bolup durýar.

Obligasiýa öz eýesine emitentiň - paýdarlar jemgyýetiniň dolandyrylmagyna gatnaşmaga hukuk bermeýär.

Emissiýanyň şertlerine laýyklykda obligasiýalar bu paýdarlar jemgyýetiniň – emitentiň paýnamalaryna konwertirlenip ýa-da çalşyrylyp bilner.

Obligasiýa öz eýesine paýnamalaryň eýeleriniň öňünde paýlanyl-  
ýan peýda, şeýle hem şeýle ýuridiki şahs ýatyrylandan soňra galýan  
emlägiň bir bölegine artykmaç hukugy berýär;

2) emitentiň ähli goýberilişleriniň obligasiýalarynyň nominal  
bahasy onuň bellige alnan tertipnama gaznasynyň (maýasynyň) möç-  
berinden ýokary geçip bilmez. Obligasiýalaryň emissiýasyna diňe  
emitentiň bellige alnan tertipnama gaznasynyň (maýasynyň) bahasy  
doly tölenilenden soň rugsat berilýär;

3) emitentiň tertipnama gaznasynyň (maýasynyň) emele geti-  
rilmegi we üstüniň doldurylmagy üçin, şeýle hem onuň ýitgileriniň  
öweziniň dolunmagy üçin obligasiýalaryň emissiýasyna rugsat beril-  
meýär.

4) obligasiýalaryň emissiýasy: emitentiň emlägini girewine goý-  
mak arkaly, üçünji şahslaryň kepillikleri arkaly, şeýle hem onuň aras-  
sa aktiwleriniň bahasynyň möçberinden ýokary geçmeýän möçberde  
üpjün edilmezden, amala aşyrylýar;

5) obligasiýalaryň emissiýasy deň nominal bahasy bolan her  
tapgyrynda göýberliş we üzüliş şertleri deň bolan gymmatly kagyz-  
lardan durýan tapgyrlarda amala aşyrylýar;

6) obligasiýalar adaty we utuşly, göterimli we göterimsiz (mak-  
satly), erkin dolanyşykdaý ýa-da dolanyşyk topary çäklendirilen bo-  
lup bilýärler;

7) obligasiýalar boýunça girdeji döwürleýin tölegler, obli-  
gasiýalar üzlüşilen mahalaynda bir gezeklik töleg ýa-da olaryň  
emissiyasynyň şertlerinde göz öňünde tutulan başga usul arkaly töle-  
nilip bilner.

8) obligasiýalaryň tölenilmegi emitent tarapyndan ýerleşdirilen  
obligasiýalaryň geljekde satmazlyk maksady bilen dolanyşykdan  
aýrylmagy arkaly göz öňünde tutulan höweslendirmäniň we obli-  
gasiýanyň nominal bahasynyň tölenilmeginiň hasabyna ýa-da onuň  
şol emitentiň paýnamasyna konwertirlenmegi ýa-da çalşylmagy ar-  
kaly amala aşyrylýar.

Senagat taýdan ösen ýurtlarda obligasiýalar maýa goýum üçin iň  
bir ygtybarly ugur diýlip hasaplanýar. Obligasiýanyň her görnüşiniň  
häsiýetine baglylykda, olaryň ählisi maýa goýumçy (obligasiýanyň  
eýesi) tarapyndan karz alyja (emitente) berlen bergi borçnamasy, karz  
barada şahadatnama bolup durýar.



### **3.2.26. Obligasiýalaryň görnüşleri we olaryň toparlara bölünmegi**

Obligasiýany saklaýjynyň esasy wezipesi kesgitlenen möhletde emitentde goýan pul möçberini nominal baha bilen yzyna gaýtarmaga şeýle-de obligasiýada kesgitlenen göterim peýdanyň möçberini pul serişdeleri görnüşinde ýa-da emlak görnüşinde almak bolup durýar.

#### **Obligasiýanyň toparlanmasy:**

1) obligasiýany dolanyşyga çykaryjylar (emitent) bolup çykyş edýän taraplar:

- a) döwlet (federal hökümeti, ýerli häkimeti we ş.m.);
- b) korporatiw (ygtyýarnamalary bolan taraplar);
- ç) daşary döwletler (esasan, ABŞ-nyň obligasiýasy);

2) obligasiýanyň dolanyşyk möhletiniň ähli alamaty boýunça, iki topara bölünýär:

kesgitlenen möhleti bolan we kesgitlenen möhleti bolmadyk.

a) kesgitlenen möhleti bolan obligasiýalar üç topara bölünýär:

I) gysga möhletli (1 ýyla çenli);

II) orta möhletli (1 ýyldan 5-10 ýyla çenli);

III) uzak möhletli (10 ýyldan 25-30 ýyla çenli).

Obligasiýanyň möhleti boýunça hereketi her döwletde dürli-dürli bolup, olaryň möhleti gymmatly kagyzzar baradaky kanunda tassyklanandyr. Mysal üçin, ABŞ-da gysga möhletli obligasiýanyň 1 ýyldan 3 ýyla çenli, orta möhletli 3 ýyldan 7 ýyla çenli, uzak möhletli bolsa 7 ýyldan ýokary bolup gymmatly kagyzzar baradaky kanunda görkezilen. Russiýa döwletiniň gymmatly kagyzzar baradaky kanunynda bolsa, diňe döwletniň obligasiýalarynyň möhleti kesgitlenen;

b) kesgitlenen möhleti bolmadyk obligasiýalar dört topara bölünýär:

I) yzyna çagyrylyş hukugy bolan obligasiýalar;

II) töleg hukugy bolan obligasiýalar;

III) möhletini uzaltma hukugy bolan obligasiýalar;

IV) möhletiniň geçme hukugy bolan obligasiýalar.

Yzyna çagyrylyş hukugy bolan, bu obligasiýany emitent dolanyşyga çykarmak bilen islendik wagty kesgitlenen göterim tölegi tölemek bilen ýa-da goşmaça töleg tölemek bilen yzyna soraly bilinjegini alyjynyň dykgatyna ýetirýär.

Töleg hukugy bolan obligasiýalar – bu obligasiýany satyn alan tarap islendik wagty obligasiýany emitente gaýtarmaga we nominal bahasyndan puluny yzyna almaga hukugy bolan tarap.

Möhletini uzaltma hukugy bolan obligasiýalar – bu obligasiýany satyn alyjy tarapyndan obligasiýanyň möhletini ulaltma hukugy bolup, ondan gelýän göterimiň hem wagtyny ulaltma hukugy bardyr.

Möhletiniň geçme hukugy bolan obligasiýalar - bu obligasiýany emitent tarapyndan obligasiýanyň möhletini ulaltma hukugy bolup tölenýän göterimiň hem wagtyny ulaltma hukugy bardyr.

3) hukugy kepillendirme tertibi boýunça obligasiýalar iki topara bölünýär:

- a) atly obligasiýalar;
- b) görkezme bermek şertli obligasiýalar.

Atly obligasiýalar – eýesiniň adyny obligasiýanyň ýüzünde görkezilen we emitentiň hasaba alyş kitabynda hasaba alynýar, bu obligasiýanyň ýeke-täk eýesi bolup, ony başga birine satmak bolmaýar.

Görkezme obligasiýalar – bu obligasiýanyň bir eýesi bolman, dolanyşykda bolýar, kim gaýtarmaly wagty gelende emitentden obligasiýany görkezme esasynda puluny talap edip biler.

4) Emitent tarapyndan obligasiýanyň tolegi iki görnüşde gaýtarylyp bilner:

- a) pul görnüşinde;
  - b) haryt görnüşinde.
- 5) emitent tarapyndan göterim tölegi iki görnüşde tölenip bilner:
- a) 1 ýyldan, ýagny talon görnüşli;
  - b) möhleti tamamlananda, ýagny talony bolmadyk.

Obligasiýanyň bahasy esasy iki görnüşde bolýar, nominal bahasy hem-de bazar bahasy.

Obligasiýanyň nominal bahasy – bu obligasiýanyň ýüzünde görkezilen bahasy bolup, kesgitlenen möhleti tamamlanandan soň emitent obligasiýanyň eýesine bu möçberdäki puly gaýtarmaga borçlanýar. Obligasiýanyň göterim tölegi hem nominal bahasyndan hasaplanýar. Obligasiýalar dolanyşyga çykarylanda, nominal bahasyndan ýokary, nominal bahasyňa deň ýa-da nominal bahasyndan pes derejede dolanyşyga çykarylyp biler.

Obligasiýanyň bazar bahasy – bu gymmatly kagyzlar bazaryndaky isleg teklibiň esasynda kesgitlenýär. Bazar bahsa kesgitlenmegi diňe bir gymmatly kagyzlar bazarynyň täsiri bolan, eýsem, umumy maliýe bazaryny hem oz täsirini ýetirýär, satylan wagtynda esasy iki alamaty esasynda bazar bahasy belli bolýar:

1) yzyna gaýtarylanda, nominal baha boýunça pul serişdeleri almaga, ýagny yzyna gaýtarylmaly möhleti golaýlanda, bazar bahasy hem ýokarlanýar;

2) obligasiýadan gelýän göterim almaga hukugy, obligasiýadan gelýän göterim ýokary bolsa bazar bahasy hem ýokary bolýar.

Dünýä tejribesinde obligasiýanyň bazar bahasyna başga-da täsir edýän alamatlar köp bolup, olaryň içinde iň esasy obligasiýanyň ygtybarlylygy bolup durýar, ýagny töwekgelçiligiň derejesi. Obligasiýanyň töwekgelçiligi näçe ýokary bolsa bazar bahasy şonça-da pes bolýar, eger-de obligasiýanyň töwekgelçiligi näçe pes bolsa, şonça-da onuň bazar bahasy ýokarlanýar.

### **3.3.27. Obligasiýalaryň esasy aýratynlyklary**

Emitent obligasiýany dolanyşyga çykarmak bilen karz serişdeleri özüne çekýär we zerur bolan ugurlara gönükdirýär. Emitent kârhana obligasiýany satyn alan taraplar kârhanyň kreditory bolup çykyş edýär. Eger-de obligasiýa dolanyşyga çykaryp satylsa, onda satyjy (emitent) bilen alyjynyň (inwestoryň) arasynda karz gatnaşyklary ýüze çykýar. Şonuň üçin obligasiýa karz resminamasy hem diýilýär.

Obligasiýanyň bank karzlaryndan (goýumlardan) tapawudy:

- obligasiýanyň islendik wagyt pula öwrülip bilijiligi;
- obligasiýanyň bazar bahasynyň ýokary göterilmegi ýa-da pese düşmegi;
- obligasiýany satyn almagyň we satmagyň ýeňillikli mümkinçilikleri, we ş.m.

Şeýlelikde, obligasiýa pul serişdelerini ýeňillikli dolandyrmakda örän ygtybarly resminama hökmünde çykyş edýär.

Obligasiýalar esasy aşakdaky alamatlary esasynda tapawutlanýarlar:

- emitentler;
- çykarmagyň maksatlary;

- tölegiň möhletleri;
- hasaba almagyň usullary;
- girdejini tölemegiň görnüşleri.

Dünýä tejribesinde obligasiýalar döwletiň hem pul dolanyşygyny hereketlendiriji guraly bolup, olar merkezi hökümet we ýerli häkimiýet edaralary tarapyndan pul serişdelerini jemlemek maksady bilen çykarylyp bilner. Merkezi hökümet we ýerli häkimiýet edaralary tarapyndan obligasiýalary dolanyşyga çykarmak bilen goşmaça maliýe serişdeleri çekmäge olary hem zerur ugurlara gönükdirmäge mümkinçilik gazanyp bilerler.

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 deň gelmezlikler bilen baglanyşykly ýüze çykýar;

- bergini gaýtadan maliýeleşdirmek. Döwlet gymmatly kagyzlary öňki bergileri möhletinde tölemek üçin, şeýle hem ozal çykarylan karz resminamalaryny 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 obligasiýalaryny satyn alyjylar bolsa (inwestorlar) obligasiýany satyn almak bilen bellenen möhletde öz göterim peýdasyny almaga, döwlet guramasynyň geçirilýän işlerine bolsa goşulma howpunyň ýoklugy, döwlet tarapyndan döredilýän obligasiýanyň gymmatly kagyzlar bazarynda bolan islegini has-da ýokary göterýär. Şeýle-de, döwlet tarapyndan döredilýän obligasiýalar döwlet tara-

pyndan kepillendirýär. Bu hem dowletniň obligasiýalarynyň gymmatly kagyzzar bazarynda esasy artykmaçlygy bolup durýar.

Obligasiýa bilen paýnamanyň tapawutlylygy:

- paýnama kapitalyň subutnamasy bolup, paýnamany satyn almak bilen inwstor kärhananyň emläginiň bellibir böleginiň eýesi bolýar hem-de kärhanasyny dolandyрма hukugyna eýe bolýar;

- obligasiýa karzyň guraly bolup, ony satyn alan taraplar kärhananyň kreditory bolmak bilen kärhananyň işine gatyşmaga hiç hili hukugy ýokdur.

- paýnamada möhlet bolmaýar. Kärhananyň işi dürli sebäplere görä ýatyrylan bolsa, onda paýnamanyň hereketi diňe şonda togtayar;

- obligasiýanyň kesgitlenen möhleti bolýar, möhleti tamamlanandan soň hereketi togtayar;

- paýnamalardan gelýän peýda (diwident) kärhananyň galan arassa peýdasynyň bir böleginden tölenýär, ýöne käbir ýagdaýlarda (ýokary geňeşiň çözüdi esasynda) tölenmänem bilner;

- obligasiýadan gelýän peýda kepillendirilen bolup, kesgitlenen göterim görnüşinde bellenen wagtda tölenýär;

- kärhana tarapyndan dolanyşyga çykarylan obligasiýanyň göterim tölegi paýnamalaryň diwidentlerinden oň tölenýär;

- kärhananyň işi dürli sebäplere görä togtadylan bolsa, ilki bilen ähli bergiler tölenýär şol sanda obligasiýanyň göterim tölegi, ondan soňra galan serişdeler paýdarlaryň arasynda paýlanylýar.

Obligasiýalar döwlet ýa-da belli kompaniýa tarapyndan dolanyşyga çykarylýp kepillendirilýär. Türkmenistanda döwlet obligasiýalary SSSR döwründe we Garaşsyzlygyň ilkinji ýyllarynda dolanyşyga çykaryldy.

Paýnamalaryň töwekgelçiligi ýokary bolan sebäpli olardan köp peýda ýa-da zyýan çekip bolýar. Obligasiýalaryň girdejileri, köplenç, durnukly (kepillendirilen) bolýar.

Dünýä tejribesinde paýnamalary, köplenç, ýaşlar alýar, obligasiýalary bolsa, köplenç, ýaşulular tarapyndan alynýar. Sebäbi ýaşulular töwekgelçiliklerden goranmagy isleýärler.

## IV BAP

### IKINJI DEREJELI GYMMATLY KAGYZLAR WE OLARYŇ YKDYSADYÝETDÄKI HEREKETLERI

#### 4.1.28. Ikinji derejeli gymmatly kagyzlar barada umumy düşünje

Ikinji derejeli gymmatly kagyzlar – bu gymmatly kagyzlara ýa-da emläge eýeçilik hykugyny kepillendirýän gymmatly kagyzdyr (ýagny gymmatly kagyzlara ýa-da emläge bolan gymmatly kagyzlar).

Ikinji derejeli gymmatly kagyzlar bellibir emläge ýa-da gymmatly kagyzlara esaslanyp döredilýär. Onuň bahasy hem esasy emlägiň ýa-da gymmatly kagyzlara bahasyna baglylykda kesgitlenýär. Ikinji derejeli gymmatly kagyzlar paýdarlar jemgyýeti tarapyndan hem döredilip (emisiýa) dolanyşyga çykarylyp bilner.

Ikinji derejeli gymmatly kagyzlar, esasanda, paýnama we obligasiýa esaslanyp döredilýär. Ikinji derejeli gymmatly kagyzlaryň döremeginiň başlangyç şertleri, olara bolan zerurlyk paýdarlar jemgyýetleriniň ösmekleri esasynda döräpdir, haçanda bellibir investor paýdarlar jemgyýetiniň paýnamasyny ýa-da obligasiýasyny satyn almak islese, olaryň möçberi bolsa onlarça, yüzlerçe hatda münlerçe bolan ýagdaýynda ikinji derejeli gymmatly kagyzlar investora özüniň dolanyşyk amatlylygy, howpsuzlygy bilen öz täsirini ýetiripdir. Paýdarlar jemgyýetleriniň ösmegi bilen olaryň esasylyk maýasynyň artmagy, paýnmalarynyň möçberleriniň artmagy bilen ikinji derejeli gymmatly kagyzlaryň dolanyşygy has-da ýokary derejelere göterilmek bilen bolupdyr.

Ikinji derejeli gymmatly kagyzlar daşary ýurtlaryň esasy gymmatly kagyzlarynyň (paýnama, obligasiýa we ş.m) dolanyşykda bolmagyna çäklendirilmegine baglydyr. Maýa goýumçylaryň daşary ýurt kompaniýalarynyň paýnamalaryny satyn almakçy bolan halatlarynda, olar paýnamany emitirlenýän kärhana bilen ikinji derejeli gymmatly kagyzlaryň üsti bilen satyn alyp bilerler.

Ikinji derejeli gymmatly kagyzlarda görkezilen paýnamanyň (obligasiýanyň) ýa-da emläge berlen bolsa, emlägiň bahasynyň ýokarlanmagyna (ýa-da bahasynyň pese gaçmagyna) ikinji derejeli gymmatly kagzyň ýokarlanmagyna (ýa-da bahasynyň pese gaç-

magyna) getirýär. Eger-de ikinji derejeli gymmatly kagyzlarda görkezilen paýnamanyň (obligasiýanyň) ýa-da emläge berlen bolsa, emlägiň bahasynyň pese düşmegi, ikinji derejeli gymmatly kagyzyň bahasynyň pese düşmegine getirýär.

Häzirki wagtda ikinji derejeli gymmatly kagyrlar dünýe maliýe bazarynda has giňden ulanylýan maliýe gurallarynyň biri bolup, durýar. Olar ykdysady hereketleri tizleşdirýär we pul dolanyşygynda amatly mümkinçilikler döredýär.

#### **4.2.29. Ikinji derejeli gymmatly kagyrlaryň esasy görnüşleri**

Dünýä tejribesinde giňden ýaýran görnüşleri şu aşakdakylardan ybarat:

- gazna warrantlary;
- ýazylma hukugy;
- depozitar guwanamalary;
- ikinji derejeli obligasiýalar;
- ikinji derejeli girewler.

Gazna warrantlary – bu paýnamany ýa-da obligasiýany kesgitlenen möçberde, kesgitlenen bahadan, kesgitlenen wagtyň dowamynda eýesine satyn almaga hukuk berýän ikinji derejeli gymmatly kagyzydyr.

Gazna warrantlary dolanyşyga çykarylan paýnama ýa-da obligasiýa esaslanyp ýazylýar. Paýdarlar jemgyýeti tarapyndan hem öz paýnamalaryna ýa-da obligasiýalaryna gazna warrantlary ýazyp gymmatly kagyrlar bazarynda satyp bilerler. Gazna warrantlaryny satyn alan taraplar olara esaslanýan paýnamanyň ýa-da obligasiýanyň bahasynyň ýokarlanmagy esasynda gazna warrantyny ýokary bahadan hem satyp, aratapawut peýdasyny görüp biler. Eger gazna warrantlaryny satmak islemese, onuň möhleti tamamlazmandan öň gazna warrantynda görkezilen paýnamany ýa-da obligasiýany satyn alyp biler.

Ýazylma hukugy – bu täze dolanyşyga çykaryljak paýnamalara (obligasiýalara) kesgitlenen bahadan we kesgitlenen möhletde almaga hukuk berýän gymmatly kagyrlaryň görnüşidir. Ýazylma hukugyndan peýdalanma ilki bilen paýdarlar jemgyýetiniň paýdarlaryna berilendir. Paýdarlaryň islegi bolmadyk ýagdaýynda, ol gymmatly kagyrlary satyn almak islän, islendik taraplardan ýazylyp biler.

Depozitar guwanamalary – bu daşary ýurt kärhanasynyň kesgitlenen möçberdäki paýnamasyna (obligasiýalaryna) eýe bolmaga hykuk berýän (subutnama) gymmatly kagyzydyr. Depozitar guwanamasynda görkezilen paýnamalar (obligasiýalar) emitent kärhanasynyň özünde saklanýar (deponirlenen), depozitar guwanamasynyň özi bolsa başga döwletlerde dolanyşyk edýär.

Häzirki wagta bütin dünýäde 1100-e golaý depozitar guwanamalary dolanyşyk edýär, emitentler bolup 50-ä golaý döwlet çykyş edýär. Depozitar guwanamalarynyň umumy dolanyşykdaky moçberini 100 milliard amerikan dollary diýip çaklaýarlar.

Ikinji derejeli obligasiýalar – dünýä tejribesinde olara “strip” diýilýär, bu obligasiýalar bukjasy (portfel), köplenç, iri kompaniýalar tarapyndan döredilýär, ýyl boýunça obligasiýanyň jemi göterimi “strip” saklaýja tölenýär.

Ikinji derejeli girewler – bu bellibir emlägiň alnandygyny, oňa kesgitlenen möhletde pulunyň we onuň göterim töleginiň berilmelidigini häsiýetlendirýän ikinji derejeli gymmatly kagyzydyr. Ikinji derejeli girewler, esasan, ýaşaýyş jaýlara ýazylyp berilýär.

#### **4.3.30. Ikinji derejeli gymmatly kagyzlaryň ykdysadyýetdäki orny**

Ykdysady ösüş ýyllaryň dowamynda haryt alyş-çalşygy hem-de onuň dolanyşygy esasynda dowamly ösdürmek we kämilleşmek bilen bolupdyr. Haryt öndürijileriň hem biri-biri bilen gatnaşygy harydy almak we satmak esasynda döräpdir. Pul serişdeleriniň döremeginden öň bir haryt beýleki haryda çalşylmazýandan öň onuň başga harytlar bilen hem baglanyşygy bolupdyr, ýagny alyş-çalyş bahasy. Bu ýagdaýlar ykdysady ulgamda kynçylyklaryň döremegine getiripdir. Bir harydy ähli haryt bilen ölçemek mümkin däl, şol nukdaýnazardan deňsizlik dowamly ýüze çykmak bilen bolupdyr. Ykdysady ösüşiň barşynda ilki bilen kynçylyk ýüze çykýar, ondan soň bolsa, onuň önüni almak barada amatly şertler gözlenilýär. Puluň dolanyşyga çykmagy esasy ykdysadyýete möhüm gural bolup, ählumumy ekwiwalent hökmünde ähli harytlar diňe pul bilen ölçenmegine getirip dürli alyş-çalyş kynçylyklary aradan aýrypdyr. Bu bolsa ykdysady ösüşiň ýene bir möhüm ädiminiň biri bolupdyr. Ykdysady ösüş yzygiderli dowam et-



megi esasynda, ykdysady ulgama zerur bolan gurallar döwamly döredilmek bilen bolýar. Inwestor tarapyndan bellibir işi amala aşyrmak üçin pul serişdeleri ýeterlik bolmadyk halatynda, başka tarapa ýüz tutmak bilen investirmek işi bile alyp barýarlar. Bu ýagdaýda hem deňsizlik döräp biler, bir tarapyň goýum goýan pul serişdesi beýleki tarapyňkydan ýokary, bu ýagdaýda peýdany kesgitlemekde taraplaryň närazylygy ýüze çykyp biler. Bu ýagdaýlary aradan aýyrmakda esasy gymmatly kagyz paýnama döredilýär. Paýnamanyň döremegi bilen ykdysady ösüş has-da ýokary göterilmek bilen bolýar. Dolanyşykdan daşary pullaryň (ulanylmaýan pullar) möçberi dolanyşykdan azalýar, ýagny ulanylmaýan duran pullar peýda getirjek ugurlara gönükdirilýär. Bu hem öz gezeginde iki tarapa hem amatly. Öz pul serişdelerinden goşmaça pul almak isleýän taraplar paýnamany satyn alyp olardan diwident görmüşinde peýda gazanypdyrlar. Bu hem ykdysady ösüşini esasy ykdysady gurallarynyň birine öwürülipdir, ýagny pul serişdeleriniň uly bölegi dolanyşykda bolýar. Ondan soňra beýleki gymmatly kagyzlar hem yzygiderli, zerurlygy esasynda, ykdysadyýete ornaşyp başlaýarlar.

Ykdysady ösüşini yzygiderliligi alyş-çalyş hereketiniň tizlenmegi esasynda bolsa, ikinji derejeli gymmatly kagyzlara zerurlyk ýüze çykypdyr. Bu ykdysady ulgamyň hereketini has-da tizlendiriji maliýe guraly hökmünde alyş-çalyşga tiz uýgunlaşmak bilen bolupdyr. Bular, esasanda, pul serişdeleri wagtlaýyn azlyk eden mahalynda hem bellibir amallary geçirmäge mümkinçilik döretmegi, şeýle-de, kähatlatlarda şertnamada görkezilen bahanyň bir ýagdaýda kepillendirilmegi örän zerur alamatdyr.

## **V BAP**

### **GYSSAGLY ŞERTNAMALAR WE OLARYŇ ESASY WEZIPELERI**

#### **5.1.31. Gyssagly şertnamalaryň ykdysady mazmuny**

Paýdarlar jemgyýeti tarapyndan (ýygnaýynda) goşmaça paýnamalary dolanyşyga çykarylsa, dolanyşyga çykarylan paýnamalary şol paýdarlar jemgyýetiniň paýdarlaryna ilkinji bolup almaga hukuk berilendir. Eger paýdarlaryň hiç biri dolanyşyga çykarylan paýnamany

satyn almak islemese onda, ol gymmatly kagyzzar bazarynda satuwa çykarlar. Täze dolanyşyga çykarylan paýnamalary satyn almak islän tarap, şol paýdarlar jemgyýetiniň paýdary bolsun, edara görnüşli tarap ýa-da şahsy tarap bolsun şol paýnamalary almaga iki tarapyň razylygy bilen almaga hukuk berilendir.

Gyssagly şertnamalar – bu gysga möhletleýin haryda, emläge, walýuta ýa-da gymmatly kagyzzara iki taraplaýyn baglaşylýan şertnama bolup, esasy girdeýjileri hem haryda, emläge, walýuta ýa-da gymmatly kagyzzaryň hasaby esasynda kesgitlenýär, onda görkezilen şertler, tertip boýunça baglaşylýar we kanuny esasynda ýerine ýetirilýär.

Gyssagly şertnamalar örän töwekgelçilikli hasaplanyp, şertnama baglaşylanda girdeýji bilen töwekgelçiligiň baglanyşygy dürli-dürli bolup biler.

Gyssagly şertnamalary gymmatly kagyzzar bazarynyň gurallary diýip hasap edýärler. Gyssagly şertnamalaryň gural bolup çykyş etmegini esasy üç alamatlaryň esasynda kesgitläp bolýar:

1) bellibir harydy, emlägi, walýutany ýa-da gymmatly kagyzzary almak barada şertnama baglaşylýp onuň bahasynyň kesgitlenen ýagdaýda bolmagy;

2) şertnama baglaşylandan soň harydyň, emlägiň, walýutanyň ýa-da gymmatly kagyzzaryň bahasynyň ýokarlanmagy esasynda harydy almazdan aratapawut peýdany gazanmak. Ýagny peýdany gyssagly şertnamanyň (guralyň) üsti bilen gazanmak;

3) şertnamany baglaşmak bilen onda görkezilen harydyň, emlägiň, walýutanyň ýa-da gymmatly kagyzzaryň ýerleşýän ýerine garamazdan, ýagny haryt bolsa olary ýüklemek düşürmek çykdaýylarynyň aradan aýrylmagy. Gyssagly şertnamalaryň üsti bilen harydy özüňe alman gönümel satyjy kärhanadan satmaga mümkinçiligiň döredilmegi.

### **5.2.32. Gyssagly şertnamalaryň esasy görnüşleri**

Gyssagly şertnamalaryň ösüş taryhy uzaklary öz içine alýar. Olar ykdysady öňegidişlikler esasynda, ykdysady ammallaryň ösmegi esasynda kämilleşmek bilen bolupdyr. Häzirki wagtda dünýä tejribesinde giňden ulanylýan gyssagly şertnamalaryň esasy görnüşleri şu aşakdakylardan ybarat:

- forward şertnamalary; - fýuçers şertnamalary;
- opsiýon şertnamalary; - swoplar (ýa-da swop şertnamasy).

Forward şertnamalary – bu şertnama bellibir haryda, emläge, walýuta ýa-da gymmatly kagyzlary satmaga ýa-da satyn almaga baglaşylýan ylalaşyk bolup, ähli şertler iki tarapyň razyllygy esasynda şertnamanyň baglaşylan güni kesgitlenýär.

Forward şertnamasy baglaşylanda, onuň bahasynyň ähli ýagdaýlary şol gün iki tarapyň ylalaşygy esasynda baglaşylýar. Forward şertnamasy baglaşylanda, görkezilen şertler doly talabalaýyk ýerine ýetirilmelidir, haýsy hem bolsa bir tarap şertnamadan ýüz öwürse bu tarap düzgüni bozan diýip hasap edilýär. Şonuň üçin forward şertnamasyna “hakyky” şertnama diýlip ony töwekgelçilikli hasap edýärler.

Fýuçers şertnamalary – bu forward şertnamasynyň görnüşi bolup, gazna bazarynda baglaşmaga rugsat berlen (esasanda gymmatly kagyzlary satmaga ýa-da satyn almaga), ähli şertler iki tarapyň ylalaşygy esasynda şertnamanyň baglaşylan güni kesgitlenýär.

Opsiýon şertnamalary – bu alyş-çalyşygyň standart şertnama bolup, paýnamany (obligasiýany) ýa-da bellibir harydy kesgitlenen möçberde, kesgitlenen bahadan, kesgitlenen wagtyň dowamynda eýesine satyn almaga hukuk berýän gymmatly kagyzyr. Bu şertnamany saklaýjy, şertnamada görkezilen gymmatly kagyzy (ýa-da harydy) geljekde kesgitlenen möhletine çenli almaga (ýa-da şertnamany satmaga) hukugy bolan tarap.

Swop (ýa-da swop şertnamasy) – bu şertnama bellibir haryda, emläge, walýuta ýa-da gymmatly kagyzlary satmaga ýa-da çalyşmaga bellibir möhlete baglaşylýan şertnama bolup, bahanyň üýtgeýän görnüşi we doňdurylan görnüşi bolup durýar.

Swoplaryň esasy görnüşleri: göterimli swoplar, walýuta swoplary, haryt swoplary we gazna bazaryň swoplary tapawutlanýar.

Gyssagly şertnamalaryň esasy alamatlary:

1) olaryň bahasy şertnama baglaşylan harydyň, emlägiň, walýutanyň ýa-da gymmatly kagyzlaryň baglaşylan şertnama esasynda bahasy üýtgeýär;

2) gymmatly kagyzlara baglaşylýan şertnama bellibir wagtyň dowamynda gymmatly kagyzlara öwrülýär;

3) gyssagly şertnamalar gysga wagtda ulanylýar (bellibir min. bellibir aýa çenli).

4) olar az pul goýmak bilen peýda gazanmaga mümkinçilik döredýär.

### **5.3.33. Gyssagly şertnamalaryň pul dolanyşygyndaky orny**

Gyssagly şertnamalaryň ösüş taryhy ykdysadyýetiň öndüriji güýçleriniň artmagy esasynda has-da kämilleşmek bilen bolupdyr. Ilkibaşda forward şertnamalary giňden ulanylyp başlapdyr, olar geljekki hasylyň hasabyna oba hojalyk önümlerini öndürijiler bilen baglaşylypdyr. Şertnamany satyn alyjylar olaryň harajatlarynyň bir bölegini önünden geçiripdirler. Harajatlaryny önünden geçirmek bilen oba hojalyk önümlerini öndürijilerede, harajatlaryny maliýeleşdirmäge goşmaça kömek bolup hyzmat edipdir. Gyssagly şertnamalaryň ýüze çykmagy we dolanyşyga girmegi köp ýurtlaryň hereket edýän ykdysady kanunçylyga laýyklykda alnyp barylýar.

Häzirki wagtda gyssagly şertnamalar dünýäniň maliýe bazarynyň has depginli ösýän gurallarynyň biri bolup durýar. Dünýä maliýe bazarynda özüniň ykdysady zerurlygy bilen, ykdysady amatlylygy bilen, özüniň söwdasy bilen, esasy maliýe gurallaryň biri bolup durýar. Gyssagly şertnamalar düzgün bolşy ýaly haryda, emläge, walýuta ýa-da gymmatly kagyzlara esaslanyp, milli ykdysadyýetleriň çäklerinde özüniň has-da bazarda zerur şertnamalaryň biri bolup alyş-çalşyň netijeli dolandyrmaga mümkinçilik döredýär.

## **VI BAP**

### **ABŞ-nyň GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY**

#### **6.1.34. 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 kagyz-

lar bazary gurluş babatda birinji (biržadan daşary) bazardan, birža bazaryndan (gazna biržalary) we köçe bazaryndan durýar.

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 arasynda, 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 tehnologiýa prosesleri durmuşa geçirmek maksady bilen, iri kompaniýalar üçin uly möçberdäki uzak möhletli pul serişdelerini jemlemäge mümkinçilik berýär.

Obligasiýa karz resminamalary 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 uzakly bu bank däl institutlaryň işiniň häsiýeti bilen kesgitlenýär.

Ömri ätiýaçlandyryan 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 möhletliň dowamynda olarda uly möçberde ätiýaçlandyryş we pensiýa üçin pul serişdeleri emele gelýär, bu pul serişdelerini olar hususy obligasiýalara we paýnamalara maýa goýum hökmünde goýýarlar. Öz gezeginde maýa goýum kompaniýalary öz paýnamalaryny bellibir 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 kompaniýalarynyň paýnamalaryna we obligasiýalaryna goýulýar.

ABŞ-nyň birinji bazarynyň möhüm aýratynlygy täjirçilik, süýşürtingiler 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 çeyeligi ýerleşdirmegiň durnukly araçyl mehanizmini döretmäge ýardam etdi. ABŞ-da bu bazarda hususy obligasiýalary we paýnamalary ýerleşdirmegiň baş usuly giňden ulanylýar.

1. Anderrayting (inderwriting) – maýa goýum banklary (bir ýa-da birnäçe) korporasiýadan obligasiýa karz resminamasyny 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 tekliþ– 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 aukcion esasynda söwdalary geçirýär gymmatly kagyzlary ýokary bahany tekliþ eden maýa goýumça (maýa goýumçylara) satýarlar, ýerleşdirmek we geňeş üçin hak alýarlar.

5. Ýerleşdirmegiň täze tehnologiýasy (new technology placement) – emitent korporasiýa gymmatly kagyzlary bazarda özi ýerleşdirýär, munuň üçin ýörite maliýe birligini döredýär, ol häzirkizaman aragatnaşyk serişdeleriniň kömegi bilen maýa goýumça onuň gymmatly kagyzlaryny satyn almagy tekliþ 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 çêýe ulgamy emele geldi.

ABŞ-nyň birža bazary (gazna biržasy). Gymmatly kagyzlara pul goýmak häzirkizaman 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 bölekäki 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 kagyrlar 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 getirmeyär, 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 potensial satyn alyjylary 100 mln adama golaýdyr.

ABŞ-nyň söwda biržasynda geleşikleriň dürli görnüşleri bardyr. ABŞ-da giň ýaýran spekulýativ geleşik “öküzleriň” we “aýylaryň” gatnaşýan maržaly geleşigidir. Töwekgel satyn alyjy bölekleyin 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, bölekleyin 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 zyýany nasatyp biler. Düzgün bolşy ýaly, bölekleýin tölemek bilen geçirilýän geleşikler biržanyň ösüş meýilleri babatynda optimist we töwegelçilikli 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” ornunda çykyş edýän ýagdaýynda, ol paýnamalaryň hümmetiniň ýokarlanjakdygyna ynanýar we ol şonda maržaly geleşik baglaşýar. “Aýylar” üsti ýapylymaýan, 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. Bellibir 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 garanynda 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 töwegelçilikli amallara hususy iri maýa goýumçylar, biržanyň hasabyna baýlyklaryny artdyrmaga çalyşýan uly baýlyklaryň eýeleri ýa-da güýçli karz-maliýe institutlara ýüzlenýärler.

Birža geleşiginiň ýene bir görnüşi opsiýon 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 paýnamala-

ra ýa-da serişde tygşytlamagyň beýleki görnüşlerine, banklardaky hasaplaramy ýa-da beýleki karz-maliýe edaralarynyň hasaplaryna goýulandygy möhüm bolup durýar. Süýşürintgileri goýmak barada çözügüt 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 “düýplilere” we “tehniklere” bölündi. Olaryň birinjisi öz pullaryny ýokary girdejili, aktiwi passiwden ýokary, ep-esli ätiýaçlyk pullary bolan korporasiýalara goýum goýýan seresap goýumçylardan ybaratdyr. Bu ugry esaslandyryjy B.Greham dürli pudaklaryň kompaniýalarynyň arasynda töwekgelçiligi paýlamagy maksadalaýyk hasap edýärdi. Onuň pikirçe, “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 obli-

gasiýalary boýunça 8,5, hususy obligasiýalar boýunça 9%-e deň boldy. Soňky 50 ýylda adaty paýnamalaryň ortaça göterimi, diwidentleri we paýnamalaryň bahasynyň ýokarlanmagyny goşmak bilen, 9%-den 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, geçginiligiň peselmeginiň, bäsleşigiň we birnäçe beýleki faktorlaryň täsiri bilen, korporasiýalaryň peýdasy, diýmek, paýnamalardan alynýan girdejiler görnetin azaldy.

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 gaza 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 geçirilýändigini amerikanýň 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 kagyrlar we gazna biržalary boýunça komissiýanyň biržalary dolandyryjylar we bellige alyş geňeşiniň razylygy bolan şertlerinde mümkindir.

ABŞ-nyň gazna biržalarynda 1990-njy ýylyň ahylarynda 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 paýnamalaryň 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 biržalarynda, 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 çykdaýjylaryň ýokarydygy sebäpli, gazna biržalary köçe bazaryna barha köp utdurýarlar. Bu ýagdaý emitentleriň we maýa goýumçylaryň köpüsini has çeyä 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 kagyzzar bazarynyň gurluşynda möhüm elemente öwrüldi. Amerikanyň birža bazarynda hereket edýän dellalçylyk firmalary we iri hususy dellallar bu bazaryň guramaçylary boldular. 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. Nyrrh kesilen paýnamalary toplaýan we saklaýan kompýuterleşdirilen kommunikasiýa ulgamy, öňdebaryjy gazna biržalary we dürli kom-

paniýalar 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 çykdaýjylaryň azlygy bilen şertlendirilendir.

1990-njy ýyllaryň ikinji ýarymynda köçe bazarynyň çäklerinde çykdaýjylaryň we edilýän hyzmatlaryň bahasynyň pesdigi bilen tapawutlanýan elektron kommunikasiýa ulgamlary düýpli giňeldi. Gazna biržalarynyň döň 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 nyrhларыň gizlinligini üpjün etdi we ýokary tehnologiýaly kompaniýalaryň uly islegden peýdalanýan paýnamalaryna maýa goýmak üçin saýlap almak mümkinçiligini teklipl etdi. Elektron kommunikasiýa ulgamynyň ösmegi bazaryň bölekleyinligini, ýagny bazarda bäsleşigiň güýçlenmegini, çykdaýjylaryň we aldawçylyklaryň azalmagyny üpjün etmek bilen, paýnamalaryň söwdasynyň mümkinçiligini giňelttiler.

Häzirki wagtda ABŞ-da 18-e golaý elektron kommunikasiýa ulgamy hereket edýär, olar gazna biržalary we birinji bazar bilen bäsleşmek bilen, müşderileriň ýüztutmalaryny ygılan 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 ýyldakydan 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 döretti. Amerikanyň köçe bazary 4 müňden gowrak amerikanyň kompaniýalarynyň paýnamalaryny ýapon kompaniýalary üçin elýeterli etdi.

### 6.2.35. Gymmatly kagyrlar

Paýnamalar. Paýnamalary çykarmak pul serişdelerini jemleme usullarynyň biridir. ABŞ-da ýonekeý ýa-da ýeňillikleri (ordinary, common stocks) we aýratyn hukukly paýnamalary (preferred stocks) tapawutlandyrylýar. Ýonekeý paýnamalar kompaniýany dolandyrmakda ses bermek hukugyny berýär we peýdanyň üýtgäp durmagyna baglylykda olar boýunça diwident tölenýär. Aýratyn hukukly paýnamalaryň ses bermek hukugy ýokdur, ýöne olaryň kesgitli girdejisi (diwident) bardyr. ABŞ-da paýnamalary satyn almak olaryň eýeleri üçin bellibir hukuklary almagy aňladýar: ses bermek hukugy (voting right), kompaniýalaryň ýa-da korporasiýalaryň peýdasyna gatnaşmak hukugy (profit participation right, dividend right), täze paýnamalary satyn almakda aýratyn hukugy (preemptive right), kompaniýa ýapylandaky hukuklary (rights in liquidation or dissolution), inspeksiýa hukugyny (rights to inspection).

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 diwidentler däl-de, degişli toplanmalary göz önünde tutýar, yglan edilen diwidentler ABŞ-da aýratyn hukukly paýnamalar boýunça kesgitlenen bolýar. Olar ýonekeý paýnamalar boýunça diwidendleriň tölegi yglan edilmezden ön tölenýär;

2) kumulýatiw däl paýnamalar. Eger-de kompaniýanyň direktorlar geňeşi olaryň tölegini yglan etmedik bolsa, bu paýnamalar boýunça bellibir döwürde saklaýjylar diwidentleri ýitirýärler;

3) gatnaşma paýly paýnama – ýönekeý paýnamalar boýunça diwidentler yglan edilen möçberden ýokary bolan halatynda saklaýjylara yglan edilen möçberden ýokary goşmaça diwidentleri almaga mümkinçilik berýär. Bu iş ýüzündesaklaýjylaryň galan peýda gatnaşmaklaryny aňladýar;

4) çalşylýan paýnamalar – ýönekeý paýnamalaryň bellenen mukdaryna şertleşilen möçber boýunça çalşylýar. Bu paýnamalaryň hümmetiniň hereketi beýleki aýratyn hukukly paýnamalar bilen deňeşdirilende, ýönekeý paýnamalaryň hümmetiniň hereketine deňdir;

5) diwidentleriniň möçberine düzediş girizilýän paýnamalar – dliwidentleriniň möçberi kesgitlenen paýnamalardan gysga möhletli döwlet obligasiýalary ýa-da maliýe gurallary boýunça göterim möçberleriniň üýtgäp durmagyna baglylykda her çärýekde üýtgeýändigini bilen tapawutlanýar;

6) yzyna alynýan paýnamalar – olaryň koprerasiýa 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 diwidentleri 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 aktiwiniň gurluşynda olar ähmiýetli orun eýeleýär. Bu kagyzlary birinji gezek ýerleşdirmek bilen maýa goýum banklary meşgullanýarlar.

Häzirki wagtda ABŞ-da hususy obligasiýalaryň gymmat möçberini paýnamalaryň gymmat möçberiniň görkezijisinden 1,3 esse ýokarydyr (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 çy-



karylan 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 salynmazýndan öň) tölenýär; paýnamalar boýunça diwidentler bolsa arassa peýdadan tölenýär.

Obligasiýalar, esasan, maýanyň has uzak döwre çekilmegini aňladýar: bu gymmatly kagyzzar bazarynda (maliýe bazarynda) ýerleşdirilýän uzak möhletli karz resminamalarydyr. Soňky wagtlarda ABŞ-nyň korporasiýalary uzak möhletli obligasiýalaryň şu görnüşlerini baş 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, bellibir üpjünçiligi bolýar we başga bir gazna gymmatlygyna öwrülip bilner. Obligasiýalaryň her bir görnüşiniň özüniň maksatlaýyn manysy bardyr, bu bolsa olary çykarýan kompaniýa hem, gymmatly kagyzzar 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 girdejililigi göterimiň derejesi boýunça tapawutlanýar we islege we teklibe bag-



ly 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 bellibir 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 esasy 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, işewürlük abraýy, maliýe ýagdaýy bilen baglydyr. Esasy faktor pudaklaýyn aýratynlyk bolup biler, ol önümçilik möhletleri we tehnologiýanyň häsiýeti bilen kesgitlenýär. Obligasiýa karz resminamalary çykarmak korporasiýalara diňe bir uly möçberli maýa goýumlary enjamlara we gurluşyga goýmagy amala aşyrmaga däl, eýsem, obligasiýa karz resminamalaryň çykarylýan 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 çykarylmalý möhletlerini tapwutlandyrýarlar. Tejribeli işläp bejeriji pudaklara garanynda dag-magdan pudaklarynyň, nebiti gaýtadan işleýän senagatyň, gaz geçirijileriň gurluşygynyň diňe bir uly goýumlary däl, eýsem, uzak möhletleri hem talap edýändigini gör-

kezdi. Bu diňe şu pudaklarda önümçiligiň özüne mahsus aýratynlygy bilen baglydyr. Şol bir wagtyň özünde işläp bejeriji pudaklaryň hem çykarylýan obligasiýa karz resminamalaryň 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 karz resminamalarynyň pudaklaýyn gurluşynyň takyk tapawudy bardy. 2000-nji ýyldan 2003-nji ýyllar aralygynda goýberilişleriň möçberi 900 mln. dollardan 1600 mln dollara çenli üýtgäp durdy.

Obligasiýa karz resminamalarynyň has köp bölegi işläp bejeriji senagatyň, kommunal kompaniýalaryň, gozgalmaýan emlägiň we karz-maliýe institutlarynyň (maliýe sektory) paýyna düşýär, bu paý çykarylýan obligasiýa karz resminamalarynyň 73%-ine deňdir. Şunuň ýaly gatnaşyk uruşdan soňky ähli ýyllaryň dowamynda häzirkigi wagta çenli saklanyp gelýär. Bu pudaklaryň uly paý (kwota) ýoly bilen bölünip görkezilmegi önümçilik işleriniň zähmeti talap ediljiligi we ylmy talap ediljiligi, 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 aşyran 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 kompa-

niýalary barada, ikinji ýagdaýda söwda kompaniýalary barada, üçinji ýagdaýda bolsa hususy ulaglaryň ähli görnüşleri barada gidýär. Obligasiýa karz resminamalaryň peýdalanmakda möçberiniň az bolmagy peýdanyň uly möçberi bilen ýa-da gönüden-göni karz serişdeleri has giňden çekmek, bilen baglydyr.

Obligasiýa karz resminamalaryň uzak möhletlidigi (10 ýyl we ondan hem köp) sebäpli şunuň saly obligasiýalary haýsy edaralar satyn alýar diýen sorag ýüze çykýar. Elbetde, olaryň uly möçberdäki erkin we uzak möhletli pul serişdeleri bolan satyn alyjylardygy düşnükli. ABŞ-da bu ätiýaçlandyryş kompaniýalary (esasan hem, ömri we betbagtçylykly hadysalardan ätiýaçlandyryan kompaniýalar) we pensiýa gaznalarydyr, olarda ätiýaçlandyryş baýragynyň we öwez tölegleriniň tölenýän döwrüniň uzaklygy sebäpli uzak möhletli pul serişdeleri bolýar.

Diňe Amerikanyň ömri ätiýaçlandyryan kompaniýalary üçin häsiýetli bir aýratynlygyny gökezmek gerek, olar iri senagat, söwda we ulaglar korporasiýalaryny maliýeleşdirýärler.

ABŞ-da ömri ätiýaçlandyryan iri kompaniýalar bilen söwda-senagat korporasiýalarynyň arasynda uzak möhletli obligasiýa ylalaşyklaryny 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, korporasiýalar bilen satyn alyjynyň arasynda araçylyk 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 bukjasyňyň önünden bellenen hümmet boýunça satyn alýar, soňra olaryň 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.

Korporasiýalaryň obligasiýalarynyň hili we ygtybarlylygy 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.

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 aktiwlerini, dolandyrys işgärleriniň derejesini, ol ýa-da beýleki pudagyň ösüş maksatnamalaryny, kompaniýany diwersifikasiýa etmegiň geljegini, bergileriň möçberini we olary üzmegiň usullaryny, çykarylýan obligasiýalara berilýän bahany, olary çalyşmagyň ýagdaýyny, karz-maliýe institutlarynyň özlerniň 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 girdejililiginiň arasynda göterimlerde (kesgitlenen çägi, ol ýurtlar boýunça tapawutlydyr) tapawut bar, bu obligasiýany satyn alyjynyňrazy 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 yetmezçiligini 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. Obligasiýalar 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 karz resminamalaryň 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 indeksirlenýän obligasiýalar çykaryldy. Walýutanyň hümmetiniň durnuksyzlygy “iki walýutaly” obligasiýalaryň ýüze çykmagyna getirdi (ýazylyşyk geçirilende, obligasiýalaryň bazar bahasy bir walýutada, üzülişi bolsa başga bir walýutada görkezilýär). Çalsylýan obligasiýalar giňden ýaýrady, olar eýesine obligasiýalaryň şol kompaniýanyň paýnamasyna 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 özge-rip 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 in pes maýa goýum reýtingi bolan ýaramaz obligasiýalara maýa goýlanda adalatlydyr.

ABŞ-nyň obligasiýa bazarynyň möhüm aýratynlygy onuň aglaba ýagdaýda biržadan daşary häsiýetiniň, ýagny korporativ obligasiýalaryň satuwynyň 100%-e golaýynyň jemlenen ýeri bolan birinji bazarda dolanyşykda bolmagydyr.

Amerikanyň obligasiýa bazarynyň karz alnan serişdeler boýun-

ça 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 korporativ obligasiýalaryň emissiýasynyň 8,5%-inden 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 karz alyjylar bolup ýygy-ýygdyan 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, karz resminamalaryň uly möçberleri (ortaça 100 mln. dollar, has irileri 300 mln-a ýetýär we ondan hem ýokary bolýar), şeýle hem möhletiniň uzaklygy bilen özüne çekijidir. Karz resminamalaryň 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 bellendäkiden 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 ykdsadyýetini 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 düzediň girizip durmaga mümkinçilik berýär. Hökmany ätiýaçlyk talaplarynyň kesgitli dereje-

si 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 multiplikativ 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  $\frac{2}{3}$  bölegi düşýän we erkin satylýan we satyn alynýan bazaryň gymmatly kagyzlary gaznaçylyk weksellerinden, 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 maýalaryna 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 süýşürtingi bonlaryndan we salgyt süýşürtingileri 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 süýşürtingilerini giňden çekmek bolup durýar.

Döredilen gymmatly kagyzzar we maliýe gurallary. Düzgün bolşy ýaly, bazarda hereket edýän paýnamalar we obligasiýalar babatynda



olaryň ikinji, döredilen häsiýeti bardyr. Olar, esasan, çalşylýan obligasiýalar we paýnamalar, warrantlar, fýuçersler, opsiýonlar 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 gymmatlykagyzlary çalyşmagyň üç warianty bardyr: olar paýnamalara çalşylyp bilner; goşmaça tölege çalşylyp bilner; saklaýjy paýnamany satyn almak hukugyny obligasiýadan aýratynlykda bellibir 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 bellibir 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 aktiwlerini we passiwlerini düzgünleşdirmek üçin peýdalanýarlar.

Opsionlar. Bu möhletli şertnamadyr, satyn alyjy ol ýa-da beýleki geleşigi geçirmek hukugyny almak şerti bilen opsiýonlary alýar. Düzgün bolşy ýaly, opsiýonlar paýnamalara, olaryň hümmetiniň indeksine, göterim möçberleriniň fýuçerslerine baglaşylýar, bu kesgitli girdejisi bolan gymmatly kagyzlary ýa-da möhletli depozitleri içine alýar. Fýuçers şertnamalaryň hem, opsiýon şertnamalarynyň hem dürli görnüşleri bardyr; bu iki görnüşüň utgaşdyrylýan geleşikleri hem bardyr.

Warrant. Bu gymmatly kagyz saklaýja hakyky gymmatly kagyzlary satyn almaga hukuk berýär. Warrantlar, köplenç, obligasiýalar bilen birlikde, hususy we kollekiwleýin 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 döp bolan gymmatly kagyzzar bazary maliýe gurallarynyň, korporasiýalaryň, döwletiň we karz-maliýe institutlarynyň özleriniň bergilerini bölüşdirmeginiň (sikulýasiýa) hasabyna düýpli giňeldi. Hususy we döwletiň gymmatly kagyzzarynyň döp bolan görnüşlerine ýalan gymmatly kagyzzar diýilýänler goşuldy, olaryň paýnamalar we obligasiýalar babatynda ikinji, döredilen häsiýeti bardyr. Gymmatly kagyzzaryň, hususan-da maliýe gurallarynyň bu görnüşiniň aýratynlygy olaryň emlägiň haýsydyr bir görnüşini görkezmän, eýsem, dolanyşygyň karz gurallary bolup durýanlygyndan ybaratdyr. Ýöne olaryň gymmatly kagyzzar bazaryna çykmagy, satylmagy we gaýtadan satylmagy bellibir möçberde pul serişdeleriniň alynmagyny we jemlenmegini aňladýar, olar geljekde hakyky maýa goýumlaryna ýerleşdirmek üçin peýdalanylyp bilner.

ABŞ-da şunuň ýaly maliýe gurallarynyň arasynda süýşürtingi, depozit, maýa goýum sertifikatlary, wekseller, bonlar, rentalar giňden ýaýrandyr.

Soňky döwürlerde süýşürtingiler sertifikaty, ýagny täjirçilik ýa-da süýşürtingiler bankynyň pul serişdeleriniň bellibir 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 süýşürtingi sertifikatyny bellibir göterim belläp ýa-da bellibir möhlete ýa-da talap edilýänçä berýär. Süýşürtingiler 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 bellibir 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 ýaram 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 çykarylmağa esaslanýan görkezilen karz dolanyşyk gurallary pula bolan uly isleg bilen baglanyşykly bölündi (sekulýasiýa) we maliýe gurallary derejesini aldylar.

ABŞ-nyň häzirkizaman gymmatly kagyzlar bazarynyň aýratynlygy onda täze maliýe gurallarynyň yzygiderli peýda bolmagy, my-

sal üçin, dürli kompaniýalaryň we döwletiň bergileriniň bölüşdirilme-gi, ýagny bergileriň satylmagy bilen baglydyr. Bu guralyň peýda bolmagy, öňi bilen, korporatiw (ýa-da hususy) we döwlet sektor-larynda uly möçberlerde bergileriň bolmagy bilen baglydyr, bu sek-torlar, düzgün bolşy ýaly, dürli kompaniýalar we karz-maliýe insti-tutlary, 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 obliga-siýa häsiýeti bolan gymmatly kagyrlar çykarylady, olar yzyna alynýan aktiwleriň kagyrlary 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 neti-jesinde düýpli ýokarlandy. Deriwatiwleriň söwdasynda institusional maýa goýumçylaryň paýy 60-65%-e deňdir, galan amallar (indeks fýuçersleri ýaly amallar) diňe iri bukjalary ätiýaçlandyrmaga gönük-dirilendir. Döredilen gymmatly kagyrlaryň söwdasy ABŞ-da 1970-nji ýyllaryň ortasynda ýüze çykdy. Häzirki wagtda möhletli bazaryň möçberi ägirt uly möçberlere ýetdi. Olar boýunça şertnamalaryň ýyl-lyk 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 fýuçers-leri biržasy uniwersal edara öwrüldi. İlkibäşky haryt ýöriteleşmesini (oba hojalyk, nebit) saklap galmak bilen, olarda walýuta fýuçersleri (gymmatly metallar we daşary ýurt puly), maliýe fýuçersleri (göte-rimli we indeksli şertnamalar), opsiolar bölümleri açyldy. Maliýe şertnamalary bilen geleşikler möhletli haryt söwdasyndan esli agdyk gelýär we haryt, gazna biržalarynyň arasyndaky çäkler kem-kemden ýitýär.

1970-1990-njy ýyllarda karz-maliýe ulgamyndaky obýektiv özgermeler birža konýunkturasynyň durnuksyzlygynyň ýokarlan-magyna 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 kagyzzar bazarynda hedžirlemegiň täze strategiýasy peýda boldy, şonuň üçin hem döredilen kagyzzar 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 бүтін dünýäniň gazna bazarynda satylýandygy sebäpli, gymmatly kagyzzaryň 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, Sidneyde geçirilýär. ABŞ indi deriwatiwleriň bazarynda absolýut monopolist däl-dir: döredilen gymmatly kagyzzaryň bazarynyň gymmat möçberinde ABŞ-nyň tutýan orny 1986-njy ýylda 84% bolanlygyndan 1994-nji ýylda 55%-e çegli 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 häzirk wagtda 1000 trln dollardan ýokarydyr.

### **6.3.36. Bazarynyň esasy ösüş meýilleri**

Korporatiw sektoryň öz-özünü maliýeleşdirmeginiň we olaryň bank sektoryndan serişdeleri karz almagynyň ösmek meýilllerine garamazdan, dürli gymmatly kagyzzaryň we döredilen kagyzzaryň ýerlenişi 1990-njy ýyllarda ösmegini dowam etdirdi.

Paýnamalaryň emissiýasynyň we kem-käseýin derejede obligasiýalaryň üsti bilen ABŞ-nyň ilatynda pul maýasynyň toplanmagy durnukly ösüş meýilini görkezdi.

ABŞ-da JMÖ-niň we senagat önümçiliginiň ösüşiniň uzak wagtlyk döwri 1990-njy ýyllara gabat geldi, bu bolsa paýnamalaryň hümmetiniň, şeýle hem korportiw we döwletiň obligasiýalary boýunça kesgitli girdejiňiň ýokarlanmagyna ýardam etdi.

Paýnamalaryň we obligasiýalaryň bazarynyň giňelmegi, esasan, ylmy-tehniki rewolýusiýanyň soňky gazananlaryny görkezýän senagat pudaklarynyň, ýagny maglumat, kompýuter programmalary, telekommunikasiýalar we biotehnologiýa 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 kagyzzar 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 köpüsiniň paýnamalary-

nyň 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 tehnologiýaly 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-niň 4%-e çenli artmagy, maýanyň durnukly gelmegi, senagatda zähmet öndürjiligininiň ýokarlanmagy, federal býujetiň yetmezçiliginiň düýpli azalmagy ýardam etdi.

Ýöne gymmatly kagyzzar 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 bellibir 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 kagyzzar bazaryna örän ýaramaz täsir etdi. Syýasy, moral, psihologiki täsirden başga-da, bu wakalar gymmatly kagyzzar bazaryna gönüden-göni ykdysady taýdan hem täsirini ýetirdi. Onuň netijeleri ýetirilen şu zyýanlar bilen ölçelýär: Bütindünýä söwda merkeziniň ýykylmagy 40 mlrd dollar, ätiýaçlandyryş kompaniýalarynyň ýitgileri 100 mlrd dollar, Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň ýapylmagy sebäpli ýitgiler 400 mlrd dollar möçberde kesgitlenýär. 2001-nji ýylyň 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 kagyzzar 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 bellibir de-rejede 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 kagyzzar 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 ygylan etdiler. Bularyň ählisi gymmatly kagyzzaryň hümmetiniň uzak wagtlap peselmegine getirdi. Wagtyň geçmegi bilen gymmatly kagyzzar bazaryndaky ýagdaý düzelişdi.

## VII BAP

### ÝAPONIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

#### 7.1.37. Bazaryň gurluşy

Häzirki wagtda Ýaponiýanyň gymmatly kagyzzar bazary dünýä-de iň kuwwatly we depginli ösýän bazarlaryň biridir. Onuň gazna bazarynyň dolanyşyk gymmatynyň paýy dünýäde 2-nji orny eýelemek bilen, gymmatly kagyzzaryň jemi dolanyşygynyň 13%-ini tutýar. ABŞ-da bu gorkeziji 48%-e, Angliýada 6%-e barabardyr. Dünýä-de bergi kagyzzary boýunça berginiň umumy möçberinde ýurduň paýy 18%-e deňdir (ABŞ – 45,2, Angliýa – 4,4%). Bergi kagyzzarynyň paýyna ýurduň jemi dolanyşyk gymmatynyň 74%-i, paýnamalaryň paýyna bolsa 26%-i düşýär.

Senagat taýdan ösen beýleki ýurtlarda bolşy ýaly, Ýaponiýanyň gymmatly kagyzzar bazarynyň gurluşynda birinji we ikinji bazarlar, şeýle hem gazna gurallarynyň ýa-da amallaryň görnüşleri boýunça, hususan-da, döwletiň gymmatly kagyzzary, hususy gymmatly kagyzzar bazary we beýleki bazarlar bar.



Döwletiň kagyzlaryny we hususy gymmatly kagyzlary birinji gezek ýerleşdirmek aukcion görnüşinde we (ýa-da) anderraýtingleriň konsorsiumyna gatnaşyjylaryň arasynda ýazylyşyk geçirmek ýoly bilen amala aşyrylýar. Döwlet karz resminamalarynyň obligasiýalaryny birinji gezek satmagy ýurduň poçta-süýşürtingler 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 bazarlyr diýip bolar.

Tokionyň gazna biržasynyň dolanyşygynda paýnamalar agdyklyk edýär. Kassa geleşikleri dolanyşygyň esasy düzýär, 1998-nji ýyla çeni söwdanyň esasy usuly açyk goşa aukcion bolupdy („sesli“ söwda); şunda geleşikleri amala aşyrmagyň awtomatlaşdyrylan ulgamy hem peýdalanylýardy. 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 opsiýon şertnamalar – Ýaponiýada ujypsyz möçberdedir. Tokionyň gazna biržasy uzak möhletli obligasiýalaryň fýuçersleriniň, fýuçersleriň opsiýonlarynyň, şeýle hem TOPIX indeksiniň opsiýonlarynyň söwdasyny amala aşyrýar. TIBOR bankara möçberiniň esasynda üç aýlyk göterimli fýuçersleriň söwdasyny Tokionyň maliýe fýuçersleri halkara biržasy geçirýär, Osakanyň gazna biržasy bolsa paýnamalaryň we Milli indeksiniň esasynda opsiýon 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).



### 7.2.38. 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 karz resminamasy çykaryldy, ol ýollaryň, köprüleriň we ş.m. gurluşygyny maliýeleşdirmäge niýetlendi. Abunaçylaryň (ýazylanlaryň) sindikaty bu obligasiýalary ýerleşdirmek bilen meşgullandy, onuň düzümine banklar, gymmatly kagyzlar bilen amallar boýunça kompaniýalar, ätiyaçlandyryş kompaniýalary we beýleki insttutlar girdi. Bu kagyzlaryň girdejililigi, geçginiligi 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 rugsat berildi. Bu gymmatly kagyzlaryň möçberi üznüksiz we salt 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 karz resminamalarynyň emissiýasynyň möçberleriniň görnetin azalmagyna sebäp boldy we netijede döwlet obligasiýalaryna bolan isleg teklipten ýokary boldy. Abunaçylaryň (ýazylanlaryň) berkedilen ýene bir bäsdeş – poçt-süýşürintgi kassalary ulgamy peýda boldy, 1988-nji ýylda olara hem döwlet karz resminamalaryny 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 we 20-ä çenli düýpli giňeldildi. Ýaponiýada 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, häzirkî wagtda göterimler aglaba ýagdaýda ýylda iki gezek tölenýär. Nol kuponly, ýagny baş ýyl möhletde 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. Häzirkî wagtda döwlet obligasiýalarynyň bazary Ýaponiýanyň obligasiýalar (döwlet, bank, korporatiw, döwlet edaralarynyň obligasiýalary we munisipal obligasiýalar) bazarynyň jemi möçberiniň 40%-ini 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 bellibir bölegine (40%) anderraýterleriň konsorsiumy ýazylýar. Galan bölegi auksionlarda giň köpçüligе 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 esasyda 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 obligasiýalarynyň bazary dăp bolup gelşine görä, gowşak ösendir. Ýöne häzirkî

wagtda bu gymmatly kagyzlaryň, aýratyn hem çalşylýan we kuponly obligasiýalaryň emissiýanyň möçberleriniň ösüş meýli görünýär. Bu, esasan, biržadan daşary bazardyr. 1980-nji ýyllaryň ahýrynda 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 edaralarynyň obligasiýalary, munisipal obligasiýalary-da bar.

Uly banklar her aýda ykdysadyýetiň dürli ugurlaryny uzak möhletli karzlaşdyrmaga gönükdirilýän serişdeleri çekmek üçin obligasiýalary çykarýarlar. Şu obligasiýalar boýunça göterim girdejisiniň möçberleri Maliýe ministrligi bilen ylalaşylmaga degişlidir.

Önümçilik kärhanalarynyň obligasiýalary diňe ynanylýan banklaryň gatnaşýan halatynda çykarylýp bilner. Ýurtda bu gymmatly kagyzlary emissiýa etmegiň ýeterlik derejede berk kadalary bardyr, hususan-da, emitentiň balansynyň ýagdaýyna ýokary talap bildirilýär.

Döwlet edaralarynyň obligasiýalarynyň sany çäklendirilen (40-dan hem az) döwlet agentlikleri ýa-da korporasiýalary tarapyndan çykarylýar. Ýaponiýanyň maliýe korporasiýasy muňa mysal bolup biler, ol şu ýol bilen özläriniň 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 obligasiýalaryň beýleki görnüşlerine ýewro-iýen obligasiýalar, Samurai we Daiyo obligasiýalary degişlidir. Olaryň birinjisi iýende görkezilýär, Ýaponiýanyň daşynda çykarylýar we esa-

san, 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-njy ýyla çenli Tokionyň gazna biržasynda nyrh kesilen paýnamalaryň köpüsiniň hümmeti, aýry-aýry gysga wagtlaýyn pese gaçmalary hasaba almanynda, 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 bellibir meseleleri hem döretdi, hususan-da, paýnamanyň bazar bahasyna seredeniňde diwidentiň örän pes bolmagy mysal bolup biler, onuň möçberi nominala garanynda göterimde kesgitlenýär. Mysal üçin, kabul ederlikli 12 göterimli diwident paýnamanyň nominal bahasynyň 50 iýen bolan ýagdaýynda onuň bazar bahasynyň 0,25%-ine (2500 iýene) deň bolýar. Netijede, maýa goýumçylaryň hümmet tapawudyndan alynýan spekulýatiw peýda gyzyklanmasy artyp başlaýar, diwident 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 diwident girdejisini almak maksady bilen paýnamalaryň jemi mukdarynyň ýarysyna şahsy taraplar eýelik edýär), Ýaponiýada çykarylan paýnamalaryň aglaba böleginiň bilelikdäki saklaýjylary bolup, korporasiýalaryň özlери çykyş edýärler. Şunda esasy maksat korporasiýalaryň we olaryň paýdarlarynyň gowy gatnaşyklaryny saklamak, şeýle hem iki taraplaýyn aýratyn hukuklary almak bolup durýar. Ýaponiýanyň paýna-

malar 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 däl.

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 bir-den (22 esse) azaldy.

### **7.3.39. 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, Sappora, Nagoýa, Kioto, Hirosimo, Fukuoka, Niigata şäherlerinde ýerleşýär. Tokionyň we Osakonyň biržalarynyň dolanyşyk möçberleri, ýurduň jemi birža dolanyşygynyň, deňşililikde, 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 hasaplaşyklarlaring 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 atларыndan 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 dolnysygynda hususy kompaniýalaryň paýnamalary agdyklyk edýär, kesgitli girdejisi bolan bergi borçnamalarynyň paýy ýokary däl. Birža dolanysygynyň esasy 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 aukсион, ýagny biržanyň amallar zalyndaky „sesli“ söwda bolup durýardy. Häzirki wagtda birža CORES we FORES kompýuter ulgamlaryna geçdi. Döredilen gurallaryň (fýuçersler we opsiýalar) 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 aşyryýar. 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 önünde tutýar; hususan-da, paýdarlar maýasynyň möçberi 1 mlrd iýenden az bolmaly däl, soňky ýylda salgyt salynmazýandan öňki peýdanyň

möçberi 400 mln iýenden az bolmaly däl, soňky baş 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 bildirilýän talaplar, milli paýnamalar üçin bellenen talaplara garanynda 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 belleniýärdi. 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 opsiýalarynyň, TOPIX birža indeksiniň esasynda opsiýalaryň söwdasyny amala aşyýar.

Nikkei we TOPIX birža indeksleri ýapon gazna bazarynyň konýunkturasyny görkezýär. Nikkei Tokionyň gazna biržasynyň birinji seksiyasynda 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 seksiyasynyň ähli paýnamalarynyň, olaryň mukdaryny hasaba almak bilen ölçelip çykarylan ortaça arifmetiki bahasyny görkezýär.

Bazary düzgünleşdirmek. Ikinji Jahan urşuna çenli Ýaponiýanyň gymmatly kagyzzar 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 kagyzzar biržalar hakynda“ kanun kabul edildi, ol köp babatda 1933-1934-nji ýyllarda ABŞ-da hereket eden degişli namalaryň nusgasy bolup durýardy. Şu kanunalaýyklyk-



da gymmatly kagyzzlar we biržalar boýunça garaşsyz gözegçi-barlag bölümi işläp başlady, soňundan ol Maliýe ministrliginiň gymmatly kagyzzlar müdirligine öwrüldi. Onuň ýanynda maslahatçy edara hökmünde gymmatly kagyzzlar 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 kagyzzlaryny getirmäge we olary ýurtdan çykar-maga rugsatnama berýär, şeýle hem daşary ýurt maýa goýumlaryna degişli meseleleri çözüär. 1993-nji ýylda kabul edilen, „Maliýe ul-gamyny özgertmek hakynda“ kanun banklaryň we dellalçylyk-diler-lik firmalarynyň işindäki çäklendirmeleriň bir bölegini ýatyrdy.

Ýaponiýanyň kanunçylygynyň kadalaşdyryjy namalarynyň ara-synda söwda kodeksi hem bar, onuň bölümleriniň biri diňe gymmatly kagyzzlara 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 kagyzzlary bazarda satyn almak-satmak amallaryny geçirmek ka-nunçylyk esasynda gadagan edilýärdi. Bu işi diňe gymmatly kagyzzlar 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 geç-megi bilen bu düzgün berk berjaý edilmän başlandy. Dürli maliýe institutlarynyň iş çygyrlarynyň biri-biri bilen özara utgaşmak meýil-leri güýçlendi, bank işindäki we gymmatly kagyzzlar bilen amallar-daky 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 karz resminamalaryň we ýerli häkimiýet edaralarynyň obligasiýalary, hökümet tarapyndan kepillendirilen kagyzzlar we ş.m., şeýle hem milli we daşary ýurt korporatiw gymmatly kagyzzlary bilen amallaryň ähli



görnüşlerini amala aşyrýarlar. Gymmatly kagyzzar bazarynyň beýleki köpsanly institusional gatnaşyjylarynyň işi erkinleşdirildi.

Gymmatly kagyzzar bazarynda professional işi amala aşyrmak üçin döwletden ygtyýarnama almak zerurdyr. Ýaponiýanyň Maliýe ministrligi bu işiň dört ugry boýunça ygtyýarnamalar berýär: dellalçylyk, dilerlik, anderraýting we hususy maýa goýumçylar bilen ow-nuk amallar boýunça iş üçin ygtyýarnamalar berilýär. Mundan başga-da, gymmatly kagyzzar bazaryna professional gatnaşyjylaryň ählisi öz-özünü dolandyryan guramanyň – Ýaponiýanyň gazna bazarynyň dilerler assosiasiasynyň agzalary bolup durýarlar.

Ösüş meýilleri. Ýokarda bellenip geçilişi ýaly, 1970-1980-nji ýyllaryň sepgidinde Ýaponiýanyň gymmatly kagyzzar bazary internasionallaşyp başlady. Daşary ýurtly hem-de milli emitentler tarapyndan ýewro-iýenlerde obligasiýalary 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%-e 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.

## **VIII BAP**

### **GERMANIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLARY**

#### **8.1.40. Bazarynyň ösüş meýilleri we gymmatly kagyzzaryň görnüşleri**

Maýa toplamakda gymmatly kagyzzar bazarynyň ähmiýeti boýunça öňdebaryjy ýurtlaryň arasynda Germaniýa üçünji orny eýeleýär, köp görnüşler boýunça bolsa Ýewropada birinji ýerde durýar. Şol bir

wagtyň özünde dünýä gymmatly kagyzzar bazarynda Germaniýanyň paýy bary-ýogy 2,5%-e deňdir, bu bolsa gymmatly kagyzzar bazarynyň özüniň bellibir derejede giç ösüp başlamagy bilen baglydyr. Hakykattan gymmatly kagyzzar bazarynyň hereketi we ösüşi hökümetiň bu işe goşulýşmagy we salgyt we beýleki ýeňillikleriň girizilmegi bilen 1954-nji ýylyň ahyrynda başlandy. GFR-iň ykdysadyýetiniň ýokary ösüş depginleri maýanyň toplanyşyny güýçlendirdi we fikiw maýanyň artmagyna ýardam etdi. Eýýäm 1965-nji ýylda gymmatly kagyzzaryň ähli görnüşleriniň çykarylyşy jemi milli önümiň (JMI) 4,4%-ine we ýurtdaky jemi maýa goýumlaryň 23%-ne deň boldy. Dolanyşykdaky kesgitli göterimi bolan gymmatly kagyzzaryň 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 kagyzzaryň jemi möçberiniň üçden bir bölegine golaý boldy, 1950-nji ýyllarda bolsa satyn alynýan kagyzzaryň gurluşynda obligasiýalar we ipotekalar agdyklyk edýärdi. Şol döwürde ilatyň pul serişdeleriniň gymmatly kagyzzarlarda jemlenmesi 1950-nji ýyllarda 100 mln marka bolanlygyndan 1960-njy ýyllaryň ortalarynda 6,9 mlrd marka çenli köpeliş, şahsy süýşürtingileriň ähli möçberiniň 20%-ine barabar boldy. Soňy bilen hususy maýa goýumçylar, öňi bilen hem gurply maýa goýumçylar esasy orna geçip başladylar. Gurply maşgalalaryň 162 müňüsiniň, ýagny ähli maşgalalaryň 5-den 1 böleginiň eýeçiliginde paýnamalaryň 90%-i saklanýardy. Şunda paýnama eýeleriniň 41%-inde 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 ýaşajýynyň 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. Gym-

matly kagyzzar bazarynyň mahsus aýratynlygy dolanyşykda bolýan emlägiň titullarynyň gurluşynda has aýdyň göründi: onuň 66%-den gowragy dürli bank obligasiýalarynyň, 22%-ine golaýy döwlet karz resminamalaryň, 11,8%-i paýnamalaryň paýyna düşýärdi we gymmatly kagyzzaryň diňe 0,2%-ini korporatiw obligasiýalar emele getirýärdi. Soňy bilen gymmatly kagyzzar 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 bary-ýogy 13%-i düşdi, bu bolsa ilatyň maliýe aktiwleriniň 6%-ine deňdir. Şol bir wagtyň özünde pul maýasyny jemlemekde gymmatly kagyzzar 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 dörtten üç bölegine golaýy durnukly göterimi bolan gymmatly kagyzzaryň, dörtten bir bölegi paýnamalaryň paýyna düşdi.

Umuman alanyňda Germaniýada häzirkizaman gymmatly kagyzzar bazary şu aýratynlyklar bilen häsiýetlendirilýär:

- obligasiýalaryň bazary paýnamalaryň bazaryna garanyňda has ösendir. Germaniýada obligasiýalaryň we paýnamalaryň gatnaşygy 10:1-e deňdir, şol wagtyň özünde ABŞ-da 4:3-e deň bolup durýar. Bergi gurallarynyň arasynda bergileriň ählisi diýen ýaly bank obligasiýalarynyň we federal hökümetiň borçnamalarynyň paýyna düşýär;

- döwletiň gymmatly kagyzzarynyň we täjirçilik banklarynyň kagyzzarynyň ähmiýeti uludyr. Ähli gymmatly kagyzzaryň arasynda 5-den 3 bölegi banklaryň kesgitli girdejileri bolan bergi borçnamalarynyň paýyna düşýär;

- döwlet býujetiniň ýetmezçiliginiň üstüni ýapmak üçin göni karzlaşdyrmagyň bar bolan döpleri döwlet tarapyndan çykarylýan gymmatly kagyzzaryň 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 bellibir derejede ýokarydyr, bu bolsa banklaryň kärhanalar bilen assosiasiýalarynyň dürli görnüşleriniň bolmagyna getirýär;

- korporatiw obligasiýalaryň paýynyň ujypsyz möçberi halk hojalygyny maliýeleşdirmekde göni bank karzlaşdyrmasyň paýynyň ýokary bolmagy bilen kesgitlenýär. Kärhanalaryň ähli çekilen maýasynyň 50-69%-i bank karzlarynyň paýyna düşýär;

- gymmatly kagyzzar bazarynda banklaryň täsiri agdyklyk edýär, olaryň maliýe aktiwlerindäki paýy durnukly bolup, durnukly göterimi bolan milli gymmatly kagyzzaryň 5-den 2 bölegi banklaryň elinde jemlenendir. Diňe Deutsche Bank 1999-njy ýylda umumy bahasy 100 mlrd dollardan gowrak bolan gymmatly kagyzzar dolandyrdy.

GFR-de gymmatly kagyzzar bazarynyň esasy obýektleri bolup gymmatly kagyzzar çykyş edýärler. Nemes kanunçylygynda gymmatly kagyzzar düşüňjesi ýokdur, şonuň üçin edebiýatda getirilýän kesgitlemeler örän gümürtik bolup, köp babatda gymmatly kagyzzara “onda eýesiniň berkidilen hukuklaryny amala aşyrmak üçin oňa eýelik edilmegi zerur bolup duran resminamalar” hökmünde seredýärler. Nemes gazna biržasynyň iş tejribesi gymmatly kagyzzar düşüňjesine köpsanly individual 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 kagyzzar;

- hukuklaryň bellenen görnüşleri boýunça. Gymmatly kagyzzar bergi kagyzzaryna, oňa öňi bilen obligasiýalar degişlidir we paýly gymmatly kagyzzara bölünýär;

- alynýan girdejiňiň görnüşi we gaýtalanyşy boýunça. Şular tapawutlandyrylýar: pul bazarynyň bellibir pul möçberini bir gezek almaga hukugy tassyklaýan gymmatly kagyzzary, 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 bellibir harytlary almaga hukugy tassyklaýan gymmatly kagyzlary, olara, hususan-da, konsamentleri we ammar dil hatlaryny degişli edýärler.

Gymmatly kagyrlar bazarynda nusgawy gymmatly kagyrlaryň, 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%-ine eýeçilik edýärler, institusional maýa goýumçylar (olaryň paýyna 68% düşýär), döwlet (3%) we daşary ýurt maýa goýumçylary (16%) bolup durýar. Paýnamalaryň ähli şahadatnamalary diýen ýaly merkezleşdirilen depozitariýde 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, şahadatnamany 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 kagyrlar satyn alnanda we satylanda hukuklary bermek işini ýeňilleşdirýär we diňe ätiýaçlandyryş kompaniýalary atly gymmatly kagyrlary çykarmalydyrlar. Emma 1999-njy ýyldan başlap käbir nemes paýdarlar jemgyýetleri özleriniň görkezene bermek şertli paýnamalaryny atly paýnamalara çalşyryp başladylýar.

Paýnamalarda bellenen hukuklaryň görnüşi boýunça firmany dolandyrmaga ýa-da ses bermäge, paýdarlaryň ýylluk ýygnağyna, esasy

maýa artdyrylanda “ýaş” paýnamalary satyn almaga we girdeji almaga hukuk berýän adaty paýnamalara we diwidentleri birinji nobatda almagy göz önünde tutýan, ýöne paýdarlaryň ýygnaýynda 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 diwidentli paýnamalar, bu diwident adaty paýnamalara garanyňda ön 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 bellibir çäklendirmeler bardyr: olaryň umumy nominal bahasy adaty paýnamalaryň jemi bahasynda ýokary bolmaly däl. 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 ön dolanyşykda bolýan “köne” paýnamalar tapawutlandyrylýar. Olaryň arasyndaky tapawut kesilen nyrlaryň dürli bolmagyndan we olar boýunça dürli möçberlerde tölenýän diwidentleriň ululygyndan ybaratdyr. Täze paýnamalar boýunça diwidentler 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.

Bölekleyin tölegi geçirilen paýnamalar hem bolýar, olary emissiýa etmäge diňe ätiýaçlandyryş kompaniýalarynyň hukugy bardyr;

olaryň bahasynyň 25%-i maýa goýumçy tarapyndan tiz tölenmeli, galan bölegi bolsa, onuň garaýşyna görä tölenmeli paýnamalardyr, ýöne ol diňe paýnamalaryň bahasyny doly töläň halatynda paýdar bolup biler. Aýratyn hukuklary bolan paýnamalar bilen obligasiýalaryň simbiozyndan (garyşygyndan) ybaratdyr, ýagny ol boýunça hasaplanyp ýazylýan göterimiň iň pes möçberi kesgitlenýär, diwident tölenýär, kompaniýa ýapylanda ýatyrş girdejisine gatnaşmaga hukuk berilýär. Şunuň ýaly paýnamalaryň emitent üçin jedelsiz artykmaçlygy bardyr, çünki diwident 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 teklipe edilýän gymmatly kagyzzar bolup durýar. Bu paýnamanyň eýesiniň diwidentleri öz wagtynda almaga hukugy bardyr, onuň ses bermek hukugy bolýar, ýöne ony alty ýylyň dowamynda satmak hukugy ýokdur.

Paýnamalaryň maliýe guraly hökmünde Germaniýanyň ykdy-sadyýetinde ikinji derejeli ähmiýeti bardyr, olaryň paýyna gymmatly kagyzzar bazarynyň 40%-i düşýär. Emitentler we maýa goýumçylar paýnamada aýratyn artykmaçlyk görmeyärler: 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 kagyzzaryň arasynda obligasiýalar uly orun eýeleýärler, olar gymmatly kagyzzaryň 60%-ini emele getirýärler. Germaniýanyň gymmatly kagyzzar 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 2942 mlrd ýewro deňdir.

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 ýaşayyş 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 kanunalaýyklykda, girew listleri ýerleriň banklarynyň, žiromerkezleriň we ýöriteleşdirilen karz edaralaryň ýardam etmeginde ýerleşdirilip bilner. Girew listleri ýörite ýer reyestrinde 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 “sagdynlaşdyrmagyň” maksatnamasyny işläp taýýarladylar. Bu maksatnama köp möçberde ipoteka karz resminamalaryň emissiýa edilmegini, REX ipoteka indeksini we REHP ipoteka konýunkturasynyň indeksini işläp taýýarlamagy, ipoteka karz resminamalaryň kompýuter söwda ulgamyny giňeltmegi (IBIS-R), şeýle hem inlis dilinde çykýan “Pfandbriefs” žurnalynda girew listleri barada maglumatlaryň giňeldilmegini göz önünde 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 süýşürtingi kassalary bolup durýar hem-de olar tarapyndan emiterlenýär. 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 gö-



terim bilen çykarylýar, şeýle-de, bolsa soňky ýyllarda birnäçe karz resminamalary üýtgäp durýan göterim bilen we az mukdarda nol kuponly çykarylady; olar hereket edýän möhleti tamamlanandan soň üzmäge degişlidir we islendik şahs tarapyndan çäklendirilmedik mukdarda satyn alnyp biler. Şunuň ýaly gymmatly kagyzlaryň geç-ginliligi ýokary bolmaýar.

Gaýry bank bergi borçnamalary banklaryň borçnamalaryndan we žiromerkezlerden ybarat bolup, görkezilýän bergi borçnamalaryny, çalşylýan we opsiýa karz resminamalaryny öz 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 karz resminamalar – 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, üýt-gäp durýan göterim möçberli we nol kuponly borçnamalar we yzyna berilýän (obratimýý) borçnamalar degişlidir. Olar 1993-nji ýylda peý-da 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); uzulme möhleti 2 ýyldan 10 ýyla çenli bolan, orta möhletli we uzak möhletli gymmatly kagyzlar ýaly, aýratyn hukuklary bolan gymmatly kagyzlar we bergi listleri.

Germaniýada döwletiň gummatlykagyzlarynyň 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 gulluklar ulgamy (demir ýol edaralary, poçta), ýerleriň hökümetleri, ýerli häkimiýet edaralary (obşınalar we kommunalar) çykyş edýärler. Ýöne esasy karz alyjy bolup Federal hökümet çykyş edýär, döwletiň gymmatly kagyrlar bazarynyň jemi möçberiniň 80%-i onuň paýyna düşýär, 9,6%-i federal ýerleriň emissiýasyna degişlidir, munisipalitetler tarapyndan emitirlenýän karz resminamalarynyň paýy bolsa 0,1%-e deňdir. Iri döwlet emitenti bolup Federal poçta çykyş etdi, ähli karz resminamalarynyň 8%-i onuň paýyna düşýärdi, ýöne onuň hususlaşdyrylmagy bilen baglanyşykly, indi döwlet onuň hukuk oruntarlary tarapyndan çykarylýan bergi borçnamalary üçin jogapkärçilik çekmeýär, ýöne ozalky Federal poçtanyň dolanyşykdaky karz resminamalary üçin döwlet heniz hem öz ady, emlägi we salgyt gelip gowuşmalary bilen jogapkärçilik çekýär. Ýene bir iri emitent bolup ýörite döwlet gaznalary (10%) çykyş edýärler, olara Bergileri uzmek gaznasy, Nemes bütewiligi we Ýewropa ykdysadyýetini sagdynlaşdyrmak boýunça gazna degişlidir.

Gymmatly kagyrlary ýerleşdirmek boýunça hökümetiň işjeň syýasaty netijesinde döwlet obligasiýalary sektorynyň ähmiýeti barha ýokarlanýar. Döwletiň giňden ýaýran gymmatly kagyrlarynyň 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 möhletli 6 aý bolan federal gaznaçylyk borçnamalaryny çykardy. 1997-nji ýyldan “stripping”, ýagny maýanyň we 10 we 30 ýyllyk federal karz resminamalar boýunça göterimleriň aýratynlykdaky söwdasy ulanylyp başlandy. Ýewroobligasiýalar hem uly möçberlerde dolanyşykda bolýar. 1997-nji ýylyň ýanwarynda Germaniýada nemes markalarynda we Fransuz franklarynda denomirlenen parallel obliga-

siýalar çykarylady. Ähli gymmatly kagyzzar 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 eger-de möçber üýtgäp durýan bolsa ýylda iki gezek tölenýär.

Döwletiň gymmatly kagyzzarynyň käbir esasy görnüşleri barada giňişleýin durup geçeliň.

GFR-iň obligasiýalary – bu üzülmeli möhleti 5 ýyldan 40 ýyla çenli bolan uzak möhletli gymmatly kagyzzardyr; bu döwletiň ähli bergi gurallarynyň arasynda has geçginli we ýokary hilli kagyzzardyr. Şunuň ýaly gymmatly kagyzzaryň 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 ýa-da daşary ýurtly banklar, ätiýaçlandyryş kompaniýalary, maýa goýum gaznalary, hususy adamlar, daşary ýurtlaryň hökümetleri hem-de edaralary üçin olary özüne çekijii edýär.

Federal obligasiýalar – budöwletiň 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 çykarylýar; ähli obligasiýalaryň 90%-i görkezene bermek şerti bilen çykarylýar. Gymmatlykagyzzaryň bu görnüşini bazaryň gymmatly kagyzzaryna degişlidir, olara gazna biržalarynda nyrrh 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. Germaniýanyň federal banky konsorsiumda esasy orny eýeleýär we gazna biržalarynda interwensiýany amala aşyrmak maksady bilen,

obligasiýalaryň her goýberilişiniň 20%-e golaýyny satyn alýar. Obligasiýany 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 çykarylýar 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, ýerli häkimiýet edaralary, ýerleriň hökümetleri, poçta we demir ýol gulluklary tarapyndan çykarylýar olar orta möhletli we uzak möhletli gymmatly kagyzlara degişlidir. Ýerleşdirmegiň görnüşü we şertleri boýunça karz almak barada şertnamalara meňzeşdir, ýöne olaryň özbaşdak gymmaty bolýar we bellibir 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 bermeyärler, 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 girdeji bardyr we olar biržada dolanyşykda bolýarlar. 1996-njy ýyldan döwlet her çäryekde 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 göterimleriniň hasaplanyp ýazylyşy hem-de tölenişi bilen tapawutlanýarlar. “A” görnüşü boýunça göterimleri tölemek her ýylda amala aşyrylýar, hereket edýän möhleti 6 ýyl, “B” görnüşü boýunça göterimler bir ýere jemlenýär we üzülmeli möhleti gelende jemlenip tölenýär, şunda göterimiň möçberi 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 kagyzlara degişli bolup, olara gazna biržalarynda nyrh kesilmeýär we ikinji bazarlarda dolanyşykda bolmaýar.

### 8.2.41. Gymmatly kagyzzlar bazarynyň gurluşy

Germaniýanyň gymmatly kagyzzlar bazary birmeňzeş dälir we gymmatly kagyzzlaryň emissiýasyna baglylykda gymmatly kagyzzlaryň täze görnüşleriniň ýerlenýän birinji hem-de olary gaýtadan satmagyň amala aşyrylýan ikinji bazaryna bölünýär.

Gymmatly kagyzzlar bilen geleşikleriň geçirilýän ýerine baglylykda birža we biržadan daşary bazar bolýar, gymmatly kagyzzlaryň satuwlarynyň 90%-i olaryň paýyna düşýär. Düzgünleşdirmegiň derejesine, bazaryň “erkinligine” baglylykda nemes birža hukugy gymmatly kagyzzlar bazaryny üç segmente (bölege) bölýär:

- resmi bazar, ähli birža dolanyşygynyň 95%-ini tutýar, bu ýerde resmi nyrh kesmegiň esasynda gazna biržasynyň ýörite edarasy tarapyndan birža zalyna çykarylmaga rugsat berlen gymmatly kagyzzlar ýerlenýär, olaryň hümmeti birža dellaly tarapyndan bellenýär;

- düzgünleşdirilýän bazar, birža dolanyşygynyň 5%-ini tutýar, gymmatly kagyzzlary birža çykarmaga rugsat bermegiň ýeňillikli şertleriniň göz önünde tutulýandygy, hasabatlary çap etmek boýunça borçlaryň resmi bazara garanynda 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 kagyzzlaryň söwdasy geçirilýär.

1997-nji ýylda täze Bazar döredi, ol birža bazary bilen ugurdaş hereket edýär we Parižniň, Frankfurtyň, Brýusseliň we Amsterdamyň bazarlaryny birleşdirýär, onda geljegi bolan kiçi kompaniýalaryň paýnamalarynyň söwdasy geçirilýär.

Gymmatly kagyzzlar bazarynyň işiniň başlangyç nokady bolup, bellibir derejede birinji bazar hyzmat edýär. Esasy emitentler bolan döwlet, munisipalitetler, senagat kompaniýalary we karz institutlary gymmatly kagyzzlaryň emissiýasyny we olary ýerleşdirmegi amala aşyrýarlar, bu gymmatly kagyzzlar soňy bilen maýa goýumçylara düşýär ýa-da ikinji bazara geçýär. Gymmatly kagyzzlary netijeli ýerlemek we ýitgi töwekgelçiligini peseltmek üçin ýörite emissiýa konsorsiumlary döredilýär, olar gazna bazarynyň dürli institutlaryny we dürli maýa goýumçylary birleşdirýärler. Federal karz resminamalary

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, mahabatlandyрма çäreleri işlenip taýýarlanýar. Şu tapgyrda emissiýanyň prospektini işläp taýýarlamagyň, onda ähli zerur bolan maglumatlaryň göz önünde 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 şertnamaşynda 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 (gözegçi, barlag) görnüş, konsorsium bellibir 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 hem-de satmagy öz üstüne alýar, şunda emitent gymmatly kagyzlary satmakdan girdeji alýar.

Emissiýany ýerleşdirmek iki usul bilen, köpçülikleýin we hususy usullar arkaly amala aşyrylýar

Gymmatly kagyzlary köpçülikleýin ýerleşdirmek - kompaniýanyň öz ösüşi üçin bellän meýilnamalaryny durmuşa geçirmek üçin daşarky maýany çekmek maksady bilen, bazarda gymmatly ka-

gyzlaryny ýerleşdirmek bolup durýar. Ol gymmatly kagyzlaryň birinji goýberilişi üçin ýerleşdirilende, täze kompaniýa peýda bolanda ýa-da ýapyk paýdarlar jemgyýeti açyga öwürülende birinji bazar bolýar, gymmatly kagyzlaryň soňky emissiýalaryny 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 ön 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 hatynda ýazylyşyk geçirmek möhletinden ön bes edilip bilner. Ikinji ýagdaýda baha bellemek işine maýa goýumçylar çekilýär. Emissiýa prospektinde ýazylyşyga teklipl etmek üçin baha çäkleri kesgitlenýär, maýa goýumçylar bolsa satyn alynýan gymmatly kagyzlaryň möçberini kesgitläp, öz bahalaryny teklipl etmelidirler. Ýazylyşygyň ahyrky bahasy ähli teklipler seljerilenden soň emitent tarapyndan bellenýär. Gymmatly kagyzlary satyn almakda artykmaç hukuk, adatça, maýa goýumçylaryň uzak möhleti göz önünde tutýan tekliplerine berilýär. Erkin satuwlar emissiýa prospektini hökmany suratda çap etmek ýoly bilen bolup geçýär, ýöne gymmatly kagzyň hümmeti erkin bolmagynda galýar we islegiň hem-de teklibiň gatnaşygy bilen bellenýär. Bäsleşik usuly aukSIONlary geçirmek ýoly bilen köpçülikleýin ýerleşdirmegi göz önünde 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 tapawutlandyryrlar. 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 önünden belli bolan çakli toparynyň arasynda ýerleşdirmekdir. Şunuň ýaly ýerleşdirmek erkin satuwlar görnüşinde amala aşyrylýar.



Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň birinji bazarynda emissiýanyň umumy möçberiniň 25-40%-ini Federal konsorsium ýerleşdirýär, munuň üçin 0,875% möçberde konsorsial hak alýar, galan bölegi bäsleşik arkaly ýerlenýär, ol Bundes bankyň ýardam bermeginde ýerleriň (sebitleriň) federal banklary tarapyndan amala aşyrylýar.

Germaniýada birinji bazar birža bazary bolup durýar. Gymmatly kagyzlaryň ähli görnüşleri, muňa ýewroobligasiýalar girmeyär, 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-áýry 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 Ýewro-



pada 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 nokatlary ýa-da söwda assosiasiýalary tarapyndan dolandyrylýar. 1896-njy ýylda kabul edilen we 1975, 1986, 1989, 1996 we 1998-nji ýyllarda täzelenen, Biržalar hakynda kanunalaýyklykda 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 ministriliginiň düzüm bölegi bolup durýar. Hökümetiň özi gazna biržalaryna gözegçilik etmek (ýa-da olary düzgünleşdirmek) bilen meşgullanmaýar, diňe olaryň öz-özüni düzgünleşdirmeginiň kadalaryny makullaýar ýa-da makullamaýar. Germaniýada gazna biržalarynyň işine gymmatly kagyzlara nyrh kesmäge rugsat bermek meseleleri boýunça barlag bölümi, maklerler nokatlary 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 kagyzzar 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 kagyzzar bazarynda birža hyzmatlarynyň esasy görnüşleriniň biridir.

Tutuşlygyna alanyňda gymmatlykagyzzar bazaryna we hususan-da, gazna biržalaryna esasy gatnaşygy (1996-njy ýyla çenli ýeke-täk gatnaşygy) täjirçilik banklary bolup durýar, olar Germaniýada ýok bolan maýa goýum banklarynyň roluny ýerine ýetirýärler. Kanunçylyga laýyklykda maýa goýum işi babatynda diňe bank guramalarynyň müşderileriniň maliýe serişdeleri bilen işlemäge hukugy bardyr. Ýörite ygtyýarnamanyň esasynda olar gymmatly kagyzzary sakla-

mak, 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 kagyzzar 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 kagyzzar bilen geleşikleri geçirmekde uly tejribesi bardyr we bu Germaniýanyň gazna biržasy üçin kadaly ýagdaý hasap edilýär. Häzirki wagtda olar bilen bir hatarda gymmatly kagyzzar bilen amallary geçirmäge gymmatly kagyzzar boýunça bank däl kompaniýalaryň hem kanuny hukuklary bardyr (ýörite ygtyýarnama alan şertlerinde). Emma ýöriteleşdirilen maýa goýum firmalarynyň sany köp däl. Daşary ýurtly maýa goýumçylary ýa-da täjirçilik banklaryny içerki bazara çekmek ýurtda olaryň ygtyýarnama almaga borçludygy bilen çäklendirilýär, hatda olar karz bermeyän hem bolsalar ygtyýarnama almalydyrlar. Ýöne soňky ýyllarda gymmatly kagyzzar bazarynda maliýe konglomeratlaryň ähmiýeti artýar, olar gymmatly kagyzzar 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 ornuny ýerine ýetirýärler, öz hasaplaryna işleýärler we düzgünleşdirilýän hem-de erkin söwdada hümmeti kesgitleýärler;

- resmi hümmet maklerleri, olar dellallar ýaly professional araçylar bolup çykyş edýärler, Gazna biržalarynyň gözegçilik geňeşi tarapyndan bellenilýärler, gymmatly kagyzzar 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-da 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 ýylaryň ahyryndan başlap parket söwdasynyň paýy gyşarmyksyz azalýar we ýakyn geljekde onuň asla ýitip gitmegi hem ähtimaldyr. Gymmatly kagyzzar biržasynda söwda etmek isleýän adamlar ýa-da guramalar birža müdirliginden rugsat almalydyrlar. Başga ýagdaýda gymmatly kagyzzary 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 Bundesbanknyň üstünden geçirilýär.

Agentler we dilerler bazarlary bilen birža söwdasyny guramagyň görnüşleriniň sazlaşygy birža mehanizminiň esasy emele getirýär, 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 aktiw goýberilişler boýunça baha ortaça 30-40 gezek üýtgeýär, söwdasy edilýän aktiw 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 kagyzzar 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 orny 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 resminamalary 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 soňra bank listing işlerini amala agyrmak boýunça ýolbaşçylygy öz üstüne alýar. Gymmatly kagyzlaryň birža söwdasyna rugsat bermek baradaky gutarnykly çözüdi gymmatly kagyzlara biržada nyrh kesmäge rugsat bermek boýunça barlag guramasy çykarýar. Germaniýada gazna biržalary hakynda kanunda gymmatly kagyzzar söwda çykarmaga rugsat bermegiň bellibir kriterileri göz önünde tutulandyr: emitent kärhana haýyşnama bermezden ön azyndan üç ýyl bári işläp gelýän bolmalydyr; kompaniýanyň öz maýasy 3,5 mln ýewrodan az bolmaly däl; emissiýanyň çak edilýän hümmet bazasy 2,5 mln ýewro ýetmelidir; rugsat berilmegi göz önünde tutulýan paýnama bolan islegiň ýeterlik derejesini üpjün etmek üçin esaslyk maýanyň azyndan 125%-i ýerleşdirilmelidir; gymmatly kagyzzar bazarda erkin dolanyşykda bolmalydyr, şonuň üçin gymmatly boýunça olary bölmek

birža söwdasynyň islegini göz önünde tutmalydyr; ýyllyk hasabatlar bilen bilelikde aralyk hasabatlar hem çap edilmelidir; şu kompaniýa tarapyndan emitirlenýän her nominaldaky we her görnüşdäki paýnama birža çykarylmaladyr.

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 bellibir sagatlarda we bellibir 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 çykarylmaladygyny kesgitleýär. Diňe nyrh kesmäge rugsat edilen gymmatly kagyzlaryň söwdasy edilýär, rugsat bermegiň kadalary we kesilen nyrlary 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, ýeňilleşdirilen (loýal) kriteriýalary 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 däl. Emitirlenýän paýnamalaryň iň pes bahasy 0,5 mln. ýewrodan ýokary möçberde bellenýär.

2002-nji ýylda Maliýe bazarlary hakynda dördünji kanunalaýyklykda, 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 nyrz 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 kagyzzar üçin ýeke-täk ýokary standart döredilýär. Bu maýa goýumçylara aýdyňlygy kepillendirýär.

Birinji derejeli standart Ýewroda aýdyňlygyň has düýpli talaplaryny ýerine ýetirýär we kärhanalaryň nyrh kesilen paýnamalarynyň halkara we institusional maýa goýumçylar üçin tanyşdyrylmagyny ýeňilleşdirýär. Şonuň üçin Baş standartyň talaplaryna goşmaça emitentleriň 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 hem-de daşary ýurtlaryň maýa goýumçylaryny tanyşdyrmak. Ikinji wezipe has ähmiýetli bolup durýar, çünki maýalar bazarynda tehnologiýa pudaklaryň kiçi we orta kärhanalaryny mundan beýläk-de 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 tehnologiki 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 esasynda has geçginli iri Nemes kompaniýalarynyň 30 sanysynyň paýnamalary alyndy. Indekse girýän gymmatly kagyzlaryň sanawyna iki kriteriýadan, 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, DeutscheBank AG, DeutscheTelekom AG, Dresdener Bank AG, Henkel AG, Hoechst AG, Karstard AG, Linde AG, 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 ešelona degişli 70 sany iri kompaniýanyň paýnamalarynyň esasynda 1987-nji ýyldan hasaplap başladylar, bu kompaniýalaryň sanawyna DAX indeksinde bolşy ýaly, kriteriýalar-



den 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 kriteriýalary 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, dermançylyk, polat guýma, elektrotehnika, söwda, sarp edilýän harytlaryň önümçiligi, maşyn gurluşyk, ätiýaçlandyryş hem-de kommunal hyzmatlar) boýunça pudaklaýyn indeksler hasaplanýar.

CDAX (Composite DAX) indeksi 1970-nji ýyldan bäri hasaplanýar, ýöne beýleki indeksleriňki ýaly häzirkizaman 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 tehnologiki 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 tehnologiki pudaklaryň indeksi bolan NEMAX girizildi, ol tehnologiki pudaklaryň işiniň ähli ugurlarynyň paýnamalarynyň esasynda hasaplanýar. Onuň esasynda orta we kiçi kompaniýalaryň 50-siniň 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%-ini industrial kärhanalar, 25,2%-ini biotehnologiýa kärhanalary, 3,7%-ini maglumat, kommunikasiýa kärhanalary we 9,2%-ini beýleki tehnologiki pudaklaryň kärhanalary düzýär.

Mundan başga-da, ýene iki indeks hasaplanýar: Fec All Share, ol DAX indeksine goşulanlardan başga tehnologiki kärhanalaryň paýnamalarynyň bahasyny içine alýar we Classic All Share, ol DAX indeksine goşulan kärhanalardan başga ähli nusgawy pudaklaryň paýnamalarynyň bahasyny içine alýar.

Bergi borçnamalary bazary üçin Frankfurtyň biržasy birnäçe ýörite indeksleri hasaplaýar. Olaryň arasynda REX - Deutsche Rentenindex renta indeksi bar, ol 1991-nji ýylda peýda boldy. Onuň esasynda Federal hökümetiň we ýerleriň (sebitleriň), “Nemes bitewiligi” gaznasynyň we beýleki birnäçe ynamdar edaralaryň 6 aýdan 10,5 ýyla çenli möhletli ähli karz resminamalary, 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 konjunktura 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 karz resminama 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 bazaryna ýüz tutmalary beýleki ýurtlar bilen deňeşdirilende, örän çäklidir. Käbir ýurtlarda biržalar maliýe bazarlaryndan peýdalanyjylar üçin ähli hyzmatlary ýa-da olaryň köp bölegini “Bir üçeňiň 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, çykadjylary azaltmaga, töwekgelçilikleri dolandyrmagyň netijeliligini ýokarlandyrmaga mümkinçilik berýär. 1999-njy ýyla çenli Günbatar Ýewropanyň iri biržalarynyň ählisi özleriniň elektron aluw-satuw programasyňy döretmek bilen (Frankfurtyň biržasynda XETRA) doly elektronlaşdyrlydy. 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 düzgünleşdirilmeyär, ýöne Nemes birža geňesi 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 gymmat-

ly kagyzlary; daşary ýurt gymmatly kagyzlary, başgaça aýdanynda 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 belleniýär we resmi metbugatda çap edilýär.

Biržadan daşary dolanyşyk söwdanyň “Telefon boýunça” görnüşini göz önünde tutýar. Emma häzirkі 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 kagyžlar bazaryndan onuň hereketleriniň müşderileriň nirede ýerleşýändigine bagly dăldigi bilen tapawutlanýar, resmi we düzgünleşdirilýän söwdalar bolsa “parketde” geçirilýär. IBIS ulgamy ilki başda bankara maglumat ulgamy hökmünde 1989-njy ýylda dăredildi, 1991-nji ýyldan ol elektron söwda ulgamy hökmünde işläp başlady, onuň üsti bilen saýlanyp alnan paýnamalara, obligasiýalara we opsion kagyžlara 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 ýylyň noýabrynda geçirilip ugrady. Onuň üsti bilen 40 000 görnüş boýunça sekuntda 60-a golaý geleşik baglaşylyp bilner.

Häzirkі 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-servis ulgamy işe girizildi, onda “parket” söwdasynyň artykmaçlyklary elektron söwda ulgamynyň netijeliligi bilen gowy baglanyşdyrylandyr, XETRA bolsa, onuň logiki taýdan jemlenmesi boldy.

Umuman alanynda, bu ulgamda söwdalaryň guralyşyny şunuň ýaly göz önüne getirip bolar. Bankyň tabşyrygy makleriň skontisine (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 dälidir.

### **8.3.42. Gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek**

Germaniýada gymmatly kagyzlar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek ulgamy soňky ýyllarda görülen birnäçe çärelere garamazdan, beýleki ýurtlardaka garanynda gowşakdyr.

Maýa goýum işiniň barşyny düzgünleşdirmegiň berk dældigi şu faktorlar bilen düşündirilýär: gymmatly kagyzlary ýerleşdirmek boýunça iş bilen meşgullanýan kompaniýalaryň sanynyň köp dældigi (esasan, olar iri täjirçilik banklarydyr); bazarda institusional maýa goýumçylaryň doly agalyk etmegi; tutuşlygyna alanynda gymmatly kagyzlar bazarynyň ösen dældigi.

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 hem-de oňa gözegçilik etmegiň ulgamlary hakynda kanunyň taslamasyny ara alyp maslahatlaşmaga hödürledi, ol Ýewropa Birleşiginiň kanunçylygy bilen bilelikde ilkinjy gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmegiň 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. 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 kagyzzar bazaryna gözegçilik edýän federal edaralary döretmek; gymmatly kagyzzar bilen içerki amallar babatynda birnäçe gadagan etmeleri girizmek; has berk bellige alynylyşygy geçirmek we bellige alnan kompaniýalaryň paýnamalaryny baş saklaýjylarynyň talap etmegi boýunça maglumatlary açmak ýoly bilen gymmatly kagyzzar 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 beýany tapdy.

Kanunçylyk namalarynyň birinde, ýagny gymmatly kagyzlaryň söwdasy hakynda kanunda (1994 ý.) gymmatly kagyzzar bilen amallara gözegçilik ulgamy bellenildi, gazna bazaryna gözegçilik etmegiň birnäçe derejesi bölünip görkezildi.

1. Federal dereje, onda gözegçilik gymmatly kagyzlaryň söwdasy-na 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 kagyzzaryna 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 ministriligine tabyndyr. Federal edarany maliýeleşdirmek gymmatly kagyzzar bazaryna professional gatnaşyjylaryň hasabyna amala aşyrylýar. Gymmatly kagyzzar boýunça geňiş maslahat beriji edaranyň wezipesini ýerine ýetirýär, onuň baş maksady gymmatly kagyzzar bazarynda düzgünbozmalary ýok etmek bolup durýar. Munuň üçin ol birža bazarynda we biržadan daşarky bazarlarda gymmatly kagyzzar bilen geleşiklere gözegçiligi amala aşyrýar; geçirilen geleşikler we olara gatnaşyjylar barada goşmaça

maglumatlary toplayar; daşary ýurtlaryň gözegçilik edaralary bilen hyzmatdaşlyk edýär; kanunçylygyň bozulan halatlary ýüze çykaryl-  
landa işleri prokuratura geçirýär; kadalaşdyryjy namalar taýýarlananda, birža we bazar gurluşlaryna gözegçilik amala aşyrylanda ýa-da beýleki meseleler boýunça Federal agentlige gözegçilik edýär hem-de geňes esasynda dolandyryr. Gymmatly kagyzzar boýunça geňese 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 edara ediş-hukuk gözegçiligini we gündelik gözegçiligi amala aşyran döwlet edaralary bolup durýarlar. Olar gymmatly kagyzzar bilen geşiklere seredýän gözegçilik edaralarydyr, hususan-da olar gymmatly kagyzzaryň hümmetiniň dogry bellenendigini barlaýarlar we dellallaryň içine gözegçilik edýärler, şeýle hem hukuk bozulmalary ýüze çykarylada degişli kazyýetlere yüz tutmaga hukugy bolan, biržany döretmek barada rugsat hem-de ony ýatyrnak barada görkezme berýän edaralara bölünýärler. Mundan başga-da, ýerleriň hökümetleri temmi (sanksiýalar) komitetlerini döretmäge hukuklary bardyr, olar jerime salyp bilýärler ýa-da söwdalary geçirmeginiň tertibini we kadalaryny bozan professional gatnaşyjylary söwdalara gatnaşmakdan çykaryp bilerler.

3. Birža derejesinde gymmatly kagyzzaryň söwdasyna gözegçilik etmek boýunça bölümler bolýar, ony biržanyň özi döredýär. Bölümiň agzalary birža geňesi tarapyndan, biržanyň ýolbaşçylygynyň teklibi boýunça we birža gözegçilik edýän degişli edaralaryň razyçylygy bilen bellenilýär. Gymmatly kagyzzaryň söwdasyna gözegçilik etmek boýunça bölüm, gymmatly kagyzzar bilen amallara gündelik gözegçiligi amala aşyryr, hususan-da, birža amallary barada maglumatlary ýygnaýar, nyhlaryň dogry kesilişine gözegçilik edýär, birža däpleriniň berjaý edilişine seredýär we beýleki birnäçe wezipeleri yerine ýetirýär.

4. Bank derejesinde gymmatly kagyzzaryň söwdasyna gözegçilik etmek boýunça bölümler bolýar. Şu bölümleriň esasy wezipesi maglumat akymalaryny dolandyrmak we gymmatly kagyzzar bilen amallary geçirýän gullukçylaryň özlerini dogry alyp baryşlaryna gözegçilik et-

mek bolup durýar. Deutsche Bank, Deadener BANK, Kommerz bank ýaly iri täjirçilik banklarynda gözegçilik gulluklary eýýäm döredilendir, uly bolmadyk we ortaça banklarda şeýle gulluklar döredilýär. Bu gulluklaryň gözegçilik obýektleri diňe bir gymmatly kagyzzar 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 kagyzzaryň reýestrini - sanawyny döretmek, şol sanawlar boýunça aýratyn gözegçilige degişli maglumatlar hem-de ynam bolan bölekleri – bank boýunça maglumatlaryň aýlanýan çäkleri. Reýestre girizilen gymmatly kagyzzar boýunça maglumata berk gözegçilik edilýär. Ýapyk maglumatyň bolmalysy ýaly, peýdalanylmazlygynyň önüni almak üçin olara çäklendirmeler bellenip bilner. Gözegçilik reýestri, ol gymmatly kagyzzaryň işgärleriň köpüsi üçin ýapyk sanawdyr, bu barada bankda bar bolan maglumatyň olaryň hümmetine täsir etmäge we bankda konflikt döretmäge ukyplydyr. Stop reýestr – gymmatly kagyzzarynyň açyk sanawy bolup durýar, şol kagyzzar bilen amallara täjirçilik banklary çäklendirme goýýarlar. Ynam zolaklary gözegçilik guraly bolup hyzmat edýär. Gözegçilik gullugy bankyň funksional birlikleriniň işgärleriniň gymmatly kagyzzar bilen amallar geçirilende, 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-özlери düzgünleşdirmekleri boýunça kadalary makullaýar. Germaniýada gazna biržalarynyň işine gymmat kagyzzara rugsat bermek we nyrh kesmek meseleler boýunça barlag bölümleri, maklerler jemgyýeti we birža müdiriýetleri ýolbaşçylyk edýärler.

Sebitleýin we ýerli häkimiýet edaralarynyň munisipal gymmatly kagyzzary çykarmak boýunça işlerine gözegçilik olaryň özlери ta-



rapyndan, jogapkärçiligi öz üstlerine almak bilen geçirilýär. Emma şunda şu şertler berjaý edilmelidir. Bergi borçnamalarynyň goýberilişi taýýarlananda ähli derejedäki administrasiýalardan karz almalaryň iň ýokary çäginä görkezmek bilen şu ýyl üçin deňeçerlenen munisipal býujeti we geljek ýyl üçin meýilnamany bermek talap edilýär. Munisipalitet býujeti makyllamak üçin ýeriň dolandyryjy bölümlerine berýär, ol bolsa býujeti hökümetde tassyklatmalydyr. Federal ýerleriň karz resminamalarynyň ýerleşdirmek diňe olaryň başýyllyk 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, aktiwleriň we passiwleriň gurluşy boýunça talaplaryň berjaý edilişine gözegçilik etmek bilen Maliýe ministrliginiň tabynlygyndaky karz edaralaryna gözegçilik müdirligi meşgullanýar. 1944-nji ýyla çenli GFR-de gymmatly kagyzzar bazary boýunça barlag bölümi hem ýokdy, häzirki wagtda bolsa gymmatly kagyzzar bazary boýunça federal barlag bölümi hereket edýär, ol gymmatly kagyzzar 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 kagyzzar 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 töwegelçiligini çäklendirmek wezipeleri göni bölüşdirmek ýaly “hirurgiýa” çäreleri bilen däl-de, banklaryň gymmatly kagyzzara agdyk maýa goýmaklaryny höweslendirmeyän, “Içine goşulan” çäklendir-



meleri 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 kagyzzar boýunça kanunçylyk kadalary Ýewropa Birleşiginiň maliýe bazarlaryna degişli dürli görkezmeleriniň (direktiwalarynyň) talaplarynalaýyk getirildi: Maýa goýum işi hakynda kesgitli 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 kagyzzar bazaryny düzgünleşdirmegiň esasy hukuk kadalary häzirkî wagtda gymmatly kagyzzar 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 gelyän 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 kagyzzaryň söwdasyna gatnaşmaga rugsat bermegiň, emitentleriň jogapkärçiliginiň hukuk kadalary degişlidir. “Gazna bazaryna gymmatly kagyzzary çykarmaga rugsat bermegiň kadalary we “Möhletli şertnamalary birža çykarmaga rugsat bermegiň kadalary”, “Gymmatly kagyzzaryň birža bahasyny bellemek hakynda” kararlar birža kanunyna goşmaça hereket edýärler. Şuňa laýyklykda gymmatlykagyzzar 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 netijeli bäsleşmek üçin Germaniýada gazna biržasy kompaniýasy döredildi. Onuň esasy wezipesi bazarda reforma geçirmek we onuň hereket etmeginiň ýeke-täk kadalaryny girizmek bolup durýar.

## IX BAP

### BEÝIK BRITANIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

#### 9.1.43. Bazaryň gurluşy

Britaniýanyň gymmatly kagyzlar bazary – döp 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 böleginiň millileşdirilmeginiň aýrylmagy häzirkizaman gazna biržasynyň ösmegine, hususan-da, ýurduň ykdysadyýetiniň hususy sektorynyň birža arkaly maýalaşmagyna ýaram 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%-ini, paýnamalar bolsa 56%-ini tutýar. Häzirki wagtda bu proporsiýalar ujypsyz derejede üýtgedi.

Beýik Britaniýanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň gurluşy birinji we ikinji bazarlary, şeýle hem gazna gurallarynyň we operasiýalarynyň görnüşleri boýunça köpsanly bazarlary içine alýar, olar bu ýurtda beýleki ýurtlara garanyňda örän köpdürlüdür.

Döwlet obligasiýalaryny birinji gezek ýerleşdirmek köpçülikleýin ýazylyşyk (auksion) arkaly hem, ýapyk tekliplik (tender) arkaly 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, häzirkî 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 depozi-tariý 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 gural-larynyň birža söwdasy giňden ösendir. Londonyň gazna biržasynda daşary ýurtlaryň kagyzlarynyň esli bölegi dolanyşykda bolýar. Bu ýerde dolanyşyk möçberi boýunça kiçi bolan erkin bazar hem bar. Biržada geleşikleri geçirmegiň awtomatlaşdyrylan elektron ul-gamyndan peýdalanylýar.

Birža söwdasy Beýik Britaniýanyň gazna bazarynyň jemi dolanyşygynyň düýpli bölegini tutýar. Ýurtda gazna biržalary döwletiň ýerine ýetiriji häkimiýet edalarynyň gözegçiligi astynda döredilýär. Şeýle-de bolsa, birža instituty öz-özünü 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 köpçüligе satýan kompa-niýalar üçin hasabatlylygyň ýokarda agzalan kompaniýalar hakynda kanunda, şeýle hem 2000-nji ýylda kabul edilen maliýe hyzmat-lary we bazarlary hakynda kanunda bellenen umumy kadalar bilen düzgünleşdirilýär. Birža işi, köplenç, öz-özünü düzgünleşdiriş gura-malary tarapyndan dolandyrylýar.

Beýik Britaniýanyň häzirkizaman birža ulgamy alty gaz-na biržasyndan, takyk aýdylanda (1972 ý. bäri) Londonyň gazna biržasynyň Londonda, Birmingemde, Mançesterde, Lidsde, Belfast-da 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) goşulyşmagy bolup geçdi we köpçülikleýin korporasiýa derejesi IX milletara inlis-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 öwürldi, 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 durýar; soňra beýleki gazna biržalarynyň agzalary hem kontragent boldular. Wagty tygşytlamak maksady bilen geleşikler “Jentlmen ylalaşyklarynyň” esasynda, ýagny dil üstünden baglaşylýar. Diňe şertnamalaryň aýry-aýry, has möhüm jähtleri ýazylyp bellemäge degişlidi. Jobberler pudaklaýyn we ýurt ýörelgeleri boýunça gymmatly kagyzlarda ýöriteleşýärdiler.

Maklerleriň, 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. Olaryň ählisi ähli wezipeleri ýerine ýetirip başladylar. Ses bermek hukugy şahsy taraplardan korporasiýalara geçdi. Maklerçilik firmalary gazna amallaryny geçirmekde monopol hukugy ýitirdiler, 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 başladylar, 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 Günübatar Ýewropanyň beýleki ýurtlarynyň gazna biržalarynyň işini kämilleşdirmek üçin itergi boldy.

Nyrh kesilen paýnamalar bilen geleşikleriň arasynda möhletli, ýagny alyp-satmak amallar agdyklyk edýär. Olar boýunça töleg möhleti ilki başda 14 iş gününe deň bolup, soňra 10 güne çenli, 1995-nji ýylda bolsa 5 güne çenli azaldy. Bu, esasan, opsiýon 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 ulamynyň üstünden amala aşyrylýar.

Birža geňeşi gazna geleşikleriniň in pes çäklerini hem belleýär: adaty paýnamalar we obligasiýalar üçin 1 müň funt sterling, beýlekiler üçin lot gymmatly kagyzlaryň azyndan yüz 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 möçberleri we ş.m. barada talaplar bildirilmeyär. Ýüztutmanyň ýanyna bellenen sanawdaky resminamalar bukjasy goşulýar. Listing boýunça barlagçylar tarapyndan bu resminamalara gözegçilik geçirilip, olar makullanandan soňra 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 geňeşiniňrazylygy 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 döp 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 peýdalanyjlara bolsa market-meýkerleriň üsti bilen geleşikler geçirmäge mümkinçilik berdi. Müşderileriň ýüztutmalary gowy baha diýilýän boýunça ýerine ýetirilýärdi we awtomatik usul bilen bellige alynýardy.

#### **9.2.44. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygy**

Beýik Britaniýada döwlet obligasiýalarynyň bazary ýeterlik de-rejede uly bolup, dolanyşyk möçberi boýunça ABŞ-nyň soňa meňzeş bazary bilen deňeçerdir. Döwlet borçnamalary içkeri karz almalaryň jemi möçberiniň 90%-e golaýyny tutýar. Olaryň gurluşy, Amerika-daky 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 degişlidir.

Obligasiýalary ol ýa-da beýleki segmente degişli etmek şol kagyzyn 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 kesgitlenýändigini bolup durýar. Şeýle ýagdaýda hökümet bazaryň konýunkturasyna baglylykda üzülmeli möhleti özünde üýtgedip biler.

Bellenen maksady boýunça döwlet karz resminamalary gaznaçylyk, maliýe, harby, konwersiýa, jemlenen we ş.m. karz resminamalara bölünip bilner. Gysga möhletli çalşylýan obligasiýalar hem bar, olar şertleşilen wagtda olary uzak möhletli döwlet kagyzlaryna çalyşmaga mümkinçilik berýär. Indeksirlenen obligasiýalary ýurtda has hem meşhurdyr, olaryň göterim möçberi esasy sarp ediş harytlarynyň bahalaryna baglanandyr we hümmetsizlenmegiň gündelik depginlerinden 2-4% ýokarydyr.

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 çäryekde bir gezek tölenýär. Altyn jähekli obligasiýalar kagyz däl esasyda 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.



Maýa goýum başleşiginde ýerleşdirmek obligasiýalaryň uly goýberilişleri üçin häsiýetlidir. Onuň öňünden köpçülikleýin habar beriş serişdelerinde geljekki emissiýa barada giňişleýin habar berilýär. Maýa goýum başleşigini guraýjy, ýagny Angliýanyň bankynyň Altyn jähekli obligasiýalar boýunça merkezi müdirligi gatnaşyjylaryň bäsleşikli we bäsleşiksiz ýüztutmalaryny kabul edýär. Olaryň birinjisiniň in pes möçberi 500 müň funt sterling möçberde, ikinjisiniňki 1 müňden 500 müň funt sterlinge çenli bellenýär. Bäsleşikli ýüztutmalary kanagatlandyrmak yüz tutýanlarynyň bahalary boýunça geçirilýär, şonuň üçin hem olaryň bir bölegi maýa goýum başleşigine çykarylan obligasiýalaryň sanynyň ýeterlik bolmazlygy sebäpli kanagatlandyrylman bilner.

Bäsleşik däl ýüztutmalar ozal kanagatlandyrylan bäsleşikli ýüztutmalaryň ortaça ölçenen bahasy boýunça kanagatlandyrylýar. Ýerlenmedik obligasiýalar Angliýanyň bankynyň bukjasynda galýar. Yzyna almak boýunça maýa goýum bäsleşikler 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 häzirkizaman elektron hasaplaşyk we haryt ibermek ulgamlaryny peýdalanmak bilen bolup geçýär.

Döwlet obligasiýalarynyň nobatdaky birinji gezek ýerleşdirilmegi tamamlanan gününden soňky gün şol kagyrlar boýunça ikinji söwdalar başlanýar. Bu söwdalar Londonyň gazna biržasynda geçirilýär; altyn jähekli obligasiýalar boýunça market-meýkerler esasy gatnaşyjylar bolup durýarlar, olaryň ýarysyndan gowragy daşary ýurtlaryň karz-maliýe 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 getirýärler. 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 süýşürtingiler 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 tölemekden 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-nji ýyllarda döwlet emlägini hususlaşdyrmagyň 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 kagyzzlar, şeýle hem kollektiwleýin maýa goýum gurallary dolanyşykda bolýar.

Adaty paýnamalar, düzgün bolşy ýaly, gymmatly kagyzzlar 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 ýygnaгыnda bir ses hukugyny berýär; aýry-aýry emitentler paýnamalaryň artyşyna görä sesleriň azalmagyny belleýärler. Adaty paýnamalary saklaýjy-

lara, ses bermek hukugyndan başga-da, diwidentler görnüşinde peýda almak we şu kompaniýanyň paýnamalarynyň täze goýberilişlerini ilkinji nobatda, köplenç, ýeňillikli şertlerde, satyn almak babatynda hukuk berilýär.

Çykarylýan “altyn” paýnamalar olaryň eýelerine bellibir artykmaçlyk berýär; olar kompaniýalary esaslandyryjylar we saklaýjylaryň käbir beýleki toparlary üçin niýetlenendir.

Aýratyn hukukly paýnamalar diwidentleriň birinji nobatda berilmegini we durnuklylygy we kompaniýa ýatrylanda emlägiň bir bölegine hukuk babatda bellibir 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 görnüşü 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 diwidentler 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 bellibir baha boýunça we bellibir möhletde adaty paýnamalara öwrülip bilner.

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 kagyzzlar 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 dolandyýarlar, alnan girdejileri goýumçylaryň arasynda paýlaýarlar.

Paýly trastlar konýunktura baglylykda hemişe we çäklendirilmedik möçberde özleriniň gymmatly kagyzlaryny goşmaça çykarmagy ýa-da satyn almaga amala aşyrýarlar. Olar howandarlar (iri banklar we ätiýaçlandyryş kompaniýalary) tarapyndan dolandyrylýar we düýp manysy boýunça ABŞ-nyň aýyk görnüşli maýa goýum kompaniýalaryna meňzeşdir.

Maýa goýum trastlary öz payýnamalaryny hemişe we çäklendirilmedik möçberde çykarmagy (satyn almagy) amala aşyryp bilmeýärler, çünki olaryň bellibir derejede üýtgemeyän esasylyk 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 Britaniýanyň 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 aktiwler bilen üpjün edilip bilner, 1986-njy ýylda kabul edilen Batyp galmak hakynda kanunda görkezilen ýagdaýlar muňa girmeyär. Ikinji we üçünji toparlara degişli obligasiýalaryň goýberilişi emitentiň aktivi 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, çalşylyan 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 ýeňillikli 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, opsiýa 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.

### **9.3.45. Bazary düzgünleşdirmek**

Beýik Britaniýada gymmatly kagyzlaryň bazary döp bolup gelşine görä, köplenç, oňa gatnaşyjylaryň özleri tarapyndan düzgünleşdirilýär.

Söňky 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 ýygnaclaryň çagyrylmaly möhletlerini we tertibini, şeýle hem paýdarlaryň ynanýan adamlaryny bellemegiň tertibini belleýär. Insaýderler 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 kagyrlar babatynda gulluk maglumatlarynyň ynsapsyzlyk bilen peýdalanylandygy üçin jenaýata çekmegi göz önünde tutýar.

Maliýe hyzmatlary hakynda kanun gymmatly kagyrlar bazaryndaky hünärmençilik işi, maliýe we döredilen gurallary, şol sanda

geňeş hyzmatlaryny etmegi ygtyýarlylandyrmagyň hökmandygyny belleýär; obýektiw maglumatlaryň gizlenendigi we maýa goýumçylary ýalňyşdyryp biljek maglumatlaryň ýaýradylandygy jogapkärçiligi belleýär.

Ýokarda görkezilen kadalaryň berjaý edilişine gözegçilik etmek, esasan, öz-özünü düzgünleşdiriş guramalarynyň ygtyýarlygyna degişlidir. 1997-nji ýyla çenli ýurtda düzgünleşdirmek boýunça esasy edara bolup gymmatly kagyzzar we maýa goýumlar boýunça geňeş çykyş edýärdi, häzirki wagtda ol maliýe hyzmatlary boýunça geňeş diýlip atlandyrylýar. Onuň düzümine bazara professional gatnaşygy bolup durýan dürli guramalaryň wekilleri girýär. Geňeş täjirçilik kompaniýasy däl, 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-özünü düzgünleşdirýän guramalara we ykrar edilen biržalara bölüp bolar. Olar Maliýe hyzmatlary boýunça geňeş tarapyndan özlere berlen bellibir wezipeleri ýerine ýetirýärler. Hususan-da, gymmatly kagyzzar 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 dolandyryýar.

Angliýanyň banky öz abraýyna daýanmak bilen, döwlet obligasiýalarynyň bazaryny düzgünleşdirýär, market-meýkerleriň işini ygtyýarlylandyrýar we gözegçilik edýär, Londonyň gazna biržasyna agzalyga girýänlere maslahat (rekomendasiýa) berýär. Maliýe bazarynyň hünärmen 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 getir-

meýär, ýöne bazara hünärmen gatnaşyjylyk üçin ýaramaz netijelere getirip biler, çünki olar öz-özüni dolandyryş guramalarynyň bolmandaky biriniň agzasy bolup durýar.

Maliýe bazarlaryny dolandyrmak boýunça düzgünleriň geljekki ösüşi 2000-nji ýylda maliýe hyzmatlary we bazarlary hakynda kanunyň peýda bolmagynyň öňünden kesgitledi, bu kanunalaýyklykda maliýe hyzmatlary boýunça geňiş 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 asyrylyk döpler häzirki wagtda ösüşiň häzirkizaman meýillere öz ornuny berýär.

## **X BAP**

### **FRANSIÝANYŇ WE ITALIÝANYŇ GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY**

#### **10.1.46. Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazary**

Birinji bazar. Fransiýanyň gymmatly kagyzlar bazary Ýewropa-da 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 asyrdaky 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 geçýär. 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 möçber-

de kolonial welaýatlaryň bolmagy bilen kesgitlenýändigini, 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 infrastrukturyň 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 kagyrlar bazary Fransiýada resmi taýdan 1961-nji ýylda döredildi. Bu ýerde araçy hökmünde täjirçilik banklary tarapyndan döredilýän emission birleşikler (sindikatlary) hereket edýärler, olar bellibir senä görä ýa-da bellenen möhletin dowamynda anderraýting (ýazylyşyk) geçirýärler. Bu birleşikler 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 kagyrlar bazarynyň aýratynlygyny şertlendirýär. Birleşikler gymmatly kagyrlaryň çykarylan ähli möçberine önünden bellenen hümmet boýunça ýazylyrlar we olary öz agzalarynyň arasynda paýlaýrlar. Ýerleşdirmek töwekgelçiligini paýlamak üçin kepillendiriş birleşik hem döredilýär, ol diňe kagyrlaryň ýerleşdirilmedik bukjalaryna ýazylmak bilen, gymmatly kagyrlary ýerleşdirýär. Emission we kepillendiriş birleşikleriniň özara hereketleri bilen Fransiýanyň birinji biržadan daşary bazarynda täze emissiýalaryň ýerleşdirilmegi üpjün edilýär.

Emission birleşik iki görnüşli bolýar: Pariž birleşigi, ol beýleki agzalar üçin raýdaşlyk jogapkärçiligini çekýär, Lion birleşigi bu jogapkärçiligi inkär edýär.

Anderraýtingden (ýazylyşyk) başga-da, birinji bazarda “köpçülikleýin teklipl” hem hereket edýär, şunda başlangyç bilen çykyş edýän topar banklaryň wekilçiliginde maýa goýumçylaryň ornunda çykyş edýän kanuny we şahsy taraplara gymmatly kagyrlaryň täze emissiýasyny satyn almagy teklipl edýär.

Birinji bazarda emitentler hökmünde, düzgün bolşy ýaly, obli-



gasiýalaryň we karz resminamalaryň täze emissiýalarynyň hasabyna özüniň önümçilik enjamlaryny we tehnologiýalaryny täzelemek üçin pul serişdelerini jemlemek isleýän iri senagat, söwda we ulaglar kompaniýalary çykyş edýärler. Maýa goýumçylaryň ornunda bolsa, düzgün bolşy ýaly, depozit we işewürlük banklary, ätiýaçlandyryş kompaniýalary, hususy pensiýa gaznalary we ş.m. çykyş edýärler. Şu bazarda ýuridiki 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 yüz öwürdi we ony Gazna dellallarynyň assosiasiasynyň 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 kagyrlar bazarynda gymmatly kagyzlaryň nusgawy görnüşleriniň ähli görnüşleri (paýnamalar, obligasiýalar), döredilen gymmatly kagyrlar, şeýle hem maliýe gurallary dolanyşykda bolýar. Gymmatly kagyrlar bazaryna (birinji we ikinji bazarlar) döwletiň gymmatly kagyrlarynyň agdyklyk etmegi häsiýetlidir; gaznaçylyk bonlarynyň emissiýasy giňden ýaýrandyr, olaryň bir bölegi ilat tarapyndan, beýleki bölegi karz-maliýe institutlary tarapyndan satyn alýynýar. Döwlet gaznaçylyk bonlarynyň şertlerini, möhletini, göterim möçberlerini, salgyt salnyşyny üýtgetmek bilen olaryň gymmatly kagyrlar 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 kagyzzar bazarynda hususy kagyzzar hökmünde paýnamalar we obligasiýalar dolanyşykda bolýar. Olaryň köp bölegi, esasan hem obligasiýalar, birinji bazaryň üstünden geçýär.

Gymmatly kagyzzar 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 kagyzzara goýlupdyr. Gymmatly kagyzzary saklaýjylaryň paýy 3,5 mln, adama deňdi, şol döwürde ABŞ-da ilatyň gymmatly kagyzzara goýan pul süýşürtingileriniň 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 döp bolşuna, görä banklara goýum goýmagy we altyn satyn almagy gymmatly kagyzzardan 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 kagyzzara goýum goýmagyny höweslendirmek üçin, Ikinji Jahan urşundan soň ilatyň çekilen serişdelerini gymmatly kagyzzary satyn almak üçin peýdalanýan ýörite edaralar döredildi.

Fransiýanyň birinji gymmatly kagyzzar 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 süýşürtingilerini gymmatly kagyzzar bazaryna gönükdirmek üçin, kärhanalaryň we kompaniýalaryň çäklerinde kärhanalaryň süýşürtingiler meýilnamasy diýilýänler gu-

raldy, olar işçileriň dürli hajatlary üçin (maýyplyk, aradan çykma-gy, pensiýada ideg edilmegi) zähmet hakynyň goşmaça gaznalaryny döretmegi göz önünde tutuldy. Bu gaznalaryň serişdeleri banklaryň süýşürintgi hasaplarynda saklanyp, şol kärhananyň paýnamasyny hem goşmak bilen, gymmatly kagyzlary satyn almaga gönükdiril-ýärdi. 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 ilkibaşdaky 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, trans-milli korporasiýalar, maýa goýumçylar bolup transmilli banklar, ätiýaçlandyryş we maýa goýum kompaniýalary, hususy pensiýa gaz-nalary çykyş edýärler.

1999-njy ýylda amallary elektronlaşdyrmak meýillerini nazar almak bilen, Parižiň gazna biržasynda elektron söwda meýdançasy (NSS) döredildi. Onda birinji we ikinji bazarlar, şeýle hem döredi-len 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 bütewi söwda ulgamy döredildi.

### **10.2.47. Italiýanyň gymmatly kagyzlar bazary**

Bazaryň ösüşiniň umumy meýilleri. Italiýanyň gymmatly kagyzlar bazary onuň ykdysadyýetini maliýeleşdirmegiň möhüm çeşmeleriniň biridir. Onuň ösüşi Italiýanyň ykdysadyýetiniň aýratynlyklary bilen kesgitlenýär. XIX asyryň ahyryna çenli Italiýa yzagalak agrar ýurt bo-lup durýardy; kapitalistik bazar gatnaşyklarynyň çalt depginler bilen ösüşi 1870-nji ýyllardan başlanýar. Içerki bazaryň darlygy, ýeterlik derejede çig mal we ýangyç binýadynyň bolmazlygy, 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 Jahan urşunda Italiýa Antantanyň tarapyndan bolup gatnaşdy, şunda özüniň daşarky we ykdysady syýasatyny ösen ýurtlaryň, hususan-da, Angliýanyň we Fransiýanyň syýasatyna uýgunlaşdyrdy. Bu Italiýanyň ykdysadyýetiniň ösüşinde we gurluşynda bellibir yz galdyrdy. Ýurduň birinji Jahan urşuna gatnaşmagy önümçiligiň we maýanyň bir ýere jemlenmegini düýpli çaltlandyrdy. Agyr senagatda Ansaldo, awtomobil senagatynda Fiat, harby senagatda Breda ýaly iri kompaniýalar, banklar we ätiýaçlandyryş kompaniýalary gutarnykly emele geldi. Paýnamalaryň we obligasiýalaryň uly möçberlerde çykarylmagy gymmatly kagyzzar bazarynyň giňelmegine ýardam etdi. 1922-nji ýylda faşistik diktaturanyň guralmagy 1930-njy ýyllarda ykdysadyýetiň harbylaşdyrylmagy senagatyň mundan beýläk hem ösmegini hem-de senagatda ýarym döwlet we hususy kompaniýalaryň peýda bolmagyny şertlendirdi, bu bolsa gymmatly kagyzzar bazarynyň ösmegi üçin amatly şertler dörettdi. Şol döwürde hususy kompaniýalar, şeýle ýarym döwlet kärhanalar tarapyndan gymmatly kagyzzaryň emissiýasynyň giňeldilmegi bolup geçýär. 1925-1931-nji ýyllarda gymmatly kagyzzaryň bahasy (hususy we döwletiň gymmatly kagyzzary) 500 mln dollardan gowrak boldy; şunda 200 mln dollarlyk kagyzzary Amerikan kompaniýalary satyn aldy. Täjirçilik banklary esasy maýa goýumçylar boldular, olar öz depozitleriniň we gündelik hasaplarynyň 80%-ini 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 çykadjalaryň bir bölegini gymmatly kagyzzaryň emissiýasynyň hasabyna maliýeleşdirdiler. 1920-nji ýyllarda hususy obligasiýalaryň iri emitentleri Edison, Merdionale (elektrotehnika), Terni (metallurgiýa), Boreda (harby) kompaniýalary boldy; olaryň

emissiýasynyň umumy möçberi 47 mln dollara deň boldy. Uly Italiýan kompaniýalary tarapyndan çykarylan paýnamalaryň bahasy 115 mln dollara deň boldy. Bu paýnamalaryň bir bölegi ABŞ-nyň kompaniýalary, beýleki bir bölegi bolsa Italiýanyň özüniň karz institutlary we kompaniýalary tarapyndan satyn alyndy. Hut şu döwürde Italiýanyň ykdysadyýetiniň monopolistik gurluşlary aýdyň emele gelip ugraýar, bu ýerde Fiat, Edison, Pirelli, Italcementi, Montekatini, ESSO, Olivetti, Snia-Viskosa, Eridenia, SME ýaly maliýe-senagat toparlary agalyk ediji ýagdaý 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 kagyzzar bazarynyň geljekki ösüşini kesgitledi.

1950-nji ýyllarda ykdysadyýetiň dikeldilmegi gymmatly kagyzzar 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 Italiýanyň ykdysadyýetiniň ozalky monopolistik gurluşy saklanyp galdy, döwletiň gatnaşmagynda birnäçe iri kompaniýalar döredildi.

Emele gelen gymmatly kagyzzar 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 Italiýanyň senagatynyň döwrebaplaşdyrylýan döwrüne gabat gelýär. Şunuň ýaly şertlerde gymmatly kagyzzar bazary, 1998-nji ýyla çenli peýdadan alynýan salgytlaryň ýokary bolmagynyň gymmatly kagyzzaryň, aýratyn hem paýnamalaryň çykarylyşyny bökdändigine garamazdan, ykdysadyýeti maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesi hökmünde möhüm orun eýeledi.

Birinji bazar. Italiýanyň birinji bazary 1920-nji ýyllarda döredi we Ikinji Jahan urşy başlanýança, çalt depginler bilen ösdi, şol döwürde esasy gymmatly kagyzzar hususy hem-de döwlet obligasiýalary, esasy emitentler bolsa bazary öz önümçiliklerini ösdürmek, en-

jamlary we tehnologiki prosesleri döwrebaplaşdyrmak üçin goşmaça pul serişdelerini almak maksady bilen peýdalanýan iri Italiýan 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 Italiýan kompaniýalarynyň 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 kagyzzar 1960-1980-nji ýyllarda hususy obligasiýalar, 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, italiýanlar 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 bukjasyň 36%-ini satmagy maksat edindi. Onuň diňe 15%-iniň ýerleşdirilmegi býujete 6,2 mlrd dollar getirer.

Hususy obligasion karz resminamalaryň köp möçberiniň mukdarynyň ýerleşdirilýän ýeri bolan birinji bazaryň işiniň netijesinde Italiýada ykdysadyýetiň pudaklaýyn gurluşyny üýtgedip gurmak amala aşyryldy, ykdysadyýetiň täze pudaklary (nebit himiýasy, 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, 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 orun olaryň altysyna, ýagny Milan, 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%-ine, 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 nokatlarynyň 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 nokatlary we Kompaniýalaryň we biržalaryň işi baradaky milli barlag geçirýär. Maliýe ministrliginiň wekilleri, düzgün bolşy ýaly, biržanyň ýolbaşçy edaralarynyň mejlislerine gatnaşýarlar. Maliýe ministrliginiň wekili paýnamalaryň kesilen nyrhларыny çap etmegi amala aşyrýan barlag ýolbaşçylyk edýär; ol dellalaryň işini hem barlap biler. Şeýlelikde, ikinji birža bazaryna gözegçilik etmekde esasy orun maliýe ministrliğine 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 dellalaryň ýerine ýeririji komitetleri amala aşyrýarlar. Olaryň birinjisi maliýe ministriniň çözgüdi boýunça emele getirilýär we ministrligiň bir wekilini, Merkezi bankyň (Italiýan bankynyň) bir-iki wekilini ýerli söwda nokatlarynyň wekillerini içine alýar; ikinjisi kanunalaýyklykda döredilýär, dellalaryň bähbitlerine wekilçilik edýär we olaryň işini düzgünleşdirýär. Şeýle hem komitetler nyrhлары bellemegiň tertibini kesgitleýärler, dellalaryň arasyndaky jeddeleri çözüärler, 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. Dellalary 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 talap arzalarynyň bolmazlygy, özüni 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 dellalaryň 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 dellalaryň 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). Dellalaryň hyzmat hakynyň möçberlerini Italiýan dellalarynyň assosiasiýasy bilen geňeşden soň maliýe ministrligi belleýär.

Italiýada ikinji birža bazarynda hususy korporasiýalaryň we kompaniýalaryň paýnamalary, döwlet obligasiýalary, şeýle hem gozgalmaýan 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 kagyzzar ygtybarlylyk, hil we üpjünçilik babatda rugsat almak düzgüninden geçirilýär. Kompaniýa özüniň gymmatly kagyzzalaryny birža çykarmaga rugsat bermek baradaky arzany kompaniýalaryň we biržalaryň işi baradaky komitete iberýär, nyrh kesmäge rugsat bermek baradaky çözgüt bolsa birža deputasiýasynyň we dellalaryň ýerine ýetiriji komitetiniň netijenamasyna laýyklykda ýerli söwda nokatlary 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, italiýan



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 Italiýan 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 Italiýan dellallarynyň, banklaryň we beýleki araçylaryň üsti bilen Italiýanyň gymmatly kagyzlarynyň ähli görnüşlerini satyn almaga rugsat edilýär. Paýnamalar boýunça diwidentleri, 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 giňeldiler.

## **XI BAP**

### **GÜNDOGAR ÝEWROPA WE GDA ÝURTLARYNYŇ GAZNA BAZARLARY**

#### **11.1.48. Gündogar Ýewropa ýurtlarynyň gymmatly kagyrlar bazary**

Gündogar we Merkezi Ýewropa ýurtlarynyň gazna bazarlaryny ösdürmek babatynda häzirkî wagtda geljekki ösüş strategiýasy 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 bellibir maliýe edarasy alyp barýar.

Polşa. Gymmatly kagyrlar boýunça barlag we Warşawanyň gazna biržasy 1991-nji ýylda döredildi, olar gymmatly kagyrlar bazarynyň hereket ediş ulgamyny işläp taýýarlamagyň esasyňy goýdy.

Polşada gymmatly kagyzzar bazaryny düzgünleşdirmegi kämilleşdirmegiň hukuk jähtleri 1997-nji ýylyň başynda kabul edilen, gymmatly kagyzzaryň köpçülikleýin dolanyşygy hakynda kanunda öz beýany tapdy, ozal hereket eden 1991-nji ýylyň kanunynda gazna bazarynyň kanunçylyk esaslary emele getirilipdi.

1997-nji ýylyň kanunynda şu çäreler ileri tutuldy: gymmatly kagyzzar boýunça barlagyň işini ugruny giňeltmek, hususan-da, bu barlag haryt biržalarynyň işine gözegçilik edýän edara bolup durýar; gymmatly kagyzzar bazaryny erkinleşdirmegiň usullaryny kesgitlemek, ol emitentleriň gymmatly kagyzzarynyň täze goýberilişlerini birža çykarmaga, şol sanda daşary ýurtlarda hem, rugsat bermek işini ýeňilleşdirmegi öz içine alýar, ýurduň rezidentlerine daşary ýurtlaryň gymmatly kagyzzaryny satyn almakda uly mümkinçilikler berildi, şeýle hem dellalçylyk firmalary tarapyndan amallary geçirmegiň mümkinçilikleri giňeldildi.

Gymmatly kagyzzar boýunça barlag Polşanyň gymmatly kagyzzar bazaryny düzgünleşdiriji esasy edara bolup durýar, onuň wezipeleri köp babatda ABŞ-nyň gymmatly kagyzzar we biržalar boýunça barlaglaryň wezipelerine meňzeşdir, barlag şu işleri geçirýär:

- hususy emitentleriň gymmatly kagyzzarynyň goýberilişlerini bellige almagy amala aşyrýar;

- öz-özünü düzgünleşdirýän guramalar (SRO – biržalar, depozitariler, bazara gatnaşyjylaryň dürli assosiasiýalary) bilen bilelikde çözügüt işläp taýýarlamagyň esasynda gymmatly kagyzzar bazaryna gatnaşyjylaryň (şol sanda banklaryň, kompaniýalaryň we gazna bazarynyň hünärmenleriniň) işini ygtyýarlylandyrmaga geçirýär;

- biržada we biržadan daşary bazarda gymmatly kagyzzaryň 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 düşüňje derejesini ýokarlandyrmak işini durmuşa geçirýär we işiň beýleki görnüşlerini ýerine ýetirýär.

Gymmatly kagyzzar boýunça barlagyň işinde ileri tutulýan möhüm ugur paýdarlaryň paýnamalaryny goramak bolup durýar, ol dürli talaplary üpjün etmekde ýüze çykýar. Mysal üçin, Polşada bir

emitentiň paýnamalarynyň 5%-ini satyn almak işi satyn almak--satmak geleşikleri hakynda barlag 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 kagyzzar bukjasyndaky her bir üýtgetmeler barada barlag bölümine habardar etmelidirler. Şeýle hem barlag iri paýdaryň paýy sesleriň 50%-den ýokary bolan halatynda bu barada öňünden habar berilmegini talap edýär, şunda hökmany suratda tender yglan edilýär.

Şular we beýleki çäreler gymmatly kagyzzar bazarynda düzgünleşdirmek işiniň merkezleşdirmegini güýçlenýändigini häsiýetlendirýär.

Warsawanyň gazna biržasy öz amallar mehanizmini köpçülikleýin dolanyşyga goýberilen gymmatly kagyzzar (muňa döwletiň gymmatly kagyzzary girmeyär) 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 kagyzzaryň awtomatlaşdyrylan söwdasy goýuldy. Gymmatly kagyzzary satyn almak-satmak tehnologiýasy kagyz däl görnüşde amala aşyrylýar, şunda çykarylan ähli paýnamalar global sertifikat görnüşinde merkezleşdirilen depozitaride deponirlenýär, paýnamalaryň serifikatlarynyň 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 kagyzzar 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 kagyzzar bazarynda şahsy taraplar bazaryň üçden bir bölegini tutýarlar, şunda maýa goýum hasaplarynyň

sany 1200 müňe ýetýär we iri hususlaşdyrma taslamalaryny amala aşyrmagyň barşynda olaryň artma meýli bardyr. Bu şeýle hem gymmatly kagyzlar bazarynda daşary ýurtly maýa goýumçylaryň gatnaşmagynyň güýçlenmegine hem degişlidir, Warşawanyň biržasynyň dolanyşyklarynda oňa 15-20% möçberde baha berilýär.

Polşanyň gymmatly kagyzlar bazary girdejililiginiň 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 ýylyk 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 däl paýdarlardan paýnamalary satyn almaklarynda hem ýüze çykýar;

– kompaniýalaryň goşulmagy we beýleki biri tarapyndan özüne birleşdirilmegi babatynda, şunda subýektleri biri polýak emitentiniň

paýnamalarynyň bellibir derejede ýokarlandyrylan paýyna eýelik edýär;

– gymmatly kagyrlar bazarynyň emissiýasynyň prospektlerini standartlaşdyrmak babatynda, bu hususan-da, açyk bazarda korporativ obligasiýalaryň möçberiniň örän ujypsyzdygy sebäpli ýüze çykýar.

Polşanyň gymmatly kagyrlar 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 önünde tutup, öňde duran meseleleri çözmek bilen baglydyr.

Işjeň antimonopol syýasaty, kärhanalaryň marketing syýasatyny hasaba almak bilen paýnamalaryň esaslandyrylan bahasyny bellemek, gymmatly kagyrlary 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 meselelerini çözmäge ýardam edýär.

Londonyň gymmatly kagyrlar 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 kagyzzar bilen geleşikler ýörite programma önümlerini peýdalanmak bilen, kompýuter ulgamynyň üstünden ýerine ýeririlýär.

Bazarda gymmatly kagyzzaryň dolanyşygynyň aýratynlygy we Wenger biržasynyň hil taýdan tapawudy ýurduň emitentleriniň paýnamalarynyň potensial dolanyşygynyň Londonyň (takmynan, 50%), Wenanyň (25%-e golaý) we Mýunheniň biržalaryna çykaryladygy bolup durýar, ýagny gymmatly kagyzzar bazarynda, esasan, daşary ýurtly maýa goýumçylar agdyklyk edýär. Budapeştiň gazna biržasynda döwletiň gymmatly kagyzzarynyň, opsiýon we fýuçers şertnamalarynyň söwdasy geçirilýär.

Wengriýanyň bazarynda döwletiň gymmatly kagyzzarynyň agdyklyk etmegi korporatiw gymmatly kagyzzaryň bazara çykarylmagyna bellibir derejede päsgel berýär. Ýurtda listingiň talaplaryny kanagatlandyran paýnamalaryň we listing geçmedik gymmatly kagyzzaryň biržadan daşary söwdasy geçirilýär.

Merkezi kliring nokatlary bilen merkezleşdirilen depozitariniň bilelikdäki işi ýurduň hasaplaşyk-kliring ulgamynyň wezipe jähtini gurşap alýar, şunda ähli gymmatly kagyzzar diňe açyk ýagdaýda saklanýar we hususy alamatlary, şol sanda tertip belgisi bilen klassifikasiýa bölünip bilmez.

Wengriýanyň gymmatly kagyzzarynyň möhüm regulýatory gymmatly kagyzzar boýunça barlag bolup durýar, bu barlag bölümi 1998-nji ýylda gymmatly kagyzzar biržalar boýunça komissiýany we bankyň düzgünleşdiriji edarasyny birleşdirmegiň esasynda döredildi. 1998-nji ahyrynda kabul edilen kanunçylyk çäreleri gymmatly kagyzzar bazaryna hünärmen gatnaşyjylaryň düzümini kesgitlendi, bu ýerde ozal hereket edýän kompaniýalar bilen bir hatarda depozit şahadatnamalary çykarýan karz edaralary hem hukuk derejesini aldylar. Gymmatly kagyzzary çykarmak kanunçylyk esasynda 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 mümkinçiliklerinden peýdalanmagyň hasabyna maýanyň artdyrylan şertlerinde çykarylyp bilner täze goýberilişde

olaryň paýy 10%-den 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 önünde tutulandyr. Korporatiw gysga möhletli gymmatly kagyzzar bazara geçirilýän wekseller görnüşde çykarylýar.

Döwletiň gymmatly kagyzzarynyň bazary, esasan, gysga möhletli, göterimli, şeýle hem diskontly obligasiýalara gönükdirilendir.

Wengriýanyň gymmatly kagyzzar bazarynyň esasy meselelerine, hususan-da, şular degişlidir:

- döwletiň gymmatly kagyzzarynyň bazaryň beýleki segmentlerinden agdyklyk etmegi;

- gymmatly kagyzzaryň täze emissiýalary babatynda az-kem öňegidişligiň bolmagy;

- gymmatly kagyzzaryň 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 mümkinçiliginiň bolmazlygy;

- hususlaşdyrylan kärhanalaryň we guramalaryň işine gözegçilik babatynda göreşiň güýçlenmegi, bu olaryň paýnamalaryny satyn almagyň güýçlenýändiginde ýüze çykýar.

Bu meseleleriň çözgüdi köp babatda bazary düzgünleşdirmeginiň we ösdürmegiň esasy meýillerini häsiýetlendirýär.

Häzirki wagtda Wengriýa daşary ýurt goýumlarynyň uly möçberde, göni we bukjalaryň goýulýan hakyky obýektine öwrüldi. Daşary ýurt maýa goýumlarynyň milli ykdysadyýeti ösdürmek üçin möhümligi we ähmiýeti, öňi bilen, kärhanalaryň daşary ýurt kompaniýalary tarapdan gözegçilik edilýän kärhanalaryň milli eksportyň 80%-e golaýyny we Wengriýanyň jemi içerki önüminiň 30%-den gowragyny üpjün edýändigini 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 biri-ne 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 önünde tutulýar, bu bolsa daşary ýurt maýa goýumçylaryny çekmäge, milli ykdysadyýete maýa goýmak üçin hojalyk subýektlerini giňeltmäge ýardam edýär.

Çehiýa. Çehiýanyň gymmatly kagyrlar bazary birža ulgamynyň, ýagny Praganyň gazna biržasy bilen biržadan daşary ulgamynyň 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 tehnologiýa esasy gymmatly kagyzlaryň söwdasynyň Fransiýada peýdalanylýan ulgamy emele getirýär.

Gymmatly kagyrlar üçin ýüztutmalar kompýuter ulgamlaryny peýdalanmak arkaly birža zalyndan ýa-da söwda gatnaşyjylardan gönüden-göni iş ýerlerinden awtomatlaşdyrylan düzgünde PGB-niň merkezi kompýuterine gelip gowuşýar.



Biržanyň agzalary gymmatly kagyzzar 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 kagyzzar bilen söwdanyň başynda satuwlaryň açylyşyndaky ýeke-täk baha kesgitlenýär, ol biržada gazna gymmatlyklarynyň satylan we satyn alnan möçberleriniň in ýokary derejesini gazanmaga ýardam edýär. Praganyň söwda biržasynda söwda listingden geçen gymmatly kagyzzar bilen amala aşyrylýar, şeýle hem erkin paýnamalar we ugurdaş bazarlar bolýar.

Depozitariý merkezine ýüz tutmagyň esasynda hereket edýän biržadan daşary ulgam Çehiýadaky gymmatly kagyzzar bazarynyň in köp möçberini (90%-e golaýyny) içine alýar, bu gymmatly kagyzzar uly bukjalar görnüşinde ýerlenýär.

RM biržadan daşary söwda ulgamynyň dolanyşygy Çehiýanyň tutuş bazarynyň 7%-ine golaýyny tutýar. Bu biržadan daşary ulgamda gymmatly kagyzzaryň söwdasy araçylary goşmazdan amala aşyrylýar. Maýa goýumçylaryň gymmatly kagyzzar babatyndaky ýüztutmalary gönüden-göni kagyz görnüşinde, disketlerde ýa-da RM ulgamynyň 430 merkeziniň biriniň kompýuterler terminalynyň üstünden göni däl görnüşde ýerleşdirilýär. Gymmatly kagyzzar bilen geleşikleriň kepillendirilmegini üpjün etmek üçin maýa goýumçylaryň önünden ýörite hasaplara pul serişdelerini geçirmekleri talap edilýär. RM biržadan daşary ulgamda gymmatly kagyzzaryň emitentleri barada maglumat berilmeýär, şeýle hem listing talap edilmeýär.

1998-nji ýylyň apreleden başlap gymmatly kagyzzary düzgünleşdirmegi gymmatly kagyzzar boýunça garaşsyz döwlet komissiýasy amala aşyrýar, ozal bu Çehiýanyň maliýe ministrliginiň ygtyýaryndaky wezipa bolup durýardy. Hereket edýän kanunçylyk namalarynda atly we görkezene bermek şertli paýnamalaryň emissiýasyna rugsat berilýär. Hususlaşdyrmagyň netijesinde bazarda söwdasy edilýän ähli paýnamalar diňe resminamasyz (kagyz däl) esasyda dolanyşykda bolýar we olar bilen amallar merkezleşdirilen depozitaride bellige alynýar. Döwlet obligasiýalarynyň goýberilişleri

Çehiýanyň 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 çaltlandyrylýandygyna şaýatlyk edýär. Häzirki wagtda dellalçylyk kompaniýalaryň köp bölegi daşary ýurt banklaryna we gymmatly kagyzzar boýunça kompaniýalara degişlidir.

Çehiýanyň gymmatly kagyzzar 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 özlere 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, 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 kagyzzar bazarlarynyň bilelikde hereket etmegi barada mesele çözülýär, bu ýagdaý bu bazarlary daşary ýurt maýa goýumçylary üçin has-da özüne çekiji edýär

Ýurtda gymmatly kagyzzlar köp basgançakly bellige almagy üpjün etmek meselesi bar. Meselem, Praganyň gazna biržasynda gymmatly kagyzzlaryň söwdasy gymmatly kagyzzlaryň guramaçylykly bazarynyň listingini görkezýän dört derejä bölünendir:

- “baş bazar“, bu ýerde abraýly we geçginli gymmatly kagyzzlar ýerlenýär;

- “goşmaça bazar“, ol gymmatly kagyzzlaryň, şol sanda döwlet obligasiýalarynyň „baş bazardaky“ nyrh kesmelere täsir etmek mümkinçiligini giňeltmäge niýetlenendir;

- “täze bazar“, bu ýerde emitentleriniň gysga taryhy bolan gymmatly kagyzzlar dolanyşykda bolýar we olaryň iş usullary Amerikan biržalarynyň söwda usullaryna meňzeşdir;

- “erkin bazar“, bu ýerde nyrh kesilmedik gymmatly kagyzzlaryň söwdasy amala aşyrylýar, şunda bu bazardaky hyzmatlaryň bahasy pesdir.

#### **11.2.49. GDA ýurtlarynyň gymmatly kagyzzlar bazary**

GDA ýurtlarynyň gazna bazarlarynyň hereket etmeginde bar bolan meseleleri üstünlikli çözmek üçin, öňi bilen, gymmatly kagyzzlar bazarlaryny ösdürmegiň hukuk üpjünçiligi babatynda tagallalary hakykatdan laýyk getirmek zerurdyr.

Ukraina. Ukrainanyň gymmatly kagyzzlar bazarynyň gurluşy şulary içine alýar:

- biržadan daşary dolanyşyk, ol Birinji gazna söwdasy ulgamynydan (BGSU) we Günorta-Ukrain söwda-maglumat ulgamyndan (GUSMU) ybaratdyr, olar gymmatly kagyzzlar bukjasyň dolandyrmagyň netijeliligini ýokarlandyrmak, gazna bazarynyň aýdyňlygyny we ony tertipleşdirmegi üpjün etmek maksady bilen öz-özünü dolandyran 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 kagyzzlar bazarynda baglaşylýan geleşikleriň möçberleri boýunça öňdebaryjy orny eýeleýär, bu geleşikleriň paýy 50%-den gowrakdyr. Onda söwdalary hakyky wagtda 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 ösmegine ýardam edýär, kärhanalar we guramalar üçin maliýe serişdelerini çekmäge ýardam edýär, telekeçilik işiniň ugurlaryny diwersifikasiýa etmek üçin zerur bolan şertleri döredýär, gymmatly kagyzlar bukjasyňy maýa goýum üçin ulanmakda we dolandyrmakda geňiş beriş hyzmatlarynyň infrastrukturasyňy emele getirýär. Öz-özünü düzgünleşdirýän gurama hökmünde BGSU-da agzalygy togtatmagyň şertlerine şular degişlidir: onuň ýolbaşçylygynyň we araçy kazyýetiň çözümleriniň ýerine ýetirilmezligi, söwdada özüni alyp barmagyň professional etiki ölçegleriniň we söwdanyň kadalarynyň berjaý edilmezligi, bu söwda ulgamyňyň içkerki düzgünleriniň we talaplarynyň ýerine ýetirilmezligi.

Ukrainanyň gazna biržasy (UGB) hem gazna bazaryna iri hünärmen gatnaşygy hökmünde, öz-özünü düzgünleşdirýän gurama bolup durýar, ol 30-a golaý şahamçany özüne birleşdirýär. UGB-de 200-den gowrak dellalçylyk firmalary iş alyp barýarlar, geleşikleriň möçberi, şol sanda hususlaşdyrylýan iri kärhanalaryň paýnamalaryny satmak boýunça geleşikleriň möçberi Ukrainanyň ähli gymmatly kagyzlar bazarynyň 16%-den gowragyny düzýär. Birža ulgamynda listing düzgün-tertibi we birža söwdalary arkaly gazna gymmatlyklarynyň mümkin boldugyça hakyky bahalary emele getirýär, bu bolsa maýa goýumçylaryň ynamlaryny ýokarlandyrýar, gymmatly kagyzlar bazarynyň ösmegine ýardam edýär. UGB ýöriteleşdirilen edaradyr, onda bellibir ýer bermek ýoly bilen we gymmatly kagyzlaryň dolanyşyk usullary, olara bolan islegleri, 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-niň tertipnamasynda we kadalarynda bellenen talaplary ýerine ýetirmäge borçludylar. 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 borçludylar. Gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak boýunça birža şertnamalarynyň bozulan ha-

latynda bu söwda gatnaşyjylar geleşigiň pul möçberiniň 29%-i de-rejede jerime töleýärler; dellalçylyk firmalary biržadaky öz ýerleri boýunça jogap berýärler.

1995-nji ýylyň iýun aýynda gymmatly kagyzzar bazaryny düzgünleşdirmek we onuň ösüşini utgaşdyrmak babatynda döwlet syýasatyny emele getirmekligi üpjün etmek boýunça merkezi edara, Ukrainanyň gymmatly kagyzzar gazna bazary boýunça döwlet tараpyndan barlag bölümi döredildi. Barlag bölüminiň aýratyn wezipesi ýurduň maliýe ulgamyny ösdürmegiň kanunçylyk esaslaryny işläp taýýarlamakda hem-de kabul etmekde, şol sanda „Gymmatly kagyzzar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek hakynda“ (1996 ý., oktýabr); „Milli depozitar ulgam we gymmatly kagyzzaryň elektron dolanyşygy hakynda“ (1997 ý., dekabır) Kanunlarda; „Gymmatly kagyzzar bazarynda hünärmençilik işi ygtyýarlylandyrmak hakynda düzgünnamada“ (2000 ý., oktýabr) we beýlekilerde ýüze çykýar. Häzirki wagtda Ukrainanyň gymmatly kagyzzar gazna bazary boýunça döwlet barlag bölümi Ukrainanyň gymmatly kagyzzar 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 hem-de netijeli gazna bazaryny emele getirmäge gönükdirilendir. Hususan-da, bazaryň aýdyňlygy ýörelgesi maýa goýumçylaryň zerur bolan we ýeterlik möçberdäki, emitentleriň maýa goýum işiniň aç-açanlyk hem-de açyklyk şertlerini görkezýän, gymmatly kagyzzary çykarmak we onuň dolanyşygy babatda hukuk taýdan kemsidilmeleri aradan aýyryýan maglumatlary bermek boýunça talaplary ýerine ýetirmeklerinde ýüze çykýar. Gazna bazarynyň bäsleşiklilik ýörelgesi emitentleriň, maýa goýumçylaryň we bazar araçylarynyň päsgelçiliksiz, halal telekeçilik işini alyp barmaklaryny gazanmak, serişdeleri has peýdaly çekmek ýa-da 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 hem-de ýerleşdirmek üçin harajatlar bi-

len baglanyşdyryp baha bermekde ýüze çykýar. Gymmatly kagyzzar bazaryny düzgünleşdirmek wezipesini ýerine ýetirmek bilen, Ukrainanyň gymmatly kagyzzar gazna bazary boýunça döwlet barlag topary 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 kagyzzaralarynyň halkara gazna bazarlarynda, daşary ýurt emitentleriniň kagyzzaralarynyň bolsa ýurduň gazna bazarynda ýerleşdirilişine gözegçiligi amala aşyrýar, şunda onuň gymmatly kagyzzar bazaryna gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmek boýunça bellibir wezipeleri öz-özünü düzgünleşdirýän guramalara bermek hukugy bardyr.

Umumy sany 2 müňe golaýlaýan, Ukrainada gymmatly kagyzzar bazaryna gatnaşyjylar şunuň ýaly klassifikasiýa bölünýär:

- ygtyýarlandyrylan edaralar – gymmatly kagyzzaryň söwdagerleri – 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 depozitariý ulgamy şulary içine alýar: Milli depozitariý (UMD); ýöriteleşdirilen depozitariý edaralary; sebitlerdäki hyzmat ediş merkezleri; depozitar araçylar hökmünde banklar.

UMD açyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti hökmünde işleýär, onuň işiniň esasy görnüşlerine şular degişlidir:

- halkara talaplary nazara almak bilen, gymmatly kagyzzaryň depozitar hasaba alnyşyny standartlaşdyrmak;
- gymmatly kagyzzar bilen amallar boýunça resminamalar dolanyşygyny bir ölçege getirmek we olary halkara standartlaryna laýyklykda kodlaşdyrmak;
- gymmatly kagyzzaryň eýeleriniň sanawuny ýöretmek;
- kliring we gymmatly kagyzzaryň dolanyşygyna hyzmat etmek boýunça nagt däl hasaplaşyklaryň kompýuterleşdirilen ulgamlaryny üpjün etmek;

- gymmatly kagyzzlar 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 girmeyär. Şunuň bilen bir hatarda daşary ýurt maýa goýumçylarynyň döwlet edaralary tarapyndan nälaýyk hereketleriň netijesinde ýitirilen zyýany we olara ýetirilen moral zelesi goşmak bilen, çekilen zyýanyň öwezini dolmaga haklary bardyr. Daşary ýurt maýa goýumçylarynyň çykanan çykdajylary we ýitgileri üçin öwez tölegi auditor tassyknamalary bolan ýagdaýynda çalt hem-de gündelik bazar bahalaryna laýyk gelýän görnüşde tölenýär. Öwez töleginiň möçberi daşary ýurtly maýa goýumçy üçin kabul ederlikli 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 hem-de daşary ýurt pulundaky beýleki serişdeleri päsgelçiliksiz ýa-da 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 goýmuň puluna hakyky gatanjyň möçberinde (esaslyk maýanyň mümkin bolan azalmagyny hasaba almak bilen), gümrük pajyny tölemezen yzyna gaýtarmaga, şeýle hem bu maýa goýumlaryndan alnan pul girdejililerini pul ýa-da haryt görnüşinde, maýa goýum işiniň bes edilen pursadyndaky hakyky bazar bahasy boýunça yzyna gaýtarmaga hukuk alýarlar.

Gymmatly kagyzzlar bazarynda öz-özüňi düzgünleşdirmek we gözegçilik etmek ulgamynda öz-özüňi düzgünleşdiriş guramalary



möhüm orny eýeleýär. Olara Ukrainanyň maýa goýum telekeçileriniň assosiasiýasy (UMGTA), gazna bazaryna gatnaşyjylaryň assosiasiýasy (GBGA)), Bellige alyjylaryň we depozitarileriň professional assosiasiýasy (BDPA), gazna biržalary hem-de iki sany gaznadan daşary söwda ulgamy degişlidir. Gazna bazaryna hünärmen gatnaşyjylar üçin öz-özünü düzgünleşdiriji gurama bolmak hökmanydyr.

Meselem, UMGTA-nyň 1997-nji ýylyň oktyabryndan 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 kagyzzar bazarynda öz-özüňi düzgünleşdiriş ýörelgelerini durmuşa geçirmegiň esasy şertleri, şol sanda amallary geçirmegiň bellenen standartlaryna laýyklykda ileri tutulýan funksional aspektleri gatnaşyjylaryň özlari 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 kagyzzar bazarynda maliýe serişdeleriniň dolanyşygyny üpjün etmek gymmatly kagyzzary satyn almak-satmak arkaly amala aşyrylýar, gymmatly kagyzzar şu esasy görnüşlere bölünýär: döwletiň gymmatly kagyzzary – içerki döwlet karz resminamalaryň obligasiýalary we ýerli karz resminamalaryň obligasiýalary; korporatiw gymmatly kagyzzar – kärhanalaryň we guramalaryň paýnamalary we obligasiýalary, maýa goýum gaznalarynyň we kompaniýalarynyň maýa goýum sertifikatlary. Ukrainanyň ýerli karz resminamalaryň obligasiýalary we korporatiw obligasiýalar bazarynyň möçberi ujypsyzdyr.

Ukrainanyň gymmatly kagyzzar bazarynyň ösüşinde birnäçe çözülmeli meseleler bardyr:

- ýurduň ilatynyň maýa goýum işjeňligi örän çäklidir we esasan, hususlaşdyrylan 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 bujja 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 kagyzzar 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 akymalarynyň hereketinde gymmatly kagyzzary möhüm gural hökmünde peýdalanmak we salgyt ulgamynyň talaplaryny üpjün etmek.

2003-nji ýylda ýerli obligasiýalarynyň goýberilişleri bellige alyndy, olar gymmatly kagyzzar bazarynda obligasiýalaryň umumy goýberilişiniň 3,5%-ine deň boldy.

Gymmatly kagyzzaryň emitentleriniň gurluş düzümi 2003-nji ýylyň dowamynda sebitlere bölünende şulara deň boldy:

(Sebitleýin bazaryň mysalynda)

Gymmatly kagyzzaryň emitentleriniň Ukrainanyň esasy pudaklary boýunça gurluş taýdan bölünişi şulara deň boldy:

- pudaklar, %-de;
- aragatnaşyk;
- ulaglar;
- maliýe;
- elektroenergetika;
- maşyn gurluşyk;
- ýangyç senagaty;

- azyk senagaty;
- beýlekiler.

Ukrainanyň gazna biržasyna şu faktorlar 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 obligasiýalaryny çykarmagyň geljege niýetlenen maksatnamalarynyň bolmazlygy.

Belarus Respublikasy. Belarus gymmatly kagyzlarynyň doly derejeli bazary işjeň emele gelmek döwrüni başdan geçirýär. Bazara hünärmen gatnaşyjylaryň işini döwlet-hukuk taýdan düzgünleşdirmek 1999-njy ýylda döredilen gymmatly kagyzzar boýunça döwlet komissiýasynyň (GKDK) üstüne ýüklendi, ozal onuň wezipesini Maliýe ministrliginiň ýanyndaky gymmatly kagyzzar boýunça komitet ýerine ýetirýärdi.

Birža bazary Belarusyň walýuta-gazna biržasyndan ybaratdyr (1999-njy ýylda açyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti derejesini aldy, onda, esasan, döwletiň gymmatly kagyzzary dolanyşykda bolýar.

Biržadan daşary bazar, esasan, korporatiw gymmatly kagyzzara gönükdirilen bolup, ösüş derejesi pes bolup galýar.

Depozitar ulgam Respublikan merkezi depozitarini, Milli bankyň depozitarisini we ygtyýarlylandyrylan depozitarileri içine alýar.

Belarusyýanyň gymmatly kagyzzar bazarynyň işiniň esaslary kanunçylyk we kadalaşdyryjy binýatlarda kesgitlenýär, olar “Gymmatly kagyzzar we gazna biržalary hakynda” kanundan (1992), täze redaksiýasy 1999-njy ýylda kabul edildi, “Gymmatly kagyzzar bazaryna professional gatnaşyjylara, gazna biržalaryna, olaryň ýolbaşçylaryna we işgärlerine bildirilýän ýeke-täk talaplar” düzgünnamasyndan (1994); “Paýdarlar jemgyýetleriniň atly paýnamalarynyň eýeleriniň sanawuny ýöretmegiň tertibi hakynda gözükdirijiden” (1996) ybaratdyr. Gymmatly kagyzzar bazarynyň kanunçylyk binýady giňeldilýär we kämilleşdirilýär, onda gymmatly kagyzzar bilen geçirilýän hünärmen işiň häsiýetli alamatlary we aýratynlyklary beýan edilýär.

Islendik guramaçylyk-hukuk görnüşindäki degişli ygtyýarna-

masy bolan kanuny taraplar gymmatly kagyzzar bazaryna hünärmen gatnaşygy bolup bilerler. Olar tarapyndan amallaryň geçirilmeginiň ulgamlaryň häsiýeti bolmalydyr we bir amalyň geçirilmegi bu işe degişli däl. Gymmatly kagyzzar bazarynda hünärmen işiň esasy maksady diňe girdeji almak bolup biler. Eger-de iş gymmatly kagyzzarlardan girdeji almaga gönükdirilmän, başga maksatlary (hususanda, sarp ediş maksatlary) göz önünde tutýan bolsa, onda bu iş hünärmen işe degişli däl. Öz gymmatly kagyzzar bilen amallar geçirmek babatyndaky iş, ýagny bu gymmatly kagyzzar satyn alnanda we satylanda, saklananda we hasaba alnanda geçirilýän iş hem hünärmen iş bolup durmaýar.

Bazara hünärmen gatnaşyjynyň ygtyýarnamasy GKDK-nyň ýörite rugsatnamasy hökmünde bir wagtda işiň birnäçe görnüşlerini ýa-da onuň bellibir görnüşini, şol sanda araçylyk, täjirçilik, depozitar (ýöriteleşdirilen bellige alyjy), geňiş bermek ýaly işleri alyp barmak üçin berilýär. Hukuk esaslary RK-nyň 402-419-njy maddalary bilen düzgünleşdirilýär.

Araçylyk işi müşderiniň hasabyna we onuň tabşyrygy boýunça gymmatly kagyzzaryň satyn alynmagyny-satylmagyny häsiýetlendirýär. Gymmatly kagyzzar bilen araçylyk 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, ynanylan tarapa tabşyrygyň ýerine ýetirilýän wagtynda çykaran çykdajylarynyň öwezini dolmaga borçludur. Eger-de ynanylan tarapa hak tölenmegi göz önünde 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 oruntarlygyna ýol berilmeýär. Araçylyk 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 hünärmen gatnaşyjy tabşyryk boýunça bir emitentiň ses bermek hukukly paýnamalarynyň 5%-ini satyn alýan bolsa, onda 5 günün 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 bildirilýär.

Hünärmen gatnaşyjynyň öz adyndan we öz hasabyna gymmatly kagyzlary satyn almagy-satmagy olaryň täjirçilik işine degişlidir. Şu ýagdaýda hünärmen 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 kagyrlar bilen satyn almak-çatmak geleşigi geçirilmezinden öň hünärmen gatnaşyjy kesgitli (aňryçäk) bahany köpçülikleýin yglan etmäge borçludyr. Täjirçilik işi gönüden-göni hünärmen gatnaşyjy bilen müşderiniň arasynda gymmatly kagyrlary satyn almak-satmak barada hukuk taýdan özbaşdak şertnamalary baglaşmagyň barşynda ýüze çykýar. Şunda şertnama hakykatdan ýerine ýetirilýär, ýagny pul däl-de gymmatly kagyrlar berilýär; müşderi gymmatly kagyrlary almaga we nägileliklerini haýal etmän ýa-da gymmatly kagyrlaryň berlen gününden soň 6 aýyň dowamynda bildirmäge borçludyr; satylan gymmatly kagyrlaryň ýetmezçiligi barada talap arzasy nägileligiň hökmany suratda yglan edilen gününden soň alty aý möhletde bildirilýär.

Hünärmen 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 kagyrlar bilen geleşikler bellige almak üçin kabul edilýär. Geleşikler ýörite hasaba alyş sanawlarynda bellige alynýar. Gymmatly kagyrlary saklamak ýöriteleşdirilen bellige alyjy ýa-da depozitariý tarapyndan depozitar şertnamanyň esasynda amala aşyrylýar, şoňa laýyklykda ýöriteleşdirilen bellige alyjy (depozitariiý) gymmatly kagyrlary müşderiniň ýörite hasabynda (deponentde) saklamaga, hasaba alşy ýöretmäge, bu hasaba (depo) gelip gowuşýan gymmatly kagyrlary ýazyp almaga, deponentiň gymmatly kagyrlary geçirmek we beýleki kanuny amallaryny geçirmek baradaky görkezmelerini ýerine ýetirmäge borçlanýar.

Gymmatly kagyzlar bazaryndaky geňeş bermek işi hünärmen gatnaşyjylara hünärmen işiň ähli gornüşleri boýunça toplumlaýyn hyzmat etmekde ýüze çykýar. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygy boýunça geňeş hyzmatlaryny diňe gymmatly kagyzlar bilen hünärmen işiň haýsydyr bir görnüşini amala aşyryan şahslar amala aşyryp bilerler. Bu iş müşderi bilen geňeş hyzmatlaryny etmek barada şertnama baglaşmak arkaly durmuşa geçirilýär. Onuň esasynda hünärmen 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 bellibir möçberini geçirýär.

Belarusiýanyň gazna biržasyna çykarylýan gymmatly kagyzlaryň esasy görnüşlerine şular degişlidir: döwletiň gysga möhletli obligasiýalary (DGMO), uzak möhletli döwlet obligasiýalary (UMGO) we Belarusiýanyň Respublikasynyň Milli bankynyň gaznaçylyk borçnamalary. Şeýle hem senagat kärhanalarynyň paýnamalary, haryt we bank wekselleri ujypsyz möçberde dolanyşykda bolýar.

Umuman alanyňda, Belarusiýa 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;
- içkerki we daşarky maýa goýumlaryň we beýlekileriň deňeçer gatnaşygyny gazanmak.

Belarusiýada amala aşyrylýan Russiýa bilen umumy ykdysady ýakynlaşmak syýasaty bu talaplara bellibir derejede laýyk gelýär, Belarusiýanyň walýuta-gazna biržasy bilen Moskwanyň bankara walýuta biržasynyň ýeke-täk söwda meýdançasyny döretmegi we onuň işläp başlamagy muňa mysal bolup biler.

Belarusiýanyň gazna biržasynyň işläp gelýän baş ýylynyň (1999-2003) içinde söwdalaryň we aukzionlaryň 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 Belarusiýanyň 1600-den gowrak kärhanasy paýdarlar jemgyýetleri bolup durýar, olaryň 50%-den gowragynda gözegçilik bukjasy döwlete degişlidir, paýnamalaryň galan bölegi zähmet kollektiwleriniň paýyna düşýär.

Gazagystan. Gazagystanda gymmatly kagyzzar 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 kagyzzar bazarynyň kanunçylyk binýady ýurduň Prezidentiniň “Gymmatly kagyzzar we gazna biržasy hakynda” (1995) Permanynyň (ol kanun güýjüne eýedir), “Gymmatly kagyzzar bazary hakynda” kanunyň (1997). 1999-njy ýylda üsti ýetirildi, “Gazagystan respublikasynda gymmatly kagyzzar bilen geleşikleri bellige almak hakynda” (1997), “Gazagystan respublikasynda maýa goýum gaznalary hakynda” (1997), “Gazagystan respublikasynda gymmatly kagyzzar bazaryny ösdürmek hakynda” (1999) kanunçylyk namalarynyň esasynda döredildi.

Bu kanunçylyk esaslarynyň ýerine ýetirilişine gözegçilik etmek gymmatly kagyzzar boýunça milli barlag toparynyň (GKMK) üstüne ýüklenendir, ol öz derejesi boýunça bazara hünärmen gatnaşyjylaryň işini döwlet tarapyndan düzgünleşdirýän edara bolup durýar. Öz-özünü düzgünleşdirýän guramalar hem bar, olar gymmatly kagyzzar bazaryna hünärmen gatnaşyjylaryň işini utgaşdyrmagy güýçlendirmäge, olaryň bähbitlerini goramaga gönükdirilendir, hünärmen gatnaşyjylar öz gezeginde öz-özlerini düzgünleşdirmelidirler. Bu Gazagystanyň gymmatly kagyzzar bazarynda hünärmen işi 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-özünü 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 kagyzzar bazarynyň guramaçylyk gurluşynyň häsiýetli aýratynlyklary bolup, ol şu gurluş böleklerini (gurluş sektorlaryny) içine alýar:

- gazak gazna biržasy, onuň işiniň ileri tutulýan görnüşü hereket edýän kanunçylyga we tassyklanany birža kadalaryna we düzgün-namalaryna laýyklykda gymmatly kagyzlaryň söwdasyny guramak we geçirmek bolup durýar. Listing emitentiň gymmatly kagyzlaryny birža söwdasyna çykarmaga rugsat berýär, birža söwdasy hünärmen gatnaşyjylar tarapyndan öz adyndan ýa-da müşderiniň adyndan, öz hasabyna ýa-da müşderiniň hasabyna amala aşyrylýar;

- biržadan daşary hünärmen sektor, onda dellallar we dilerler mawy fişkalary satyn almak-satmak boýunça geleşikleri baglaşýarlar we durmuşa geçirýärler;

1. Mawy fişkalar – alýan girdejileriniň we diwidentleriň durnukly görkezijileri bolan has iri we ygtybarly kompaniýalaryň paýnamalarydyr.

- satyn alyş sektory, bu ýerde dellallar we dilerler gymmatly kagyzlary bazaryna hünärmen däl gatnaşyjylardan, şol sanda ilatdan, hususlaşdyrylan maýa goýum gaznalaryndan we ş.m. mawy fişkalary satyn almak boýunça amallary geçirýärler;

- gaýtadan satyş sektory dellallar we dilerler tarapyndan mawy fişkalaryň gymmatly kagyzlary bazaryna hünärmen däl gatnaşyjylary goşmak bilen, maýa goýumçylara satylýandygy bilen häsiýetlendirilýär;

- tötänleýin sektor, onda dellallar we dilerler mawy fişkalary hem goşmak bilen, gymmatly kagyzlary bilen geleşikleri geçirýärler.

Gazagystanyň gymmatly kagyzlary bazarynda institusional 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 hünärmen gatnaşyjylary hökmünde çykyş edýärler, müşderileriň özlere ynanylan gymmatly kagyzlaryny we pul serişdelerini saklamak we hasaba almak boýunça işi amala aşyýarlar. Dünýä tejribesiniň talaplaryna laýyklykda Gazagystanda iri täjirçilik banklary kastodianlar bolup durýar.

Bellige alyjylar – bu gymmatly kagyzlary saklaýjylaryň reýestrlerini ýöretmek boýunça hünärmen 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 kagyrlar bukjasyňy emele getirmek üçin peýdalanýan subýektler degişlidir: banklar, maýa goýum gaznalary, döwlete degişli däl pensiýa gaznalary, ätiýaçlandyryş kompaniýalary we beýleki guramalar.

Gymmatly kagyrlar bazarynyň häzirki ýagdaýy köp babatda döwlet we korporatiw gymmatly kagyrlaryň hereket edýän dolanyşyk çygry we olaryň çykarylýşy bilen kesgitlenýär.

Döwletiň gymmatly kagyrlarynyň 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 kagyrlarydyr, ol diskont baha boýunça aukcion 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 kagyrlarydyr, olar boýunça ýylda 2 gezek kupon göterimi, ýagny hak möçberi tölenýär;

- MEAKAM – dolanyşyk möhleti 10 ýyl bolan uzak möhletli, döwletiň göterimli gymmatly kagyrlarydyr, olar boýunça hak olaryň dolanyşykda bolýan möhletiniň çäklerinde emissiýadan soň her 6 aýdan tölenýär, göni repo amallary boýunça maýa goýum bäsleşiginde ýerleşdirilýär;

- NSO – döwletiň materiallaşdyrylmadyk göterimli gymmatly kagyrlary, emissiýanyň bellenen möçberleriniň çäklerinde tapgyrlyyn 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 kagyrlary boýunça maýa goýum söwdalarynyň parametrlrine deňdir;



- Milli bankyň notlary - materiallaşdyrylmadyk diskontly gymmatly kagyzzlar, döwletiň gysga möhletleri gymmatly kagyzzlarynyň şertleri boýunça ýerleşdirilýär.

Döwletiň gymmayly kagyzzlarynyň umumy möçberinde gysga möhletli kagyzzlar agdyklyk edýär, bu bolsa olaryň täze emissiýalarynyň hasabyna yzygiderli öwezini dolmalary geçirmegi talap edýär we döwlet bergilerine hyzmat etmek boýunça çykdaýjalaryň esli artmagyna getirýär.

Gazagystanyň ösüp barýan gymmatly kagyzzlar bazarynyň kynçylykly meseleleriniň möhüm ugry hem esasy hususy korporatiw ulgamyň hakykatdan maýa goýumçylaryň önünde düýpli borçnamalarynyň ýokdugynda ýüze çykýar, bu bolsa döwletiňki däl gymmatly kagyzzlaryň ýeterlik derejede ösmändiginiň bir sebäbi bolup durýar.

Gymmatly kagyzzlar bazarynyň işindäki beýleki düýpli meselelere şular degişlidir:

- gazna bazarynda umumy maýalaşmagyň ujypsyz artmagy;
- ýokary töwekgelçilik we korporatiw gymmatly kagyzzlar bazarynda milli maýa goýumçylaryň işjeň gatnaşmagy üçin serişdeleriň ýetmezçiligi;
- gazna geleşiklerine gatnaşýanlaryň hünär derejesiniň ýeterlik bolmazlgy, bu gymmatly kagyzzlary çykarmak işine we olaryň dolanyşygyna ýaramaz täsir edýär.

## PEÝDALANYLAN EDEBIÝATLAR

1. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Türkmenistanyň durmuş-ykdysady ösüşiniň döwlet kadalaşdyrylyşy. I, II tomlar. Aşgabat. TDNG, 2010.
2. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Türkmenistanyň ykdysady strategiýasy: halka daýanyp, halkyň hatyrasyna. Aşgabat. TDNG, 2010.
3. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Döwlet guşy. Aşgabat. TDNG, 2013.
4. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Garaşsyzlyga guwanmak, Watany, halky söýmek bagtdyr. Aşgabat, 2007.
5. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Türkmenistanda saglygy goraýşy ösdürmegiň ylmy esaslary. Aşgabat, 2007.
6. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. I tom. Aşgabat, 2008.
7. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. II tom. Aşgabat, 2008.
8. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. III tom. Aşgabat, 2009.
9. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Türkmenistan–sagdynlygyň we ruhubelentligiň ýurdy. Aşgabat, 2007.
10. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Eserler ýygındysy. Aşgabat, 2007.
11. “Türkmenistanyň Prezidenti *Gurbanguly Mälikgulyýewiç Berdimuhamedow*. Gysgaça terjimehal”. Aşgabat, 2007.
12. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Täze Galkynyş eýýamy: wakalaryň senenamasy. Aşgabat, 2007- 2008.
13. Türkmenistanyň Prezidenti *Gurbanguly Berdimuhamedowyň* ýurdy täzeden galkyndyrmak barada syýasaty. Aşgabat, 2007.
14. *Gurbanguly Berdimuhamedow*. Döwlet adam üçindir. Aşgabat, 2008.
15. Halkyň saýlany we ynam bildireni. Aşgabat, 2007.
16. Türkmenistanyň Prezidenti *Gurbanguly Berdimuhamedowyň* Türkmenistanyň Ýaşullarynyň maslahatynyň mejlisinde sözlän sözi (Daşoguz, 2010 ý. maý aýy), ”Türkmenistan” gazet, 15.05.2010.
17. „Türkmenistanyň Prezidentiniň obalaryň, şäherçeleriň, etrapdaky şäherleriň we etrap merkezleriniň ilatynyň durmuş-ýaşaýyş şertlerini özger-

- mek boýunça 2020-nji ýyla çenli döwür üçin Milli maksatnamasy.” Aşgabat, 2007.
18. Türkmenistanyň Konstitusiyasy. Aşgabat, 2013.
  19. «Türkmenistanyň durmuş-ykdysady ösüşiniň 2011-2030-njy ýyllar üçin Milli maksatnamasy». Aşgabat, 2010.
  20. “Türkmenistanyň 2030-njy ýyla çenli durmuş-ykdysady ösüşiniň esasy görkezijileri“. Aşgabat. TDNG, 2009
  21. «Türkmenistanda 2012-2016-njy ýylda gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmek boýunça çäreleriň meýilnamasy».
  22. Türkmenistanda nebitgaz senagatyny ösdürmegiň 2030-njy ýyla çenli döwür üçin Baş ugry Milli maksatnamasy. Aşgabat, 2006.
  23. Türkmenistanda hususylaşdyrmagyň döwlet maksatnamasy. ”Türkmenistan” gazet, 1994-nji ýylyň 12-nji oktyabry.
  24. Türkmenistanyň bank ulgamyny ösdürmegiň 2011-2030-njy ýyllar üçin döwlet maksatnamasy.
  25. Türkmenistanyň 2030-njy ýyla çenli durmuş-ykdysady ösüşiniň esasy görkezijileri. Aşgabat. TDNG, 2009.
  26. “Erkin telekeçiligiň ykdysady zonasy hakynda”. Türkmenistanyň Kanuny, 1993.
  27. “Haryt çig-mal biržalary hakynda”. Türkmenistanyň Kanuny, 1994.
  28. “Türkmenistanyň gymmatly kagyzlar bazary hakynda”. Türkmenistanyň Kanuny, 2014 ý.
  29. “Paýdarlar jemgyýetleri hakynda”. Türkmenistanyň Kanuny.
  30. “Kärhanalar hakynda”. Türkmenistanyň Kanuny, 2000 .
  31. “Salgytlar hakynda”. Türkmenistanyň Bitewi Kanuny. Aşgabat, 2008, 2009, 2010, 2011-njy ýyllarda girizilen üýtgemeler we goşmaçalar bilen bilelikde.
  32. “Karz edaralary we bank işi hakynda”. Türkmenistanyň Kanuny, 2011.
  33. «Eýeçilik hakynda». Türkmenistanyň Kanuny, 1993.
  34. «Telekeçilik işi hakynda». Türkmenistanyň Kanuny.,1993.
  35. «Durmuş üpjünçiligi hakynda». Türkmenistanyň Bitewi Kanuny. 2007.
  36. «Daşary ýurt maýa goýumlary hakynda». Türkmenistanyň Kanuny. 2008.
  37. «Kiçi we orta telekeçiligi döwlet tarapyndan goldamak hakynda». Türkmenistanyň Kanuny, 2009
  38. *N.H. Halow*. «Maliýe» okuw gollanmasy. Aşgabat 2010ý.
  39. *N.H. Halow*. «Kärhana maliýesi» okuw kitaby. Aşgabat, 2011.
  40. *Ý.Ç. Çarygeldiyew, A.T. Muhanow, S.B. Wekilow*. Salgytlar we salgyt salmak. Aşgabat. TDNG, 2010 ý.
  41. *Ý.Ç. Çarygeldiyew*. Birža işi we gymmat bahaly kagyzlar bazary. Aşgabat. TDNG, 1994 ý.

42. *G.E. Eýeberdiýew, A.A. Geldimämmedow.* Birža işi we gymmat bahaly kagyrlar bazary. Aşgabat. TDNG, 2013.
43. *B.T. Taýharow, G.E. Eýeberdiýew.* Birža işi we gymmat bahaly kagyrlar bazary. Aşgabat. TDNG, 2010.
44. *A.T. Muhanow, H.G. Hajygurbanow.* Türkmenistanyň salgytlar kanunçylygy. Aşgabat. TDNG, 2011.
45. *A.S. Sopyýew, G.D. Durdyýew, K.K. Sopyýew.* Ykdysady nazaryet. Aşgabat. TDNG, 2010.
46. *M.B. Mämedow, A.G. Garayew, A.G. Nazarow, K.A. Ulugberdiýew.* Türkmençe ykdysady sözlük. Aşgabat, 2001.
47. *Ý.Ç. Çarygeldiýew.* Maliýe dersi boýunça leksiýalar toplumy.
48. *M.S. Öwezow.* Maliýe dersi boýunça leksiýalar toplumy.
49. *D. A. Öwezow.* Ykdysadyýeti kämilleşdirmekde maliýe-karz syýasatynyň tutýan orny Altyn asyryň ykdysadyýeti. 2013 ý. Mart aýy.
50. *D.A. Öwezow, Ç.A. Ussaýew.* Sport-durmuş özgertmeleriniň esasydyr. Benderbiýe we sport žurnaly. 2012-nji ýylyň noýabr-dekabr aýlary.
51. *D.A. Öwezow.* «Ilat ýazuwuna ykjam taýýarlyk». «Nesil» gazetini, 01.12.2012.
52. *D.A. Öwezow.* «Maliýe ulgamynyň hyzmatlary». «Mugallymlar gazetini», 28.01.2013.
53. *D.A. Öwezow.* «Maýa goýum syýasaty». «Watan» gazetini 22.10.2012.

## MAZMUNY

Giriş.....	7
------------	---

### I BÖLÜM

#### GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNYŇ NAZARYÝETI

<b>I bap. Gymmatly kagyzlaryň düýp mazmuny we olaryň nazaryýet babatda esaslandyrylmagy .....</b>	<b>10</b>
1.1.1. Gymmatly kagyzlar barada umumy düşünje we olaryň nazary esaslary .....	10
1.1.2. Gymmatly kagyzlara kanuny-hukuk esaslary .....	13
1.1.3. Gymmatly kagyzlara ykdysady esaslar .....	15

<b>II bap. Gymmatly kagyzlaryň guramaçylyk görnüşleri we olaryň ýerine ýetirýän wezipeleri.....</b>	<b>18</b>
2.1.4. Gymmatly kagyzlaryň ýerine ýetirýän wezipeleri.....	18
2.2.5. Korporatiw gymmatly kagyzlar .....	20
2.3.6. Döwletň gymmatly kagyzlary.....	23
2.4.7. Halkara gymmatly kagyzlar .....	32

<b>III bap. Gymmatly kagyzlaryň maliýe gurallary hökmünde hereket etmegi .....</b>	<b>37</b>
3.1.8. Maliýe gurallarynyň ykdysady esaslary.....	37
3.2.9. Gymmatly kagyzlara baha kesmegiň ykdysady esaslary .....	40
3.3.10. Gymmatly kagyzlaryň gymmatlylyk häsiýetnamasy .....	43

<b>IV bap. Gymmatly kagyzlar bazaryna häsiýetnama we onuň gurluşy.....</b>	<b>46</b>
4.1.11. Gymmatly kagyzlar bazary barada umumy häsiýetnamasy .....	46
4.2.12. Birinji (biržadan daşary) bazar.....	50

4.3.13. Ikinji birža bazary (gazna biržasy).....	55
4.4.14. Gymmatly kagyzlaryň köçe bazary .....	62

<b>V bap. Gymmatly kagyzzar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek ulgamy .....</b>	<b>66</b>
5.1.15. Gymmatly kagyzzar bazaryny düzgünleşdirmegiň umumy esaslary .....	66
5.2.16. Gymmatly kagyzzar bazaryna gözegçi edaralar .....	69
5.3.17. Gymmatly kagyzzar bazarynyň kanunçylyk-hukuk binýady .....	76
5.4.18. Gymmatly kagyzzar bazaryna gatnaşyjylaryň işini düzgünleşdirmek .....	79

## II BÖLÜM GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

<b>I bap. Gymmatly kagyzlaryň düýp mazmuny .....</b>	<b>87</b>
1.1.19. Gymmatly kagyzzar barada umumy düşünje .....	87
1.2.20. Gymmatly kagyzlaryň gymmaty we bahalanmasy .....	91
1.3.21. Gymmatly kagyzlaryň kapital häsiýetnamasy .....	95

<b>II bap. Paýly gymmatly kagyzlaryň ykdysady mazmuny we onuň wezipeleri .....</b>	<b>103</b>
2.1.22. Paýly gymmatly kagyzzar barada umumy düşünje .....	103
2.2.23. Paýnamanyň esasy görnüşleri we olaryň ýerine ýetirýän wezipeleri .....	105
2.3.24. Paýnamanyň bahalanmasy we olar boýunça kesgitlenýän düşewüntler .....	107

<b>III bap. Bergidarlyk gymmatly kagyzlaryň ykdysady esaslary we onuň zerurlygy .....</b>	<b>110</b>
3.1.25. Bergidarlyk gymmatly kagyzzary barada umumy häsiýetnama .....	110
3.2.26. Obligasiýalaryň görnüşleri we olaryň toparlara bölünmegi .....	113
3.3.27. Obligasiýalaryň esasy aýratynlyklary .....	115

<b>IV bap. Ikinji derejeli gymmatly kagyzzar we olaryň ykdysadyýetdäki hereketleri .....</b>	<b>118</b>
4.1.28. Ikinji derejeli gymmatly kagyzzar barada umumy düşünje .....	118
4.2.29. Ikinji derejeli gymmatly kagyzlaryň esasy görnüşleri .....	119
4.3.30. Ikinji derejeli gymmatly kagyzlaryň ykdysadyýetdäki orny .....	120

<b>V bap. Gyssagly şertnamalar we olaryň esasy wezipeleri.....</b>	<b>121</b>
5.1.31. Gyssagly şertnamalaryň ykdysady mazmuny .....	121
5.2.32. Gyssagly şertnamalaryň esasy görnüşleri .....	122
5.3.33. Gyssagly şertnamalaryň pul dolanyşygyndaky orny .....	124
<b>VI bap. ABŞ-nyň gymmatly kagyzzar bazary.....</b>	<b>124</b>
6.1.34. Bazaryň gurluşy .....	124
6.2.35. Gymmatly kagyzzar.....	134
6.3.36. Bazarynyň esasy ösüş meýilleri.....	148
<b>VII bap. Ýaponiýanyň gymmatly kagyzzar bazary .....</b>	<b>151</b>
7.1.37. Bazaryň gurluşy .....	151
7.2.38. Gymmatly kagyzzaryň görnüşleri we dolanyşyk aýratynlyklary .....	153
7.3.39. Birža gazna bazary: guralyşy, düzgünleşdirmek, ösüş meýilleri .....	157
<b>VIII bap. Germaniýanyň gymmatly kagyzzary.....</b>	<b>161</b>
8.1.40. Bazarynyň ösüş meýilleri we gymmatly kagyzzaryň görnüşleri.....	161
8.2.41. Gymmatly kagyzzar bazarynyň gurluşy .....	173
8.3.42. Gymmatly kagyzzar bazaryny döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek .....	188
<b>IX bap. Beýik Britaniýanyň gymmatly kagyzzar bazary .....</b>	<b>194</b>
9.1.43. Bazaryň gurluşy .....	194
9.2.44. Gymmatly kagyzzaryň dolanyşygy .....	199
9.3.45. Bazary düzgünleşdirmek.....	205
<b>X bap. Fransiýanyň we Italiýanyň gymmatly kagyzzar bazary.....</b>	<b>207</b>
10.1.46. Fransiýanyň gymmatly kagyzzar bazary .....	207
10.2.47. Italiýanyň gymmatly kagyzzar bazary.....	211
<b>XI bap. Gündogar Ýewropa we GDA ýurtlarynyň gazna bazarlary .....</b>	<b>217</b>
11.1.48. Gündogar Ýewropa ýurtlarynyň gymmatly kagyzzar bazary...	217
11.2.49. GDA ýurtlarynyň gymmatly kagyzzar bazary .....	227
Peýdalanylýan edebiýatlar .....	242

*Nyýazmyrat Halow, Dagdan Öwezow*

## GYMMATLY KAGYZLAR BAZARY

Ýokary okuw mekdepleri üçin okuw kitaby

Redaktor	<i>O. Aşyrowa</i>
Surat redaktory	<i>G. Orazmyradow</i>
Teh. redaktor	<i>O. Nurýagdyýewa</i>
Neşir üçin jogapkär	<i>M. Öwezow</i>

Çap etmäge rugsat edildi 11.04.2016. Ölçeği 60x90<sup>1/16</sup>. Edebi garniturasý.  
Çap listi 15,5. Şertli çap listi 15,5. Hasap-neşir listi 15,05.  
Şertli-reňkli ottiski 47,75. Sargyt 2996. Sany 1200.

Türkmen döwlet neşirýat gullugy.  
744000. Aşgabat. Garaşsyzlyk şaýoly, 100.

Türkmen döwlet neşirýat gullugynyň Metbugat merkezi.  
744015. Aşgabat. 2127-nji (G. Gulyýew) köçe, 51/1.