J.B. Hanaýewa, M.D. Amanowa, L. Kowusowa,
D.M. Hemraýew, P. Nurmedow, J. Babaýewa

GAZNA BIRŽASY

Ýokary okuw mekdepleri üçin okuw kitaby

Türkmenistanyň Bilim ministrligi
tarapyndan hödürlenildi

Aşgabat
Türkmen döwlet neşirýat gullugy
2019

UOK 378 : 336.761
H 21

Hanaýewa J.B. we başg.
H 21 **Gazna biržasy.** Ýokary okuw mekdepleri üçin okuw kitaby. – A.: Türkmen döwlet neşirýat gullugy, 2019.

Jemgyýetiň süýşürintgileriniň ýerleşdirilişini kadalaşdyrmak arkaly gazna biržasynyň işini kämilleşdirmek Türkmenistanyň maliýe syýasatynyň netijeliligini artdyrmaklygyň möhüm şerti bolup çykyş edýär.

Milli ykdysadyýetiň durnukly ösüşini üpjün etmekde we onuň bäsleşige ukyplylygyny ýokarlandyrmakda, ýurdumyzda gymmatly kagyzlar bazarynyň we onuň düzümi hökmünde gazna biržasynyň işiniň netijeliligini gazanmak ileri tutulýan ugurlaryň biri hasaplanýar.

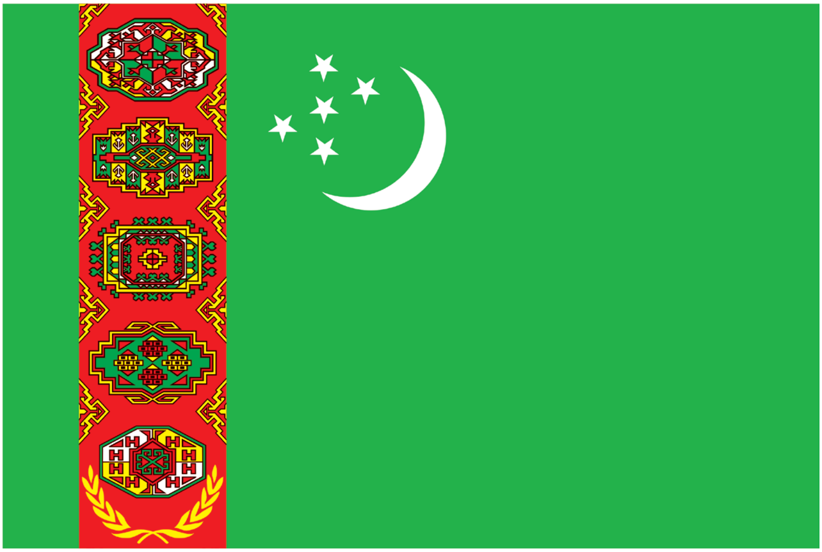
Bu okuw kitaby ýokary okuw mekdepleriniň talyplary üçin niýetlenip, ondan mugallymlar, aspirantlar, ykdysady meseleler, şeýle-de bazar ykdysadyýetini dolandyrmagyň usullary we halkara işewürligi bilen gyzyklanýanlar peýdalanyp bilerler. Okuw kitabynyň I, VI, IX, XIII, XVIII baplary J. Hanaýewa; III, IV, V, VII, VIII, X, XI, XV, XVI baplary M. Amanowa; XIV we 17.1-nji temalary L. Kowusowa; 2.1, 2.2, 12.1, 12.2, 17.2, 17.3-nji temalary D. Hemraýew; 2.3, 12.3, 12.4, 17.4, 17.5-nji temalary P. Nurmedow; 10.4, 17.6-njy temalary J. Babaýewa tarapyndan taýýarlanyldy.

TDKP № 1, 2019 KBK 65.9 (2) 26 ýa 73

© J.B. Hanaýewa we başg., 2019.

TÜRKMENISTANYŇ PREZIDENTI
GURBANGULY BERDIMUHAMEDOW

TÜRKMENISTANYŇ DÖWLET TUGRASY



TÜRKMENISTANYŇ DÖWLET BAÝDAGY

TÜRKMENISTANYŇ DÖWLET SENASY

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

Gaýtalama:

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

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

Gaýtalama:

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

GIRIŞ

Berkarar döwletimiziň bagtyýarlyk döwründe Türkmenistanyň çuňňur hormatlanýan Prezidentiniň paýhasly ýolbaşçylygynda ýurtda işiň ähli ugurlarynda giň gerimli özgertmeler geçirilýär. Türkmenistanyň hormatly Prezidentiniň bazar ykdysadyýetine geçmek üçin amatly şertleri döretmek, maýa goýumlary çekmek, şeýle hem Türkmenistanyň dünýäniň ykdysady bileleşigine tapgyrlaýyn goşulyşmagy babatynda kanun çykaryjylyk başlangyçlary ýola goýmak aýratyn üns berilmäge mynasypdyr.

Türkmenistanyň gymmatly kagyzlar bazary – umumy milli ykdysadyýetiň pudaklarynyň biri bolup, soňky ýyllarda Türkmenistanda bu bazary ösdürmek babatda uly işler amala aşyrylýar we aýratyn üns berilýär. Gymmatly kagyzlaryň dolanyşygynyň netijeli mehanizmini döretmek halkara tejribesini hem-de gymmatly kagyzlar bazaryny emele getirmegiň häzirki zaman tapgyrynyň şertlerini nazara alýan özara baglanyşykly kanunçylyk we beýleki kadalaşdyryjy hukuknamalarynyň binýadynyň, şeýle hem Türkmenistanda gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirýän ozal kabul edilen kanunlary we kadalaşdyryjy hukuknamalaryny ulanmak tejribesiniň bolmagyny talap edýär. Şu hem-de erkin maliýe serişdelerini gaýtadan paýlamagyň amatly mehanizmini döretmek, uzakmöhletli esasda maýa goýumlary çekmek maksady bilen, Türkmenistanyň Prezidentiniň 2016-njy ýylyň 8-nji ýanwarynda çykaran 14530-njy Karary bilen «Türkmenistanyň Prezidentiniň ýurdumyzy 2018 – 2024-nji ýyllarda durmuş-ykdysady taýdan ösdürmegiň Maksatnamasy» kabul edildi. Maksatnamanyň esasy wezipeleriniň biri, bazar gatnaşyklaryna tapgyrlaýyn geçmek maksady bilen, paýdarlar jemgyýetlerini, gymmatly kagyzlaryň bazaryny, gazna biržasyny döretmek babatynda anyk işleri geçirmek bolup durýar.

Türkmenistanda bazar ykdysadyýetine geçiş döwri dowam edýär we çalt depgin bilen gymmatly kagyzlaryň bazaryny döretmek işi alnyp barylýar. Bu bazarda Türkmenistanda hereket edýän kärhanalaryň paýnamalarynyň we obligasiýalarynyň dolanyşygy – – ykdysadyýeti berkitmek bilen, kärhanalary kämilleşdirmäge we goşmaça serişdeleri çekmäge mümkinçilik berer. Mundan başga-da, pullaryny maýa goýmaga niýetleýän adaty raýatlar hem, paýnamalary we obligasiýalary satyn almak meselesine seredip bilýärler, ýagny üstünlikli kämilleşýän kärhanalaryň gymmatly kagyzlarynyň ösüşi bilen bilelikde olaryň hem toplan serişdeleriniň bir böleginiň artmagyna getirer. Emma bu ýagdaýda, kärhanalaryň paýnamalary bazarda artyk bahalandyryp we netijede, olaryň bahasynyň düşmegine getirýän töwekgelçilik hem bardyr. Bu töwekgelçiligi kärhanalaryň işi we ýagdaýy baradaky doly maglumatlar kemeldip biler. Şonuň üçin hem gazna biržalar hereket edýärler, ol ýerde gymmatly kagyzlar bilen söwda amala aşyrylýar we birža söwdasyna paýnamalaryň goýberilmeginiň şerti hökmünde, kompaniýalaryň maliýe-ykdysady ýagdaýyny açyp görkezilmegi bolup durýar.

Birža mehanizmi diňe uzakmöhletli goýumlar üçin däl-de, eýsem, gysga möhletli karzlar üçin hem, pul maýalaryny toplamagyň guralyna öwrüldi. Dünýä tejribesinde, gymmatly kagyzlary satyn almak üçin birža dellallary diňe bir öz serişdelerini ulanman, bankdan karz alnan karz maýalaryny hem ulanyp başladylar.

Birža oýny örän özüne çekiji. Gymmatly kagyzlary pes hümmet boýunça satyn alyp, ýokary hümmet boýunça satyp, uly birža peýdasyny alyp bolýar. Gymmatly kagyzlar bazarynyň guramaçysy hökmünde gazna birža ilki bilen, netijeli söwdany alyp barmak üçin gerekli şertleri döretmek bilen meşgullanýar, emma bazaryň ösmegi bilen onuň ilkinji meselesi hökmünde söwdany guramak bilen birlikde oňa hyzmat etmek hem bolup durýar.

Bu okuw kitabynda maliýe bazarynyň nazaryýet esaslary we onuň görnüşleri, karz maýasynyň we gazna bazarynyň taryhy taýdan emele gelşi, gymmatly kagyzlaryň ilkinji we ikinji bazary we olaryň guramaçylyk esaslary barada giňişleýin beýan edilýär. Onda gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi

we gymmatly kagyzlar bazaryň kadaly hereket etmegini üpjün edýän gatnaşyjylary ýaly meseleler has çuňňur öwrenilýär, şeýle-de, geleşikleriň geçiş tapgyrlary, birža medeniýeti, dünýäniň gazna biržalary barada seljerilen maglumatlar getirilýär.

Okuw kitaby taýýarlananda, ýurdumyzyň we daşary ýurtly awtorlaryň materiallary, gymmatly kagyzlar bazaryna degişli Türkmenistanda kabul edilen kanunçylyk namalar ulanyldy.

I bap

MALIÝE BAZARY, ONUŇ GÖRNÜŞLERI WE GATNAŞYJYLARY

1.1. Maliýe bazarynyň düýp mazmuny

Ykdysadyýeti netijeli ösdürmek üçin şahsy hem-de edara görnüşli taraplaryň wagtlaýyn erkin serişdelerini jemlemegiň we olary ykdysadyýetiň dürli bölekleriniň arasynda täjirçilik esasda paýlamagyň we gaýtadan paýlamagyň zerurdygy hemmelere mälim bolsa gerek. Bu işler maliýe bazarlarynda amala aşyrylmalydyr.

Maliýe bazarlary – bu dürli maliýe gurallaryna bolan islegiň we teklipleriň kesgitlenýän bazarydyr.

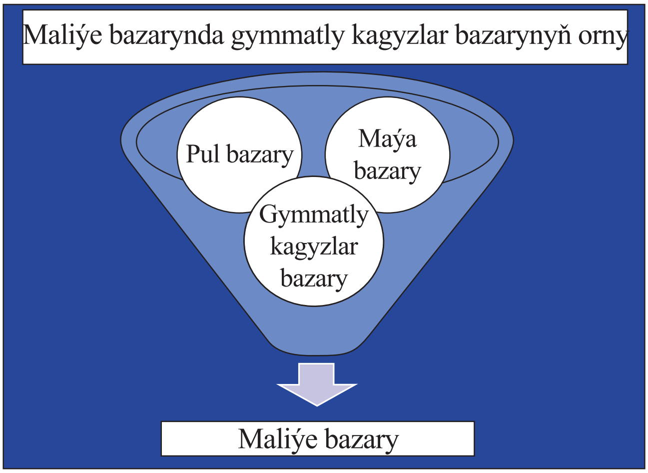
Maliýe bazarlary özara bagly we bilelikde hereket edýän bazarlaryň jemi hökmünde hereket edýärler. Olaryň käbirleri şulardan ybaratdyr:

– karz bazary – bu bazar arkaly maliýe serişdelerine zerurlygy bolan kärhanalar hem-de raýatlar bilen, bellibir şertlerde zerur bolan serişdeleri berip biljek guramalaryň we raýatlaryň arasynda özara gatnaşyklar ýola goýulýar;

– gymmatly kagyzlar bazary – bu karz bazarynyň bir bölegini, karzlar ýa-da bergi borçnamalary ýaly gurallarynyň we emläk (eýeçilik) gurallary bazaryny birleşdirýän bazardyr, ýagny bu bazar karz, emläk gurallaryny, şeýle hem olaryň garyşyk görnüşlerini çykarmak, olaryň dolanyşykda bolmagyny üpjün etmek boýunça amallary içine alýar we ş.m.

Maliýe bazary – bu gymmatly kagyzlar we maliýe şertnamalary bilen amallary geçirmek üçin hereket edýän aýratyn mehanizmdir *(1.1-nji surat)*.

«Maliýe bazary» adalgasy ýeterlikli üýtgäp durýar, düşünmezlikleri döredýär we garşylykly düşündirişlere eýedir. Muňa garamazdan, maliýe bazarynyň dar we giňeldilen düşündirişleri tapawutlanýar.



1.1-nji surat. Maliýe bazarynda gymmatly kagyzlar bazarynyň orny

Olaryň ikisi hem ol ýa-da başga maksatlardan ugur alyp, hünärmenler tarapyndan bellibir hadysalary häsiýetlendirmek üçin ulanylýar.

Maliýe bazaryna iki sany esasy çemeleşmeler

Birinji çemeleşmä laýyklykda maliýe bazary diýlip, söwdany maliýe gurallary arkaly alyp barýan edaralara düşünilýär. Şeýle edaralara ilki bilen paýnamalar we obligasiýalar arkaly söwdany guraýan gazna biržalary mysal bolup bilerler. Maliýe bazarynda olar bilen bir hatarda fýuçers we deriwatiw biržalar hem hereket edýärler. Maliýe gurallary bilen banklar (aýratyn hem maýa goýum), dellalçylyk edaralary, ätiýaçlandyryş kompaniýalary, maýa goýum gaznalary söwdalaşyp bilýärler. Olar öz işlerini biržalarda we biržadan daşary bazarlarda geçirýärler.

Ikinji çemeleşmä laýyklykda (giňeldilen) maliýe bazary – söwda geleşiklerini we söwda gatnaşyklaryny öz içine alýan, maliýe önümleri bilen söwda etmek üçin alyjylary we satyjylary birleşdirmegi göz öňünde tutýan bazardyr.

Gymmatly kagyzlary satyn almagyň we satmagyň barşynda dürli gatnaşyklar ýüze çykýar. Olar sözüň giň manysynda «bazar» düşünjesine degişli.

Maliýe – karz ulgamynyň hünärmenleri okuw maksatlary üçin maliýe bazary adalgasyna, maliýe bazarynda hödürlenilýän degişli mehanizmleriň we gurallaryň gatnaşyklarynyň toplumyna düşünýärler. Giňden ýaýran we jemgyýetçilik edebiýatlarda maliýe bazary, köplenç, spekulýasiýa görnüşinde maýany toplamagy aňladýar.

Bazarlara başga bir tarapdan: milli degişliligi, guramaçylyk derejesi, emele gelýän gurallaryň aýratynlyklary boýunça hem seretmek bolar. Maliýe bazarlaryny milli we halkara, guramaçylykly (ilki bilen biržalaýyn), guramaçylyksyz (biržadan daşary), ýöriteleşdirilen (gazna, fýuçers we ş.m.) hem-de hemmetaraplaýyn görnüşleri boýunça tapawutlandyryp bolýar.

1.2. Maliýe bazarynyň görnüşleri

Halkara tejribesinde maliýe bazarynyň (financial markets) aşakdaky toparlanmasy (klassifikasiýa) kabul edilendir *(1.2-nji surat).*

Maýa bazarlary (capital markets) öz gezeginde paýnamalaryň bazaryna (stock markets) we obligasiýalaryň bazaryna (bond markets) bölünýärler:

– **haryt bazarlary** (commodity markets), guramaçylykly (biržalaýyn) bazar bolup onda, **harytlar bilen üpjün etmek boýunça şertnamalar** söwdanyň predmeti hasaplanýar. Ol şertnamalar, adatça, gaýtadan satylýar, munuň özi olary maliýe gurallaryna degişli bolmagyna ýardam berýär, haryt bazaryny bolsa maliýe bazaryna birikdirýär. Muňa garamazdan, harytlaryň dessine getirilmegi (pul-haryt) maliýe bazaryna degişli bolmaýar;

– **pul bazarlary** (money markets) – bu bazar arkaly pullary satyjylar bilen alyjylaryň arasyndaky hukuk we ykdysady özara gatnaşyklar ýola goýulýar.

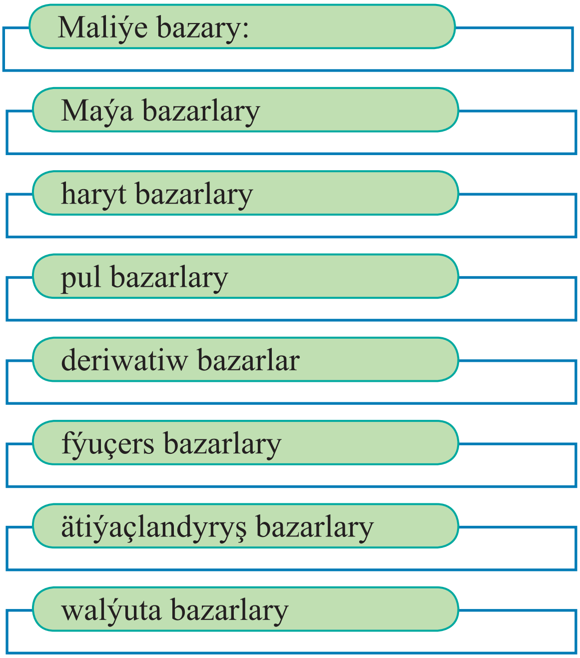
Olarda gysga möhletli (1 ýyla çenli) karz gurallary: bergi borçnamalary, wekseller, gysga möhletli obligasiýalar hödürlenilýär. Bu bazarlarda söwdany banklar giňden alyp barýarlar;

– **deriwatiw bazarlar** (derivatives markets). Bu ýerde adaty harytlardan, gymmatly kagyzlardan we şertnamalardan, şeýle hem bahalaryň hereketinden (mysal üçin, indeks şertnamalary arkaly söwda) döredilýän gymmatly kagyzlar söwdanyň predmeti bolup durýar;

– **fýuçers bazarlary** (futures markets) geljegiň bellenilen möhletinde önümleriň söwdasy üçin standart şertnamalaryň dolanyşygyny üpjün edýär;

– **ätiýaçlandyryş bazarlary** (insurance markets) dürli töwekgelçilikleri gaýtadan paýlaýar we standart ätiýaçlandyryş borçnamalary arkaly söwdany guraýar;

– **walýuta bazarlary** (foreign exchange markets) walýutalaryň fiziki ýagdaýda getirilmegini üpjün etmek maksady bilen, şeýle hem walýuta şertnamalarynyň hereket edýän döwründe olaryň hümmetiniň üýtgemeginden ätiýaçlandyrmak üçin söwdany guraýarlar.



1.2-nji surat. Maliýe bazarynyň toparlanmasy

Bu kitapda ýokarda sanalyp geçilen bazarlaryň, esasan hem, maýa we deriwatiw bazarlary giňişleýin beýan edilip, maliýe bazarynyň

beýleki düzümleri hem seredilip geçilýär. Edebiýatlarda maýa bazaryny uzak wagtlap karz maýa (ssuda maýa) bazaryna ýa-da gazna bazaryna degişli etdiler. Soňky kesgitleme durmuş derejesinde has berkedi. Onuň okyjylar köpçüligine, şeýle hem hünärmenlere niýetlenilen neşirlerde ulanylýan halatlary seýrek däl. Ony özleşdirmek örän amatly bolup, karz maýa (ssuda maýa) bazarlaryň hakyky ýagdaýyny doly şöhlelendirýär.

Häzirki döwürde gazna bazarlarynyň işi köp ugurlydyr. Netijede, diňe paýnamalar we obligasiýalar bilen söwdany amala aşyrýan biržalary tapmak örän seýrek ýagdaýda mümkindir. Gazna biržalarynyň örän köp sanlysy paýnamalaryň we obligasiýalaryň söwdasy bilen bir hatarda beýleki maliýe gurallarynyň söwdasyny hem geçirýärler. Galyberse-de, gazna biržalar maýalary gaýtadan paýlamak ulgamynda we bahalary bellemekde (fiksirlemek) kesgitleýji bolup galýarlar. Olar beýleki maliýe gurallaryny hem çekýärler we olary öz dolanyşygyna girizýärler.

1.3. Maliýe bazarynyň işiniň maksady

Maliýe bazarlary bilen baglanyşykly meselelere has gowy düşünmek üçin olary ulanmagyň maksatlaryna seredip geçeliň, ýagny olaryň haýsy ugurlara gönükdirilýändigini kesgitläliň. Maliýe bazarlary bolmazdan karz berijiler we karzdarlar, maýadarlar we maýa goýuma mätäçlik çekýänleriň arasyndaky özara gatnaşygy köpçülikleýin hem sazlaşykly esasda mümkin däldir. Bu özara gatnaşyk alyş-çalyş esasynda bolup geçýär. Onuň möhüm bölegi aýratyn merkezlerde-biržalarda jemlenýär. Alyş-çalşyň beýleki bölegi biržalaryň çäginden daşarda amala aşyrylýar.

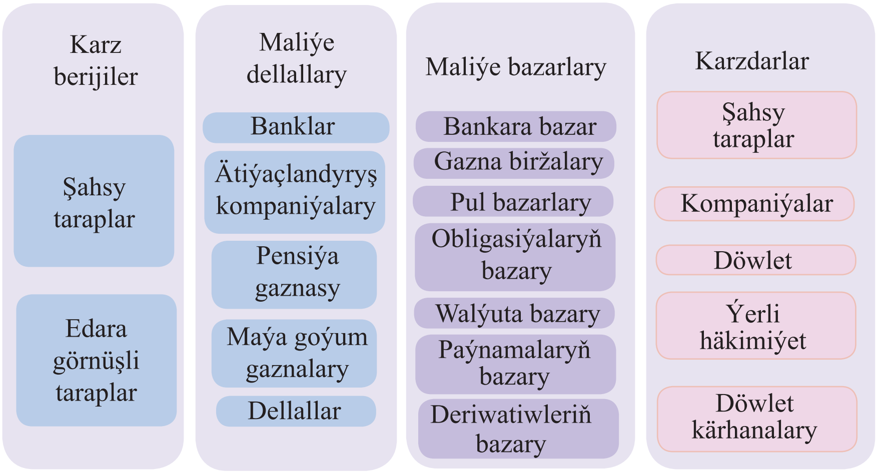
Alyş-çalşyň esasy dellallary. Alyş-çalyşda karz berijileriň we karzdarlaryň, şeýle hem maýa goýum hadysasyna gatnaşyjylaryň arasyndaky dellal bolup, köplenç, banklar we biržalar çykyş edýärler. Olar gatnaşyjylara ýardam etmek bilen alyş-çalşy ýeňilleşdirýärler.

Banklar gysga möhletli özara gatnaşyklary guraýarlar. Gysga möhletli özara gatnaşyklar iki sany garşylyklaýyn hadysa getirýär: banklar pul eýelerinden goýumlary (depozitleri) kabul edýärler we goşmaça mätäçlik çekýänlere karz berýärler. Bulardan başga-da, banklar gazna ylalaşyklaryny öz içine almak bilen haryt alyş-çalşygyny ugrukdyrýan hasaplara hyzmat edýärler.

Biržalar çylşyrymly we uzakmöhletli özara gatnaşygy guraýarlar. Has çylşyrymly hem toplumlaýyn özara gatnaşyklar we transzaksiýalar ýörite bazary talap edýär. Şeýle bazarda karz berijiler we maýadarlar (köplenç, ýörite agentleriň-dellallaryň (dellallaryň) üsti bilen hereket edýän) karzdarlary (has dogrusy, olaryň agentleri) garşylaýarlar, şol ýerde karz we karz borçnamalary dolanyşykda hereket edýär, maýa goýum resurslary bolsa söwdanyň standart predmeti bolup durýar. Maliýe bazarynyň esasy düzümi gazna biržalarydyr. Ol ýerde bergi borçnamalary maýadarlara ýerleşdirmek bilen kompaniýalar, maýalary özüne çekýärler.

Bazarlaryň öwrenilmegi diňe biržalar (gazna, haryt, fýuçers, walýuta we deriwatiw), şeýle hem alyp-satmagyň dürli gurallary we predmetleri (paýnamalar, obligasiýalar, maliýe şertnamalary, wekseller we dürli harytlar) bilen çäklenmeýär. Gazna biržalarda köpsanly dellallar hereket edýärler, olaryň arasynda iri we görnükli kompaniýalar tapawutlanýarlar. Olaryň aglabasy has ýönekeý we kän mälim bolmadyk orny eýeleýärler. Maliýe bazary bankara bazary hem özüne birikdirýär. Onuň esasynda gysga möhletli karz serişdeleriniň bazary ýerleşýär. Mysal üçin, dünýä tejribesinde, bir bank başga bir banka gündelik deňlemäniň (balans) galyndysyny emele getirmek üçin diňe bir gijelik karz berýän halatlary seýrek däl. Bankara bazaryň beýleki bölegi walýuta bazary bolup, onda banklar walýuta bilen söwdalaşýarlar.

Aşakda görkezilýän şekil maýa bazarynda karz berijileri, karzdarlary, maýadarlary we maýa goýumy sarp edijileri häsiýetlendirýär (*1.3-nji surat*).



1.3-nji surat. Maliýe bazarynyň görnüşleri we gatnaşyjylar

Bularyň hemmesini has umumylaşdyrylan we ýönekeýleşdirilen görnüşde şu aşakdaky ýaly göz öňüne getirmek mümkin: ilat karz berijiler we maýadarlar hökmünde, kompaniýalar bolsa karzdar hökmünde çykyş edýärler. Her bir takyk ýagdaýda şol ýa-da beýleki kontragent karz beriji ýa-da karzdar, maýadar ýa-da maýa goýumy sarp ediji bolup biler.

Maliýe bazarynyň maksady alyş-çalyşda karz berijileriň we karzdarlaryň, maýadarlaryň we maýa goýumy sarp edijileriň arasynda zerur bolan özara gatnaşygy guramaga syrygýar.

Karz berijiler (lenders)

Şahsy taraplar. Karz beriji erkin puly ulanmakda dürli meýilleriň öňünde durýar. Esasan hem, onuň saýlawy, puly banka (amanat goýum) ýa-da pensiýa gaznasyna, ätiýaçlandyryş kompaniýalaryna ýa-da maýa goýum gaznasyna, hökümet obligasiýalaryna şeýle hem kompaniýalaryň paýnamalaryna ýerleşdirmek bilen çäklenýär. Uzak bolmadyk geçmişde pullar gönüden-göni uly bolmadyk kompaniýalarda ýa-da dellallaryň üsti bilen (maliýe dellallarynyň) iri kompaniýalaryň paýnamalarynda ýerleşdirildi. Şu maksatlar üçin dellallar biržalaryň hyzmatlaryndan ýa-da biržadan daşary bazarlardan peýdalanypdyrlar.

Edara görnüşli tarap. Kompaniýalar karz alyjylaryň tarapynda has köp çykyş edýärler. Eger olarda wagtlaýyn artykmaç maýalar ýüze çykan ýagdaýynda, olary maliýe bazarlaryna ýerleşdirýärler ýa-da maliýe dellallaryna geçirýärler (bank edaralaryna)[1]. Banklar hem maliýe dellallary bolup durýarlar. Olar bir tarapdan serişdeleri çekse (karz esasda), beýleki tarapdan olary gutarnykly sarp edijilere gönükdirýärler.

Karz alyjylar (borrowers)

Banklardan şahsy taraplar: a) gündelik maksatlary üçin gysga möhletli serişdeleri; b) gozgalmaýan emläk, awtomobil we beýleki harytlary satyn almak üçin uzak wagtlap peýdalanmak bilen baglanyşykly ylalaşyklary maliýeleşdirmeklige uzakmöhletli serişdeler karz alýarlar.

Kompaniýalar dolanyşyk maýasynyň üstüni doldurmak, şeýle hem esasy maýany ösdürmek üçin pul karz alýarlar. Olar karz serişdelerine çig mallary we ýarymfabrikatlary satyn alýarlar, täze gurluşyklary, önümçiligiň modernizasiýasyny amala aşyrýarlar we işini giňeldýärler.

Häkimiýet: a) çykdajylar girdejilerden ýokarlananda, býujetiň ýetmezçiliginiň üstüni ýapmak üçin; b) millileşdirilen kärhanalary gaýtadan dikeltmek, ýerli häkimiýet edaralaryny saklamak, önümçilige hyzmat edýän hojalyk kompleksi (infrastrukturany) ösdürmek we döwlet kompaniýalaryny maliýeleşdirmek üçin pul ýetmezçiliginde karzlara ýykgyn edýärler. Hemişe bergidarlygyň artdyrylmagy we onuň azalmagynyň hem üzülmeginiň seýrek ýagdaýlary döwlet karzynyň aýratynlygy bolup durýar.

Köp halatlarda dünýä tejribesinde, döwlet bergi borçnamalarynyň azalmagy üçin ugurlary üýtgedýär, neşir enjamynyň hyzmatlaryna ýüzlenýär, puluň hümmetiniň gaçmagyna we inflýasiýa getirýän goşmaça pullary dolanyşyga goýberýär.

Döwlet kärhanalary. Edaranyň işiniň togtamazlygyny üpjün etmek we ösdürmek (poçta hyzmaty, demir we awtomobil ýollary,

---

[1] Bir kompaniýanyň beýlekä göni karz bermegindäki telekeçilik karzlaşdyrma halatlary mümkindir, mysal üçin, öz önümini karzyna satmakda

köprüler, hassahanalar, metro, galyndylary gaýtadan işlemek we ş.m.) üçin serişdeleri karz alýarlar. Olar bu işi döwlet kepillendirmesi esasynda amala aşyrýarlar.

Bazardaky bahanyň hereketini kesgitlemäge çemeleşmeler. Maliýe bazarlaryny öwrenmeklige köp güýç sarp edilişi ýaly, bahalaryň hereketlerini öwrenmeklige hem aýratyn gyzyklanma bildirilýär. Çarlz Dou (Charles Dow) Dou Jons we Ko-nyň (Dow Jones & Company) we Wall Strit Jornal (Wall Street Journal) esaslandyryjylaryň biridir. Ol «Dounyň nazaryýeti» (Dow Theory) diýlip atlandyrylýan meseläni öwrenmegiň başyny başlady[1]. Maliýe bazaryndaky bahalaryň hereketiniň üýtgemegini maglumatlaşdyrmak alty postulatdan we matematiki usuly ulanmak bilen bahalaryň üýtgemegini ýönekeý we gysgaça guraýar. Benoit Mandelbrot maglumatlaşdyrylýan trendlerdäki mukdar bahalary takyklamak we giňeltmek arkaly Dounyň nazaryýetine uly goşant goşdy. Häzirki döwürde maliýe bazarynyň ýagdaýyny, maglumat nusgalarynyň gurluşyny we maýa goýum bukjasynyň emele gelşini derňemek üçin dürli nazary we tejribe ähmiýetli işler ulanylýar[2]. Ösen matematiki usullara garamazdan, şu günki gün, ozal bolşy ýaly, zerur bilimleriň we maglumatlaryň esasynda gurnalan intuisiýa bazara gatnaşyjylaryň özüni alyp barşyny kesgitleýär.

---

[1] Dounyň nazaryýeti «Wall Street Journal» üçin Ç. Dou tarapyndan ýazylan makalalary täzeden neşire taýýarlamagyň netijesinde ýüze çykdy. Dounyň özi bu adalgany hiç wagt ulanmandy. Biz onuň ýüze çykandygy üçin Uilýam Gamiltona, Robert Rio we Jorj Şafere minnetdardyrys.

[2] Esasy nazary işler: «The Wave Principle», 1938-nji ý. kitapda beýan edilen Eliotyň tolkun nazaryýeti (1871 – 1948) . Düýpli we tehniki derňew; «Mark Tweniň» täsiri, öz adyny ýazyjynyň «Oktýabr» hekaýasy boýunça aldy. 1929 we 1987-nji ýyllardaky birža howsalasynyň oktýabrda bolup geçendigi baradaky ýagdaý. Onuň beýanyny 1989-njy ýylda ykdysatçy Kadsbi (Cadsby) geçirdi; «Ýanwar effekti» (Kähalatda «Ýyl soňy täsir» hem diýilýär), täze ýylyň bäşinji söwda gününde oýunçylaryň ýylyň soňy boýunça baýramçylyklaryň we beýleki meseleleriň getiren ýyllyk salgytlaryna we düşewüntlerine, söwdanyň azalmagyna ýa-da ösmegine akyl ýetirmegi söwda täsir edýär. Bazar netijeliliginiň çaklamalary. Arbitraž baha derňewi

1.4. Maliýe bazarynyň Türkmenistanyň ykdysadyýetinde tutýan orny

Ykdysadyýeti we maliýe ulgamyny özgertmegiň umumy Konsepsiýasynyň aýrylmaz bölegi hökmünde **Türkmenistanda gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmegiň esasy maksady** – maýa goýumlaryny çekmegiň, maýany jemlemegiň we ony ykdysadyýetiň pudaklary bilen hojalyk subýektleriniň arasynda oýlanyşykly (rejeli) gaýtadan paýlamagyň netijeli mehanizmini döretmek bolup durýar.

Görkezilen maksada ýetmek üçin şu **wezipeler** çözülmelidir:

1. Gymmatly kagyzlar bazarynyň guramaçylyk gurluşyny ösdürmek, ol:

– gymmatly kagyzlarynyň emitentlerini we maýa goýumçylaryny;

– gymmatly kagyzlar bazaryna hünärli gatnaşyjylary;

– gazna biržasyny we biržadan daşary nyrh kesiş ulgamlaryny;

– gymmatly kagyzlaryň hasaba alyjylaryny, depozit saklaýjylaryny;

– döwlet düzgünleşdiriş we gözegçilik edaralaryny öz içine alýar.

2. Gymmatly kagyzlar bazaryny guramak we emele getirmek işlerini düzgünleşdirýän we bazara hünärli gatnaşyjylaryň özüni alyp baryş kadalaryny belleýän, şeýle hem birža we biržadan daşary bazarlarda söwdalaryň tehnologiýasyny, gymmatly kagyzlar bazarynda geleşikleriň görnüşlerini we söwda strategiýalaryny tertipleşdirýän kadalaşdyryjy hukuk namalaryndan ybarat bolan kanunçylyk binýadyny emele getirmek. Şu maksada eýermek bilen, hereket edýän kanunçylyklara üýtgetmeler we goşmaçalar girizmek, şeýle hem gymmatly kagyzlar bazaryndaky işi tertipleşdirýän birnäçe täze kadalaşdyryjy hukuk namalary kabul etmek göz öňünde tutulýar;

3. Esasy maksady gymmatly kagyzlary ilkinji gezek ýerleşdirmek işini we olaryň ikinji bazarda dolanyşykda bolmagyny bökdençsiz üpjün etmekden ybarat bolan gymmatly kagyzlar bazarynyň amatlyklaryny döretmek we ösdürmek;

4. Gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmegiň netijeli ulgamyny emele getirmek.

Gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmek we maliýe edaralarynyň işine gözegçilik etmek maýa goýumçylaryň hem-de maliýe hyzmatlaryny sarp edijileriň oýlanyşykly bahadan gowy hilli maliýe hyzmatlarynyň edilmegine bolan isleglerine seslenip biljek netijeli we bäsdeşlige ukyply bazary döretmelidir.

Gymmatly kagyzlar bazaryny düzgünleşdirmek we maliýe edaralarynyň işine gözegçilik etmek batmaklyga garşy kepillendiriji bolup çykyş edip bilmez. Bazar ykdysadyýetinde batmaklyk maliýe edarasynyň öz üstüne alýan töwekgelçiliginiň beýleki tarapy bolup durýar. Batmaklyk düzgünlerini amala aşyrmagyň tertibi, şunuň bilen bagly çekilen ýitgiler maýa goýumçylaryň hem-de maliýe hyzmatlaryny sarp edijileriň hasabyna maliýe ulgamyny goldamagyň derejesi baradaky çekişmeleri döredýär. Şonuň üçin hem şunuň ýaly meseleler diňe döwlet düzgünleşdiriş we gözegçilik edaralarynyň garaýan meselesi bolmaly däldir.

Döwlet düzgünleşdiriş we gözegçilik edaralary bazarda bolup geçýän ähli üýtgemelere tiz seslenmelidirler, bazardaky täze üýtgeşiklikleri we meýilleri hasaba almak bilen, düzgünleşdiriş we gözegçilik syýasatyna we iş tejribesine döwürleýin gaýtadan seretmäge taýýar bolmalydyrlar.

Türkmenistanda bazary düzgünleşdirmegiň we maliýe edaralarynyň işine gözegçilik etmegiň maksady şulardan ybaratdyr:

1. Türkmenistanyň maliýe bazarynda ýeke-täk döwlet syýasatyny alyp barmak;

2. Maliýe bazarlarynda kanunçylygyň bozulmagynyň öňüni almak we bes etmek boýunça çäreleri görmek, kanunçylygyň bozulandygy üçin bellibir şahslar babatynda temmi çärelerini ulanmak ýoly bilen maýa goýumçylaryň hem-de maliýe hyzmatlaryny sarp edijileriň hukuklaryny goramak;

3. Türkmenistanda gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmegiň ulgamlaýyn strategik wezipelerini çözmek;

4. Maliýe bazarynyň elýeter bolmagy we oňa gatnaşyjylaryň hukuklaryny goramak babatynda deň mümkinçilikleri üpjün etmek;

5. Bazary düzgünleşdirýän we maliýe edaralarynyň işine gözegçilik edýän döwlet edaralarynyň işini utgaşdyrmak;

6. Bazaryň aýdyňlygyna we açyklygyna gözegçilik etmek;

7. Bazara gatnaşyjylar tarapyndan kanunçylygyň talaplarynyň berjaý edilmegini gazanmak;

8. Ykdysady bäsdeşligi ösdürmek we maliýe bazaryndaky ynsapsyz bäsdeşlikden goramak;

9. Maliýe edaralaryny döwlet tarapyndan bellige almak;

10. Maliýe edaralarynyň işiniň aýry-aýry görnüşlerini ygtyýarlandyrmak;

11. Maliýe edaralarynyň işini kadalaşdyryjy hukuk babatda düzgünleşdirmek, şeýle hem maliýe edaralarynyň özleri, öz hyzmatlary baradaky maglumatlary açmagyna bildirilýän talaplary we maliýe edaralarynyň hasabatlylygyny goşmak bilen, maliýe edaralaryna bildirilýän talaplar;

12. Maliýe edaralarynyň işine gözegçilik;

13. Gymmatly kagyzlar bazary üçin hünärmenleri taýýarlamak ulgamyny döretmek.

Türkmenistanyň ýokary okuw mekdepleriniň binýadynda gymmatly kagyzlar bazary üçin hünärmenleri taýýarlamak boýunça degişli dersler girizildi. Şeýle-de, bu ugurda iş tejribesiniň ýokdugyny nazara alyp, işgärleri ösen gazna bazarlary bar bolan ýurtlaryň gazna biržalarynda taýýarlamak gerek bolar;

14. Türkmenistanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň dünýäniň gymmatly kagyzlar bazary ulgamyna goşulyşmagy.

Gymmatly kagyzlar – bu bazaryň esasy harydy bolup, ol şu bazarda satyn alynýan we satylýan özboluşly önümdir. Maliýe bazarynyň guraly hökmünde gymmatly kagyzlar bergi borçnamasy ýa-da eýeçilik hukugy baradaky şahadatnama görnüşli resminamadyr. «Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» Türkmenistanyň Kanunyna laýyklykda gymmatly kagyzlar – mälim edilende birine geçirilmegi we amala aşyrylmagy mümkin bolan, özünde berkidilen emläk hukuklaryny tassyklaýan resminamalar. Gymmatly kagyzlar aýrybaşga resmi-

namalar ýa-da hasaplardaky ýazgylar görnüşinde bolup biler. Bank karzynyň alnandygyny, banklaryň depozitlerine pul möçberleriniň geçirilendigini (banklaryň depozit sertifikatlary muňa girmeýär) tassyklaýan resminamalar, bergi dil hatlary, wesýetnamalar, lotoreýa biletleri, ätiýaçlandyryş polýuslary gymmatly kagyzlara degişli däldir.

Gymmatly kagyzlar özboluşly «harydyň» – puluň saldamly düzüm bölegi bolup durýar. Olaryň şu **häsiýetnamalary** bolmalydyr:

– standart – emitentiň ýazgysy, pul möçberi, girdeji, emitent barada maglumat;

– bazara laýyklygy – gymmatly kagyzyň bazarda dolanyşykda bolup biljekdiginiň subutnamasy (tassyknamasy);

– geçginlilik – gymmatly kagyzyň islendik wagtda uly ýitgi çekmezden ýerlenip biljekdiginiň subutnamasy;

– döwlet tarapyndan düzgünleşdirmek – standartlaryň bolmagy, emissiýany bellige almak.

«Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» Türkmenistanyň Kanunyna laýyklykda gymmatly kagyzlaryň emitentleri, maýa goýumçylar we maýa goýum institutlary gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylar bolup bilerler.

Halkara tejribesinde bazara gatnaşyjylary şertli ýagdaýda iki derejä bölýärler.

Maliýe bazarynda amallary geçirmek barada çözgüt kabul edýänler **birinji derejäni** düzýärler. Olar emitentlerden, maýa goýumçylardan we maýa goýum institutlaryndan (maliýe araçylaryndan we garaşsyz araçylardan (dellallar, dilerler)) ybaratdyr.

Ikinji dereje (bazar amatlyklary) – onda birinji derejede kabul edilen çözgütleri amala aşyrmak, bellige almagy, hasaplaşyklary, gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň hukuklaryny hasaba almagy üpjün etmek, girdejileri hasaplap ýazmak we tölemek boýunça agentlik amallaryny geçirmek bilen bagly wezipeleri ýerine ýetirip işleýärler.

Maliýe bazarynyň amatlyklaryna biržalar, bellige alyjylar, depozitarlar, nominal saklaýjylar, söwda we hasaplaşyklar ulgamy degişlidir.

Häzirki wagtda Türkmenistanda gymmatly kagyzlar bazarynyň ösüşine gymmatly kagyzlaryň dürli maýa goýumçylaryň arasynda

netijeli geçmegini amala aşyrmaga we gymmatly kagyzlara eýeçilik hukugyny tassyklamaga mümkinçilik berýän ýeke-täk depozitariý bellige alyş ulgamynyň bolmazlygy päsgel berýär. Türkmenistanyň çäginde gymmatly kagyzlary çykarmaga we dolanyşyga goýbermäge diňe olar Türkmenistanyň Maliýe we ykdysadyýet ministrliginde bellige alnandan soň rugsat edilýär. Täjirçilik banklarynyň çykarýan gymmatly kagyzlaryny döwlet tarapyndan bellige almagy Türkmenistanyň Merkezi banky amala aşyrýar, ol bellige alnan gymmatly kagyzlar baradaky maglumatlary ýeke-täk döwlet sanawyna goşmak üçin olary bir hepde möhletde Türkmenistanyň Maliýe we ykdysadyýet ministrligine berýär. Türkmenistanyň Maliýe we ykdysadyýet ministrligi Türkmenistanda bellige alnan gymmatly kagyzlaryň ýeke-täk döwlet **sanawyny saklaýjy** bolup durýar.

Emitent hökmünde döwlet, döwlet edaralary, ýerine ýetiriji ýerli häkimiýet edaralary, bilelikdäki we daşary ýurt kärhanalaryny goşmak bilen, kärhanalar we Türkmenistanyň çäginde bellige alnan beýleki edara görnüşli taraplar çykyş edip bilerler.

Maliýe bazary örän çylşyrymly mehanizm bolup, häzire çenli hiç bir nazaryýet nukdaýnazaryndan doly düşündirilenok. Şeýle-de, bazary seljermekde birnäçe usulyň bolmagyna we açyk-aýdyňlygyň bolmazlygyna garamazdan, gazna gymmatlyklary bu günki güne maýa goýumçylaryň köpüsi üçin iň bir özüne çekiji «harytlaryň» biri bolup durýar.

Döwrebap maliýe bazarlarynyň işleýşiniň daşary ýurt tejribesi biziň ýurdumyzyň şertlerine we mümkinçiliklerine tutuşlygyna uýgunlaşdyrylyp bilinmez. Olaryň işjeň ösüşi üçin döwlet gurluşlary, telekeçiler, maliýeçiler, hünärmenler we maslahatçylar derejesinde uly möçberli işler amala aşyrylmaly. Ýöne daşary ýurtlarda maliýe bazarlarynyň işleýşiniň mehanizmlerine düşünmeklik we bu ugurdaky olaryň tejribesiniň uly peýda berjekdigi şübhesizdir. Türkmenistanda maliýe bazarlary heniz ösüşiň başlangyjynda. Şeýle bolsa hem, döwlet kärhanalarynyň paýdarlar jemgyýetine öwrülmeginde maliýe bazarlarynyň serişdeleri giňeldilen önümçilik üçin işjeň ulanylyp biler.

II bap

KARZ MAÝASY (SSUDA KAPITALY)

2.1. Esasy nazary çemeleşmeler

Biz, maliýe serişdelerini gaýtadan paýlamak hakyndaky şu günki çözgütleriň, bir nesliň we döwletiň çäginden has daşary çykýan netijelere eltip biljek dünýäsinde ýaşaýarys. Emma häzirki zaman jemgyýetde birinjiden, maliýe serişdelerini netijeli ulanmagyň zerur görnüşleriniň dogry salgylanmalaryň saýlawy; ikinjiden, degerli netijelere itergi berýän gyzyklanmalar we höwesler; üçünjiden, serişdeleriň hereketini guramaga we gönükdirmäge ukyply enjamlar barmyka? Hojalygyň ösüşi örän köp peýdaly, şeýle hem zyýanly gurallary we mehanizmleri döretdi. Olaryň arasynda karz maýasy aýratyn tapawutlanýar. Ilkibaşda biz birinji goýlan meselede saklanýarys: karz maýasynyň (ssuda kapital) hereketiniň ugurlary. Şu maksat bilen karz maýasyna dürli esaslandyrmalar berilýär.

Karz maýasyna nazary çemeleşmeler[1]**.** Karz maýasynyň ilkinji kesgitlemesi we esaslandyrmasy ykdysady ylymlaryň ýaňy döräan wagtlarynda emele geldi. Olaryň ýüze çykmagy Adam Smitiň, Dawid Rikardonyň, Jon Stýuart Miliň we Tomas Robert Maltusyň atlary bilen baglanyşyklydyr. Gitdigiçe ylmy barlagçylaryň topary giňedi.

[1] Karz maýasyny kesgitlemek boýunça ylymda bütewi pikirler ýok. Bu babatda garaýyşlaryň köpdürlüligi höküm sürýär. Köpüsi bazaryň maliýe ýa-da karz anyklygynyň meseleleriniň töwereginde jedelleşmäge ýykgyn edýärler. Beýlekileri bolsa karz maýasynyň gymmatly kagyzlar ýaly tapawutly taraplarynda ünslerini jemleýärler; üçünjisi bolsa, uzakmöhletleýin goýumlary burçuň başynda goýýarlar. Dördünji, onuň mazmunyny karz goýumlarynyň ähli görnüşleri bilen baglanyşdyrýarlar. Häzirki zaman daşary ýurt ykdysadyýetçileri karz maýasyny we onuň bazaryny häsiýetlendirmekde has agzybirdirler.Olar, köplenç, karz maýasyna maýanyň has hereketli bölegini degişli edýärler, onuň bazaryny bolsa biržalaryň işi bilen baglanyşykly bolan karz maýasynyň guramaçylykly bazaryna we gymmatly kagyzlaryň biržadan daşary dolanyşygyna bölýärler.

Olaryň arasynda Karl Marks, soňra Jon M. Keýns we has biziň döwürdeşimiz bolan Milton Fridman[1] (1915 – 2006) aýratyn tapawutlanýar. Öz ygtyýarynda nazary usullaryň giň gorhanasyny saklan karz maýasynyň ylmy derňewçileri öz öňlerinde seýrek bolmadyk we özara çäklendiriji meseleleri goýupdyrlar. Munuň özi gapma-garşylykly netijelere getiripdir. Galyberse-de, karz maýasyny öwrenmekde üç sany esasy ugur bellenildi: mehaniki, nusgawy we buržuaz (buržuaz-liberal we buržuaz-konserwatiw)

Mehaniki taglymat. Karz maýasy, maýa goýum gönükdirmesi bar bolan pul görnüşinde kesgitlenilýär. Bu ýagdaý (hereket) maýa bildirilýän islege we teklibe laýyklykda emele geldi.

XIX asyryň ahyryna çenli karz maýasy görnüşindäki puluň ýagdaýyny, umumy pul dolanyşygyndan bolşy ýaly (pul dolanyşygynyň aýratyn ýagdaýy), söwdanyň ösüşinden hem çykaryldy. XIX asyryň ahyrynda we XX asyrda mehaniki çemeleşme has çylşyrymlaşdy. Emma muňa garamazdan, ol öňküsi ýaly jemgyýeti baýlaşdyrmaga gönükdirildi. Öz gezeginde bu baýlyk maddy gymmatlyklar görnüşinde däl-de, harytlaryň we hyzmatlaryň hereketiniň ýönekeý hyzmatlarynyň çäklerinden daşarda ýerleşýän puluň has irrasional görnüşindedir. Karz maýasyny öwrenmegiň mehaniki ugry dürli mekdeplerde görkezilendir. Olaryň arasynda XVIII – XIX asyrlarda emele gelip, biziň günlerimize çenli ähmiýetini ýitirmän gelen monetar we merkantilist mekdepler tapawutlanýarlar.

Köp halatlarda karz maýasyny, onuň esasynda erkin bazar ýerleşen mehanizmlere syrykdyrýarlar. Sebäbi erkinlik maýany (maýa), zähmetiň we ýeriň netijeli gaýtadan paýlanmagyna ýardam edýär. Mehaniki taglymata laýyklykda bazaryň erkinligi baradaky düzgün ýaýrawa eýe boldy. Karz maýasynyň bazary özboluşly hasap maşyny ýalydy. Ol maglumatlary täzeden işlemek (ony girelgede kabul edýär we çykalgada zerur maglumatlary berýär) maýalary gaýtadan paýlamaga we şonuň bilen birlikde öndürijiligi amatly gurnamaga ýardam edýär.

---

[1] 1976-njy ýylda Nobel baýragynyň eýesi

Merkantelistler, baýlyk, köplenç, önümçiligi ösdürmek (maýalary maýalaşdyrmagyň netijesinde ýetilýän) görnüşinde däl-de, pul gorlary görnüşinde artdyrylýar diýip hasaplaýardylar. Şoňa görä-de olar, altyn gorlarynyň öňünde baş egmek bilen, karz maýasynyň ähmiýetini gutarnykly bahalandyrman, oňa halklaryň baýlygyny ösdürmekde ýaramaz orny degişli edýärler.

Monetaristler, tersine, has amatly bahadaky harytlaryň (maýany öz içine almak bilen) elýeterliliginiň tarapdary boldular. Munuň özi netijesiz kärhanalary aradan aýyrdy, olaryň ornuny üstünlikli kärhanalar eýelediler. Bu işde olara karz maýasy ýardam etdi. Karz maýany şowsuz kärhanalardan gaça durup, netijeli goýumlaryň tarapyna gönügip, şonuň bilen birlikde ykdysady ösüşe ýardam etdi.

Soňky wagtlarda karz maýasy boýunça işler Milton Fridmanyň yzyny dowam edijiler we bazar fundamentalizmi diýilýänleriň wekilleri tarapyndan geçirildi. Bir tarapdan olar bazar we ykdysady erkinligi ýokary göterdi, beýleki tarapdan onuň işine döwletiň gatnaşmagyndaky ähmiýetini inkär etdiler ýa-da ýeterlik bahalandyrmadylar we bazar oýnunda islendik çäklendirmä garşy durdular. Şeýle çemeleşme alymlaryň köpüsine «Gazna imperializmi» hakynda aýtmaga ygtyýar berdi. Oňa laýyklykda ykdysadyýet gazna bazarynyň tabynlygyndady. Dj. Gelbreýt we onuň tarapdarlary keýnsianlaryň we bazar neomonetaristleriň has ykjam döwlet çemeleşmelerini deňleýärler (balanslaşdyrýar).

Nusgawy nazaryýet. Bazarlary öwrenmegiň nusgawy ugry köpsanly mekdeplerden we taglymatlardan ybaratdyr. Olaryň arasynda karz maýasynyň smitian, rikardian, marksistik – leninçilik we marksistik-liberal esaslandyrmalaryny tapawutlandyryp bolýar.

Smitian çemeleşme maýasynyň we bazaryň ykdysady, syýasy, hukuk we etiki taraplaryny birikdirýän giň möçberli durmuş nazaryýete esaslanýar. Ol bir wagtda maýany paýlamagyň bazar mehanizmlerine garap geçýär. A. Smit we onuň tarapdarlary hakykat ýüzünde ýurduň milli baýlyklarynyň merkantelistleriň çak edişleri ýaly, pul gorlaryna däl-de, önümçilik kuwwatlylygynyň göwrümine baglydygyny görkezdiler. Şeýle çemeleşmede karz maýasyna önümçilikde kömekçi orun degişlidir.

Rikardian taglymaty – bu bazaryň durmuş meselelerini däbe görä örän dar garaýyşlarda seljeripdir. Bu taglymata laýyklykda karz maýasynyň hereketi şahsy taraplaryň erkin, deňhukukly we özara peýdaly saýlawynyň netijesi hökmünde görkezilýär. Ol tebigaty boýunça çökgünlikden erkindir. D. Rikardo şu günki gün hem wajyplygyny ýitirmedik söwdanyň adaty bolmadyk takyk nazaryýetini we esasy ýörelgelerini kesgitledi. Onuň nukdaýnazaryndan **karz maýasy** – önümçilik kuwwatyny artdyrmagy çäklendirýän pul gorlar görnüşinde toplamaga däl-de, önümçiligi maýalaşdyrmaga alyp barýar, şeýlelikde, ilatyň ýaşaýyş derejesini ýokarlandyrýar diýip belleýär.

Marksizm – leninizm karz maýasyny we köpsanly beýleki ykdysady kategoriýalary, gymmata degişli hasap edýärler. Bu aýlanyşygyň barşynda karz maýasynyň hereketi görnüşinde aýratyn aýlanyşygy amala aşyran maýanyň bellibir bölegi aýrybaşgalaşýar. Bu ýerde maýa (maýa) goşmaça gymmata syrygýar. Şeýle görnüşde karz maýasynyň iň soňky hasaby zähmetkeşleriň ekspluatasiýasyna esaslanýar we anyk ýüze çykan ideologik tegmile eýe bolýar. Karz maýasynyň hereketi maýanyň aýlanyşygyna esaslanmak bilen bir hatarda iki sany möhüm hadysa bilen baglanyşyklydyr:

1) kapitalistik gurluşy bozýan ykdysady tapgyrlar (sikl) bilen;

2) sosialistik öwrülişigiň öňünden görülýän maddy taýýarlygy bilen.

Netijede, karz maýasyna onuň könäni dargadyp, täzäni döretmäge gatnaşygynyň nukdaýnazaryndan seredilipdir.

Marksistik – liberal mekdep karz maýasyny öwrenmegiň parametrini giňeltdi. Ol bazaryň ykdysady, ideologik we seýrek bolmadyk halatlarda sosial-psihologik düzümini utgaşdyryp, karz maýasyny bolsa gaýtadan paýlaýjy kategoriýalara degişli etdi.

Buržuaz mekdepleri. Liberal däplere laýyklykda karz maýasynyň bazary maýanyň bellibir böleginiň hereketiniň çäklerinde şahsy taraplaryň erkin özara hereketi görnüşinde görkezilýär. Özbaşdak maksada okgunlylyk döwlet tarapyndan çäklendirilen we kadalaşdyrylýan kesgitlenen erkinligiň çäklerinde hereket edýär. Buržuaz mekdebiniň konserwatiw we liberal wekilleriniň arasynda

– döwletiň goşulyşmagynyň güýjüniň, ugrunyň, mehanizmleriniň we bazar erkinliginiň derejesiniň meseleleri babatda gapma-garşylygy görmek bolýar. Liberal mekdebiniň karz maýasynyň nusgawy çemeleşmesini J. Keýns girizdi. Onuň işleri 1930-njy ýylda döwletiň ykdysady syýasatynyň esasy bolup hyzmat etdi. Pul dolanyşygy, karz, göterim we karz maýasy, şeýle hem döwlet çykdajylary hojalyk durmuşyny döwlet tarapyndan kadalaşdyrmagyň esasy guraly boldy. Bu däbi soňky ýyllarda J.K.Gelbreýt (John Kehheth Galbraith,1909-2006) dowam etdi. Emma ol göterime we karz maýasyna, hojalyk işini, ykdysady tapgyrlary kadalaşdyrmagy we ykdysady ösüşi döwlet tarapyndan dolandyrmagyň gurallary hökmünde, ulanmaga seresaply seredipdir. Onuň garaýyşlary XX asyryň ikinji ýarymynda ABŞ-nyň döwlet dolandyryşynda köp ulanylypdyr.

2.2. Karz maýasynyň aýratynlyklary

Karz maýasyna mekdepleriň aglabasynyň wekilleriniň ykrar eden aşakdaky esasy aýratynlyklary mahsusdyr.

Karz maýasy (ssuda kapitaly) – bu önümçilikde, söwdada, ulagda, gurluşykda we ş.m. bilen meşgullanylýan maýa-wezipä garşylykly bolan maýa – hususyýetçilikdir. Bu aýratynlygy karz maýasynyň marksistik – leninçilik taglymatynyň esasy bolup durýar. Beýleki mekdepler bu meselä köp üns bermeseler-de, onuň bardygyny inkär etmeýärler. Bu düzgüne laýyklykda maýanyň hereketiniň çäklerinde zähmet bölünişigi bolup geçip we ony öndürijilikli peýdalanmagyň mümkinçiligi ýüze çykdy.

Karz maýasy – bu haryt maýasy. Şeýle çemeleşme, mekdepleriň köpüsi üçin umumydyr. Buržuaz ykdysady pikirleriň wekilleri bu aýratynlygy karz maýasynyň göterim, diwident ýa-da töleg kuponlary, maýanyň eýelerine gelip düşýän girdejiler görnüşinde bir elden beýlekä geçirmegiň ýönekeý hereketine syrykdyrýarlar.

Karz maýasy hereketiň aýratyn görnüşine eýedirler. Karz maýasyna şeýle çemeleşmäni beýleki ykdysatçylar hem kabul etdiler. Nusgawy mekdebiň takyklamagyna görä, karz maýasy diňe bir baha-

dan däl, eýsem, adaty maýadan hem tapawutlanýar. Bu ýerde marksizm-leninçilik we liberal düşündirişinden karz maýasynyň umumy maýadan aýryp çykarýar we ony senagat maýasyna garaşly goýýar. Munuň özi onuň yzyna dolanmagynyň işjeň täsiri bilen şertlenendir.

Mehaniki we buržuaz liberal mekdepler karz maýasynyň bu aýratynlygy boýunça dürli netijeleri çykarýarlar:

– mehaniki – karz maýasy öz-özünden gymmatyň erkin bazarda paýlanylmagyna gatnaşýar;

– buržuaz–liberal döwlet karz maýasynyň üsti bilen (onuň teklibini çäklendirmek we giňeltmek arkaly) hojalyk durmuşyny sazlamaga mümkinçilik alýar.

Karz maýasy, maýanyň ekspluatatorçylyk mazmunyny, galyberse-de, zähmet bilen maýanyň arasyndaky jedeliň aýdyňlygy bilen ýüze çykýar. Marksistik-leninçiler bu çemeleşmäni has anyklygy bilen ulanýarlar. Nusgawy mekdebiň beýleki wekilleri karz maýasy bilen ekspluatasiýanyň arasyndaky baglanyşygy anyk yzarlamaýarlar. Buržuaz mekdepleri bolsa bu meselä biperwaý garaýarlar.

2.3. Karz maýasynyň çeşmeleri we esaslandyryjylary

Karz maýasynyň çeşmeleri. Karz maýasynyň çeşmelerini kesgitlemekde iki sany esasy çemeleşme tapawutlanýar: nusgawy we bazar.

Karz maýasynyň nusgawy çeşmeleri şu aşakdakylar:

1) önümçilikden wagtlaýyn boşadylan, kapitalistleriň pul maýalary;

2) pul görnüşinde toplanan we maýalaşma üçin niýetlenen goşmaça gymmatyň bir bölegi;

3) pully kapitalistleriň maýalary (olar öň rantýe diýlip atlandyrylýardy);

4) ilatyň süýşürintgileri.

Bu çemeleşmäniň tarapdarlary syýasy – ykdysadyýetiň nusgawylary bolup durýarlar: marksistik – leninçilik we marksistik–liberal. Neomonetarizmiň käbir tarapdarlary karz maýasynyň nus-

gawy çeşmelerine üns berýärler. Şonuň bilen birlikde olar bazar çemeleşmelerine hem uly üns berýärler.

Karz maýasyna **bazar** (amaly) çemeleşmeden ugur alynsa, ol ilatdan kompaniýalara tarap geçýär. Monetaristler we buržuaz mekdepleriniň köpüsi karz maýasynyň çeşmeleriniň bazar düşündirişlerini kabul edýärler. Bütewüligine alanyňda karz maýasyna islegleriň we teklipleriň balansy aşakdaky ýaly görnüşde emele gelýär: karz we maýa goýum serişdeleri bilen üpjün ediji hökmünde ilat, sarp edijiler bolup kompaniýalar çykyş edýärler.

Maliýe bazaryna düşen ähli pul serişdeleri, esasan, banklar tarapyndan toplanýar we biržalara gönükdirilýär. Emma muňa garamazdan, bank maýasynyň bir bölegi biržalarda emele gelýär (bank paýnamalarynyň we obligasiýalarynyň biržalarda ornaşmagy goşmaça maýasy çekmäge ýardam edýär), onuň beýleki bir bölegi indiki dolanyşyk we köpelmek üçin biržalara gelýär.

Karz maýasynyň esaslandyryjylary. Alyp-satarlar (spekulýant) maýany karz maýasynyň taryhy esaslandyryjysydyr. Marksistik garaýyşlaryna laýyklykda karz maýasynyň gelip çykyşynyň esasy bolup, *senagat maýasynyň aýlanyşygy* hyzmat etdi. Merkantelistler karz maýasyny *söwda dolanyşygyndan* çykardylar. Bu mesele boýunça buržuaz mekdepleri: karz maýasynyň emele gelmeginiň dürli çeşmeleri bar diýip düşünýärler. Amalyýetde karz maýany aýratyn karz geleşiklerinden, pul serişdeleriniň nagt däl geçirimlerinden, alyp-satmak we bank işinden bolşy ýaly senagat maýasynyň dolanyşygyndan bölünip çykýar.

Karz maýasynyň emele gelmegini taýýarlaýan her bir karz amaly, nagt däl ýa-da nagt – pul tranzaksiýasy – bu adamzadyň täsin gazananlarynyň taryhynyň janly şaýadydyr.

Birža düzgünleri ýa-da kanunlary özbaşdak we durnukly gazna hadysasyna meňzeşdir. Ol baradaky maglumatlar şol ýa-da başga özara hereketler baradaky aýratyn maglumatlar bilen däl-de, eýsem, birža ylalaşyklarynyň adatlarynyň, düzgünleriniň we kanunlarynyň görnüşinde kabul edilen has bütewüligi bilen gymmatlydyr. Her bir döwrüň birža işiniň saklanyp galan bu reglamenti bir eseriň birnäçe neşirine meňzeşdir: olar karz maýasynyň (ssuda maýa) ösüşiniň her

bir wagtlaýyn döwründe ondaky kanunalaýyklyklary böleklere bölmäge we tötänlikleri ýatyrmaga, umumylyklary we aýratynlyklary tapmaga ýardam edýärler. Düzgünleriň we kanunlaryň toplumlary karz maýasynyň hereketini öwrenmegiň iň doly çeşmesi bolup durýar. Şonuň bilen birlikde ol karz maýasy bazarynyň ýüze çykmagy ýaly, has iri we başlangyç meselä ýüzlenmäge ýardam edýär.

Birža «gurluşygynyň» taryhy we logiki «gatlary» – bu bazaryň öwrenilmegi karz işiniň aýratyn amallaryndan başlanýar, soňra bazaryň, pul gurallaryň we maýanyň döreýşine, biržanyň emele geliş döwrüne geçýär. Biržalara akyl ýetirmegiň ähli hadysasyny dört gatly binanyň gurluşygyny galdyrmak bilen, deňeşdirmek mümkin. Onda bir gatdan beýlekä geçmek arkaly, biz kem-kemden birža işi barada bilimleriň belentliklerine galýarys.

Birinji (aşaky) **«gat»** – bu takyk söwda ylalaşyklary baradaky şol ýa-da beýleki ýazgylary okamak, geleşigiň baglaşylan daşky gurşawyny we ýerini öwrenmek. Bu ýerler kem-kemden nusgalyk görnüşe eýe bolýarlar, olaryň käbiri häzirki zaman biržalarynyň keşbi bolup hyzmat edýärler. Biržalaryň emele gelmeginiň we işiniň şertlerini hem düzgünlerini özleşdirmek, biržalary öwrenmekde wajyp bolup durýar. Aşaky «gat» şeýle hem birža statistikasyny, ol ýa-da beýleki geleşikleri amala aşyrmagyň ýeri we wagty baradaky maglumatlary öz içine alýar.

Ylalaşyklaryň bellibir merkezlerde jemlenmesi söwdanyň predmetine baglydyr. Birinji gatda pul we söwda geleşikleriň bölünmesi bolup geçdi. Pul geleşikleri, köplenç, çalşyk edaralarynda, altyn işleriň ussatlarynyň dükanlarynda we iň soňunda lombardlarda, alyp-satýanlaryň edaralarynda amala aşyrylypdyr. Portlaryň traktirleri, bazaryň gapdalyndaky kofehanalar, şäher meýdançalary, ýagny söwda edýän adamlaryň ýygnanýan ýerleri, harytlar, wekseller,walýutalar, göterim kagyzlary bilen geleşikleriň geçirilýän ýeri bolupdyrlar. Diňe soň-soňlar esasy söwda meýdançalary biržalara alyp bardylar. Munuň özi pul we haryt geleşiklerini bir ýere birikdirmäge ýardam etdi.

Ikinji «gat» – muňa karz, maýa we biržalar hakynda taryhy maglumatlar saklanýan çeşmeleri öwreniji diýlip atlandyrmak bolar. Karz bazary, paýdarlar jemgyýeti, gymmatly kagyzlar, banklar we

biržalar baradaky ýeterlik maglumatlar XIX, esasan hem XX, has az sanlylary bolsa XVII- XVIII asyrlara degişlidir. Ikinji «gata girmek» – bu maýalaryň we karzyň bazar toparlanmasynyň (klassifikasiýa) ýörelgelerini öwrenmek arkaly amala aşyrylýar. Munuň özi aýratyn hem XIX asyra çenli döwre degişlidir.

Üçünji «gatda» (birža bazarynyň taryhy) we dördünji «gatda» (anyk bazar özaragatnaşygy), adatça, bir tarapdan taryhçylar, beýleki tarapdan ykdysatçylar, dolandyryjylar we psihologlar, şeýle hem dellallar we dellallar ýazga goýlan.

Birža binasynyň üçünji «gaty» biržanyň işiniň ähli hronologiýasyny özüne birikdirýär. Ol ýerde giňelmegiň tolkunlary we maýa goýumlaryň daralmagy, biržalaryň ýokary göterilmesi we pese gaçmasy bolup geçýär.

Dördünji «gat» – bu has «mesgen tutan» gündelik amallaryň, takyk gatnaşyjylaryň, gurallaryň köplüginden ybaratdyr. Ol: hümmetiň gündelik üýtgäp durmagy, anyk geleşikler, gatnaşyjylaryň işjeňligi we bazaryň likwidliligi, täze oýunçylar, söwda gurallary bilen has gyzykly.

Birža binalaryny, birža medeniýetini we arhitekturasyny köp halatda sungat öwrenijileri we arhitektorlary, geçmişiň birža arhitekturasynyň ajaýyp nusgalaryny öwrenýänleri gyzyklandyrýandygyny hem ýatdan çykarmak bolmaz. Kähalatda ilkinji biržalaryň arhitekturasy geçmişdäki birža işjeňliginiň aýratynlyklary bilen aýrylmaz baglanyşyklydyr. Birža binalarynyň daş görnüşiniň we olaryň meýilnamalaşdyrylyşynyň ýüze çykyşy tötänleýin däldir. Munuň özi birža işiniň talaplarynyň arhitekturada şöhlelenmesi bolup durýar. Şu nukdaýnazardan biržalary öwrenmegiň predmetine diňe bir umumy «ykdysady» däl, eýsem, arhitektura we medeni-taryhy birža gurşawy hem degişli.

III bap

GAZNA BAZARY WE BIRŽALAR

3.1. Karz maýasynyň bazary we gazna biržasy

Gazna bazary düşünjesi gymmatly kagyzlar bazary düşünjesiniň sinonimi bolup çykyş edýär we gazna bazary düşünjesi, esasan hem, daşary ýurt edebiýatlarynda köp duş gelýär. Gazna bazary gazna biržasy düşünjesinden has giň bolýar, sebäbi gazna bazary öz içine diňe bir guramaçylykly bazary (gazna biržasy) alman, guramaçylykly bazary hem degişli edýär. Diýmek, gazna biržasy gazna bazarynyň düzümi hökmünde çykyş edýär.

Gazna bazarynyň guramaçylykly (biržalaýyn) we guramaçylyksyz (biržadan daşary) bazarlary. Bazarlary durmuş derejesinde birža bilen baglanyşdyrýarlar. Muňa garamazdan, onuň institusional esaslary örän baý. Onuň hereket etmeginiň beýleki görnüşi kapitallaryň biržadan daşary bazary.

Gazna bazary – bu gazna gymmatlyklary bilen söwda edýän alyjylary we satyjylary duşurýan institut ýa-da mehanizmdir. Öz gezeginde gazna bazarynyň (gymmatly kagyzlar bazary) birinji we ikinji bazarlaryny tapawutlandyrýarlar.

Birinji we ikinji gazna bazarlary. ***Gymmatly kagyzlaryň ilkinji bazary*** – bu emitentleriň maýa goýumçylara gymmatly kagyzlary satýan bazarydyr. Eger has takyk kesgitleme bermeli bolsa, onda ol emissiýanyň we emissiýa edilen kagyzlary ilkinji gezek ýerleşdirmegiň mehanizmi bolup durýar diýip bolar. Birinji bazar barada gürrüň edilende *gymmatly kagyzlary ýerleşdirmek* diýen adalgadan peýdalanmak gerek.

Birinji bazarda paýnamalary we obligasiýalary satmagyň netijesinde emitent özüne zerur bolan maliýe serişdelerini çekýär, gymmatly kagyzlar bolsa ilkinji satyn alyjylaryň elinde galýar. Gymmatly kagyzlaryň soňky gaýtadan satylmalary ikilenç bazary emele getirýär.

3. Sargyt № 2448

Maglumatlaryň maýa goýumçylar üçin *doly açyk bolmagy* birinji bazaryň möhüm tarapy bolup durýar, şeýle açyklyk pul serişdelerini goýmak üçin gymmatly kagyzy esasly saýlap almaga mümkinçilik berýär. Birinji bazardaky ähli işler maglumatlary açmak üçin hyzmat edýär, ýagny emissiýanyň prospektini taýýarlamak, ony bellige aldyrmak we berlen maglumatlaryň dolulygy nukdaýnazaryndan döwlet edaralary tarapyndan gözegçilik etmek, prospekti we ýazylyşygyň jemlerini çap etmek we ş.m.

Birinji bazara gelmek üçin emitent ilki bilen gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň düzgünlerini berjaý etmeli. Emissiýanyň tertibi çylşyrymly düzüm böleklerden ybaratdyr. Diňe bellenen talaplaryň ählisiniň kesgitli möhletlerde berjaý edilmeginiň netijesinde, emitente gymmatly kagyzlary kanuny esasda çykarmaga mümkinçilik berýär.

Gymmatly kagyzlary ilkinji gezek ýerleşdirmegiň esasy göwrümini iri maýa goýum banklary taýýarlaýarlar. Olar maliýe çökgünligiň barşynda täjirçilik banklarynyň hataryna geçdiler we mazmuny boýunça uniwersal banklar boldular: Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley. 2008-nji ýylyň güýzüne çenli bu sferada öňdebaryjy garaýyşlary Lehman Brothers (çökgünlik döwründe bankrota düşdi) we Merril Lynch (Bank of America tarapyndan satyn alnan) eýeläpdiler. Gymmatly kagyzlary ilkinji ýerleşdirilişi bilen UBS görnüşdäki uniwersal banklar we Douche Bank meşgullandylar.

Gymmatly kagyzlaryň ilkinji goýberilişini taýýarlamagy we ýerleşdirmegi amala aşyrýan esasy institutlar assosiasiýalara birikdiler International Primary Market Association (**IPMA**).

Ilkinji bazar ikinjä görä has azdyr - onuň göwrümi kapital bazaryň göwrüminiň 3-5%-ini tutýar. Muňa garamazdan, onuň ähmiýeti aşa ýokarydyr. Ykdysady ösüş ilkinji nobatda ilkinji bazar bilen kesgitlenilýär. Oňa çekilen kapitallaryň hasabyna kompaniýalaryň bir toparynyň bäsdeşlik orny güýçlenýär we býujetiň maliýeleşdirilmegi bolup geçýär.

Köp hünärmenler maýanyň bazaryna diňe gymmatly kagyzlaryň täze goýberilişi gelýän birinji gazna bazarlaryny degişli edýärler. Gymmatly kagyzlaryň birinji goýberilişini birinji ýerleşdirilişi diýip

atlandyrylýar (Initial Public Offering-IPO). IPO bazarda öň satyn alnan gymmatly kagyzlaryň täzeden satuwy ýa-da dolanyşygy ikinji gazna bazaryna degişlidir. Köplenç, kärhana ýa-da döwlet gymmatly kagyzlaryň birinji ýerleşdirilişini ýörite edaralaryň – maýa goýum we täjirçilik banklaryň üsti bilen geçirýär.

Gymmatly kagyzlary birinji gezek ýerleşdirmegiň esasy göwrümini iri maýa goýum banklary taýýarlaýarlar. Olar maliýe çökgünligiň barşynda täjirçilik banklarynyň hataryna geçdiler we mazmuny boýunça köpugurly banklar boldular: Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Morgan Stanley. 2008-nji ýylyň güýzüne çenli bu sferada öňdebaryjy garaýyşlary Lehman Brothers (çökgünlik döwründe bankrota düşdi) we Merril Lynch (Bank of America tarapyndan satyn alnan) eýeläpdiler. Gymmatly kagyzlaryň birinji ýerleşdirilişi bilen UBS görnüşdäki uniwersal banklar we Douche Bank meşgullandylar.

Gymmatly kagyzlaryň birinji goýberilişini taýýarlamagy we ýerleşdirmegi amala aşyrýan esasy institutlar assosiasiýalara birikdiler International Primary Market Association **(IPMA).**

Birinji bazar ikinjä görä has azdyr, onuň göwrümi maýa bazaryň göwrüminiň 3-5%-ini tutýar. Muňa garamazdan, onuň ähmiýeti aşa ýokarydyr. Ykdysady ösüş birinji nobatda birinji bazar bilen kesgitlenilýär. Oňa çekilen maýalaryň hasabyna kompaniýalaryň bir toparynyň bäsdeşlik orny güýçlenýär we býujetiň maliýeleşdirilmegi bolup geçýär.

Gymmatly kagyzlaryň ikinji (SPO) bazary – bu ozal birinji bazarda emitirlenen gymmatly kagyzlar satyn alnan-satylan mahalynda emele gelýän gatnaşyklardyr. Ikinji bazaryň esasyny maýa goýumçylaryň goýumlarynyň ugurlarynyň gaýtadan paýlanyşyny resmileşdirýän amallar düzýär.

Ikinji bazaryň möhüm aýratynlygy onuň geçginliliginden (likwidliliginden), ýagny üstünlikli we giň söwda etmek mümkinçiliginden, hümmetiň ýokary bolmadyk üýtgäp durýan wagtynda ýa-da ýerlemek üçin çykdajylaryň az mahalynda gysga wagtyň içinde gymmatly kagyzlaryň ep-esli mukdaryny satyn alyp bilmek ukybyndan ybaratdyr.

Ikinji bazarda diňe maýa goýumçylar, ýagny girdeji almak maksady bilen gymmatly kagyzlara serişde goýan şahslar operator bolup durýarlar. Ilkinji maýa goýumçy emitentden gymmatly kagyzlary satyn alandan soň, şol kagyzlary beýleki şahslara gaýtadan satmaga haklydyr, olar hem öz gezeginde şol kagyzlary indiki goýumçylara satmakda erkin bolýarlar. Ikinji bazarda emitent üçin täze maliýe serişdeleri gelip gowuşmaýar, onda diňe soňky maýa goýumçylaryň arasynda maliýe serişdeler gaýtadan paýlanylýar. Doly derejedäki ikinji bazaryň bolmadyk halatynda birinji bazar netijeli hereket edýär diýip bolmaz.

Ykdysady ösüşi maliýeleşdirmegiň bank we birža usullary. Nazaryýetde we taryhda hojalygy bazar arkaly maliýeleşdirmegiň esasy **iki usuly tapawutlanýar**: *bank* we *birža*. Olara laýyklykda ykdysady ösüşiň karzlaşdyrylmagy we maliýeleşdirilmegi bolup geçýär. Hakyky durmuşda olaryň arasyndaky çäk örän şertlidir. Olary şol ýa-da başga wagt böleginde ýa-da anyk ýurtda agdyklyk edýän ösüş ugrunyň görnüşindäki birinjiniň ýa-da ikinjiniň artykmaç ösüşi hökmünde synlamak mümkin. Mysal üçin, *ABŞ*-da birža görnüşi, Germaniýada bank görnüşi agdyklyk edýär. Muňa garamazdan, *ABŞ*-nyň banklary öz ýaýrawy we ykdysady ösüşe gatnaşygy bilen diňe bir ýurduň içinde däl, eýsem, onuň çäginden daşarda hem haýran galdyrýar. Nemes biržasy dünýäniň öňdebaryjy gazna biržalarynyň sanyna girýär. Ol birleşdirmelerde (sliýaniýe) we özüne siňdirmekde (pogloşeniýe) ýeterlikli işjeňlik görkezýär we dünýäniň birža bileleşigini döretmäge öz islegini hemişe belleýär.

Haçanda döwlet ösüşiň «bank» ugruny saýlan halatynda, döwletiň, karz we maýa goýum syýasaty, köplenç, hojalygyň ösüşini we maliýesini üpjün etmekde birža mehanizmine däl-de, banklara salgylanýar. Emma bu ýagdaýda biržanyň ornuna hem pes baha bermek bolmaz. Aýratyn hem olaryň konýunktur üýtgemelere (kolebaniýa) duýgurlygyny göz öňünde tutmak gerek. Olar hakyky bahany ilkinji duýýarlar we anyklaýarlar, onuň «altyn kerçmesini», isleg bilen teklipleriň arasyndaky balansy kesgitleýärler. Iş diňe bir birža harydyna adalatly (auksion) bahany gözlemekde däl-de, birža bahalarynyň çürt-kesik kesgitlenilmeginiň yz ýanyndan ähli harytlara «adalatly»

baha goýmagyň yzygiderli reaksiýasy, şeýle hem biržadan daşary bahalaryň strukturizasiýasy amala aşýar.

Biržalary we gazna bazarlaryny seljermekde **«başlangyç nokat»** hökmünde ilkinji söwda we karz ylalaşyklary däldir. Biržalaryň dörän ýerini tapmak üçin, adamlaryň söwdalaşmak üçin jemlenen ýerini anyklamakdan başlanýar. Soňra degişli hünärmenler ýüze çykyp başlaýar we olar eýýäm bazaryň bellibir guramaçylygynyň, onuň düzüm we institusional gurluşynyň bardygyna şaýatlyk edýärler. Ösen birža bazarynda ilkinji täze amallar, täze mehanizmler ýa-da geleşigiň geçirilen ýeri, täze birža edarasy «başlangyç nokat» bolup durýar.

«Başlangyç ýeri» bu ilkinji yzygiderli geleşikleriň ýerine ýetirilen nokady we soňra biržalaryň döremegi, birža işiniň, täze bazarlaryň, bazar işini ýola goýmagyň görnüşleriniň we kanunlarynyň ýüze çykan nokadydyr. Biržalaryň ýüze çykan şäherleriniň ýönekeý sanalyp geçilmegi köp zada şaýatlyk edýär. Guramaçylykly bazar bellibir ýurtlarda, şäherlerde, degişli kwartallarda we ýerlerde emele gelýär. Bu ýerler söwda gatnaşyklaryny tertipleşdirmek, maýalaryň gelip gowuşmagy we çekilmegi, ösüşi çaltlandyrmagyň täze ýollarynyň emele gelmegi üçin özüne çekiji güýç bolup durýar.

Gazna bazarynyň «başlangyç nokady» hökmünde geleşikleriň bellibir san taýdan toplanmagy bilen bagly bolman, geleşikleriň likwidlilik ýagdaýyna geçmegi bilen baglanyşyklydyr. Bellibir döwürde we anyk ýerde durnukly isleg we teklip emele geldi, ýagny hemişelik geleşikler üçin şertler taýýarlanyldy. Isleg we teklip ulgamlaýyn häsiýete eýedir. Geleşikleriň anyk ýerlerde, ýagny biržalarda jemlenmegi ikinji ädim boldy. Şeýlelik bilen ulgamlaýyn, wagtlaýyn we territoriýalaýyn çäkler emele geldi. Bu çäkler zähmet öndürijiliginiň bellibir derejesinde ýüze çykdy. Geleşikleri baglaşmagyň däpleri we ýerleri düzgünlerde berkidilen, olary geçirmek üçin aýratyn edaralar ýüze çykdy. Şeýlelikde, bazaryň institusional esaslarynyň ýüze çykmagy indiki ädim boldy.

Maýa yzygiderli isleg we onuň teklibi zähmet öndürijiliginiň ýokary derejesiniň esasynda emele gelen. Oňa ýetmek üçin bolsa örän köp maýa goýum zerurdyr. Birža bazary baýlygyň jemlenýän ýeri bolup hyzmat edýär. Munuň özi zähmet harajatlaryň ýokary derejesine laýyk gelýär.

Kapitalizm feodalizm döwründen karz-hasap we söwda ulgamyny miras aldy. Ol döwürde harytlaryň hereketini guramagyň esasy täjirçilik maýasy boldy, halkara hasaplaşygy alyş-çalşyň kömegi bilen ýerine ýetirildi, söwdanyň karz hyzmatlaryny bolsa alyp-satarlar we lombardlar amala aşyrýardylar. Amallary amala aşyrmagyň ýeri kesgitlenildi, bazardan ýarmarkalardan we söwda geleşikleriniň baglaşylýan ýeri bolan tawernalardan, söwda amallary biržalara tarap hereket etdi. Alyp-satarlar (speculator) we söwda assosiasiýalary diňe bir söwdagärleri, senetçileri we aristokratlary däl, eýsem, ilatyň iň pes gatlaklaryny hem karzlaşdyrdylar. Umuman, söwda gatnaşyklary kämilleşip başlady, has köp geleşikleriň amala aşyrylýan ýerleri berkedi, olary ýerine ýetirmek üçin zerur bolan guramalar emele geldi.

Bank karzy täjirçilik maýasyna hyzmat etmek bilen haryt-pul gatnaşyklaryny ösdürdi, alyp-satmak (speculation) karzy, köplenç, jemgyýetçilik ösüşiniň ýolunda togtadyjy bolup hyzmat etdi. Muňa garamazdan, spekulýant maýasy möhüm jemgyýetçilik wezipesini ýerine ýetirdi. Ol maýanyň ilkinji jemlenmesine, täze gurluşyň guramaçylyk ulgamyny taýýarlamaga gatnaşdy. Karzyň we söwdanyň kämilleşmegi, karz maýanyň bazarlarynyň we biržalaryň guramaçylyk hem tehniki esaslaryny taýýarlamaga getirdi. Muňa garamazdan, karz maýasynyň düzümi maýanyň ýüze çykmagy, fabrikleriň emele gelmegi, maşyn gurluşygynyň ösmegi bilen kesgitlenýärdi.

Ösüşiň barşynda karz maýasynyň bazary, birža harytlarynyň görnüşleri, olaryň hereketleriniň mehanizmi we karz maýasynyň dolanyşygy boýunça gatnaşygy üýtgeýär. Bazaryň esasy institutlarynda hem üýtgeşmeler bolup geçýär. Ilkinji üýtgeşmeler karz maýasynda we ony guramagyň jemgyýetçilik görnüşlerinde bolup geçdi. Söwdany we biržalaryň ýaýrawyny goldamaga gönükdirilen täze gözlegler maýanyň täze görnüşleriniň, birža önümleriniň we amallaryň ýüze çykmagyna getiren ýagdaýlara getirdi. Şeýle üýtgemeler, biržalaryň opsionlar we indeksler bilen söwdany girizmegiň barşynda boldy, şeýlelikde, täze gurallaryň dolanyşygyny guramak üçin goşmaça biržalar açyldy.

3.2. Bazaryň esasy aýratynlygy

Bazar birnäçe aýratynlyklar bilen häsiýetlendirilýär. Olaryň esasylary şulardan ybaratdyr (*3.1-nji surat*).

Bazaryň awtonomlygy we tabynlygy

Bazaryň azat bolmagy we gysylmagy

Bazaryň innowasiýasy we konserwatizmi

3.1-nji surat. Bazaryň esasy aýratynlyklary

Bazaryň awtonomlygy (garaşsyz) we tabynlygy. Bazaryň awtonomlygy onuň öz-özüni ösdürmegi we üpjün etmegi (has gutarnykly görnüşi – bazar öz-özi üçin) bilen baglanyşyklydyr. Munuň özi bazaryň serişdeleri göni ulgamyň öz içinden almagy we olary daşky dünýä däl-de, bazaryň özüne hyzmat etmeklige gönükdirýär. Tabynlyk, tersine, onuň daşky dünýä bilen baglanyşygyny häsiýetlendirýär: serişdeler diňe bir daşdan gelmän, eýsem, indiki işjeňligiň hemmesi karz maýasy bazarynyň çäginden daşyna gönükdirilýär.

Karz maýanyň bazarynyň awtonomlygy 1970-80-nji ýyllarda has artdy. Geçen asyryň soňky çärýeginde maýanyň toplanmagy bellibir bosagadaky böwetden ätledi, onuň ähmiýetli bölegi bazaryň öz hyzmatyna geçdi. Muňa garamazdan, bazaryň maddy önümçilik bilen gatnaşygy saklanyp galdy. Has-da, kompaniýalaryň we bütewi ykdysadyýetiň ösüşiniň, bäsdeşlige ukyplylygynyň, daşky maýany çekmek mümkinçiliginiň arasyndaky garaşlylyk artdy. Netijede, gazna bazary kompaniýalaryň we ýurtlaryň ösüşiniň geljegini kesgitläp başlady.

Bazaryň azatlygy we gysylmagy. Nusgawy kapitalistik jemgyýetde birža dellallarynyň işi hemişe bellibir dini, jemgyýetçilik syýasy, maşgala gymmatlyklary we däpleri bilen baglanyşykly. Netijede, özüňi alyp barmagyň degişli kadalary emele geldi. Bu karz maýasynyň azatlyga çykmagyna esas ýa-da tersine, onuň çetleşdirilmeginiň, aýratyn hem boýun egmeginiň görnüşi bolup

hyzmat edýärmi, bu onuň ösüşini nähili kesgitleýär? Heniz XIX asyrda ösüşiň bu ugruny K.Marks kesgitledi. Ol bu hadysany karz maýasynyň erkinlige çykmagy, şeýle hem onuň boýun egdirilmegi we çetleşdirilmegi ýaly hadysalary häsiýetlendirmek üçin ulandy. Şu garaýyşlardan görnüşi ýaly maýa, has hem karz maýasy «ähli feodal, patriarhal gatnaşyklary» weýran etdi. Muňa garamazdan, bir tarapdan, karz maýasynyň bazary şahsy taraplary we hojalyk subýektlerini azat etdi. Ol diňe bir özbaşdaklygy ýüze çykarman, eýsem, köpasyrlyk endikleriň darlygyny we öňden saklanyp galan kadalary, şeýle hem (has möhüm bolan) hususy maýanyň çäkli ölçegini ýeňip geçmäge ýardam etdi. Netijede, maýanyň, toplanylyşynyň we ykdysady ösüşiň tizligi artdy, ösüşde öňe gidişlik bolup geçdi. Bir wagtda karz maýasynyň bazary hojalygy öz talaplaryna we kanunlaryna tabyn etdi: karz maýasy bolmasa ykdysady ösüş saklanýar.

Bazaryň innowasiýasy we konserwatizmi. Taryhda karz maýasynyň innowasiýasynyň iki görnüşi mälimdir:

➢ rewolýusion – alyp-satmak (speculation) maýasynyň karz maýasyna, alyp-satmak (speculation) göterim möçberiniň bank göterimine çalyşmagy; söwda bazarlarynyň biržalara, biraz soňra bolsa söwda birža zallarynyň elektron biržalara öwrülmegi;

➢ ewolýusion – alyp-satmak (speculation) ýa-da bank maýasynyň, nusgawy ýa-da elektron biržalaryň çäklerinde bazaryň öňki ýagdaýynyň güýçlenmegi.

Üýtgemäniň barşynda könäniň transformirlenmegi, ýitip gitmegi ýa-da ornuny çalyşmagy hemişe bolup geçmeýär, ol köplenç, täze bilen utgaşýar we onuň üstüni ýetirýär.

Biržalaryň üç sany häsiýeti. Biržalara üç sany möhüm alamatlar mahsusdyr. Hakykatda bu alamatlar diňe olara däl,eýsem, biržalaryň ösüşi üçin zerur bolan has anyk we gutarnykly görnüşdäki ýüze çykmalar üçin hem häsiýetlidir.

Birinjiden, *hususy eýeçilik*. Ol ykdysady erkinligiň we özbaşdaklygyň daýanjydyr, ol bazara gatnaşyjylaryň başarjaňlygyny kesgitleýär.

Ikinjiden, *girdejileriň maksimallaşmagy*, munuň özi birža işiniň maksady bolup patriarhal gurluşyň doly çalyşmagyny häsiýetlendirýär.

Üçünjiden, *bazaryň üsti bilen hojalyk işiniň amatlaşmagy.* Birža kotirowkalary, maýanyň dolanyşygy, gymmatly kagyzlaryň likwidliligi, islegiň we teklibe gatnaşygy bularyň ählisi maýalaryň pudaklaryň, kompaniýalaryň we sebitleriň arasynda gaýtadan paýlanmagy barada duýdurýar.

Bu üç sany gurluş alamatlaryň hemmesi jemgyýetleriň köpüsinde gabat gelýär. Olar gadymy we häzirki zaman siwilizasiýa mahsusdyr. Emma kapitalizmde, hususan-da biržalarda aýratyn köp ähmiýete eýe boldy. Gurluş alamatlaryň üçüsi hem, ykdysadyýetiň we durmuş psihologiýanyň, maddy we ruhy hadysalaryň içinden eriş-argaç bolup geçdi. Onda biržalaryň işi şöhlelenýär, jemgyýetçilik durmuşynyň esasy taraplary ýüze çykýar.

Birža işi gymmatly kagyzlaryň we maýa goýumyň predmet ýagdaýy bilen bir hatarda ruhy düzümini hem özüne birikdirýär. Munuň özi diňe bir erkinlige we özbaşdaklyga däl, eýsem, dellallaryň durnuklylygyny hem tertip-düzgüniniň gowulygyny ýüze çykarýan maşgala däplerine we gymmatlyklaryna esaslanýar.

XIX asyrda gazna bazary birža amallarynyň mukdar taýdan artmagynyň ýolunda ösdi. XX asyryň ikinji ýarymynda onuň kemala gelmegi çylşyrymlaşdy, mundan başga-da, ol maýany we maglumatlary toplamak boýunça göwrümini has ulaltdy. Bularyň barysy bazaryň hünäre degişli bolmadyk adamlary üçin düşnüksiz bolmagyna getirdi we birža işi bilen hünär taýdan meşgullanmak isleýänlerden «giriş tölegini» köp talap etdi. Emma şol bir wagtda ilatyň giň gatlagynyň birža işine gatnaşmagy üçin täze giňişlikler açyldy. Bu gapma-garşylyklar gazna işiniň täze maddy-tehniki esasyny goýmak arkaly çözülýär. Munuň özi ilatyň giň gatlagynyň (orta synpyň) biržalara gelip girmeginiň çägini giňeltmäge ýardam edýär.

XXI asyryň birinji on ýyllygynda biržalar täze maliýe gurallarynyň tizleşdirilen ösüşi üçin esasy söwda meýdançalary boldular. Munuň özi birža işine gatnaşyjylaryň girdejileriniň köpelmegine ýardam etdi. Maliýe çygry (sferasy) paýnamalaryň we obligasiýalaryň paýyny azaltmak bilen, dürli gymmatly kagyzlardan döredilýän gurallaryň wirtual dünýäsine öwrüldi. Şol bir wagtda maliýe maýasy milli we-

zipeleri çözmekden üzňeleşdi we altyn şaýyň erkin dolanyşygyndan soň ilkinji bolup dünýä fenomeni boldy. 2008-2009-njy ýyllaryň çökgünligi wirtual maliýe dünýäsi bilen önümçiligiň we söwdanyň hakyky talaplarynyň, alyp-satmak maliýe gurallaryna, iri maliýe maýasyna, onuň hereketini sazlaýan milli mehanizmlere isleg bilen teklibiň arasyndaky gapma-garşylyklary çözmek üçin şert taýýarlady. Bulardan başga-da, ol maliýe maýasynyň gurluşyny amatlaşdyrmak boýunça wezipeleri çözmäge, paýnamalaryň bahasyny aktiwleriň hakyky bahasyna getirmäge we dünýäniň maliýe ulgamyny täzeden gurmaga ýardam etdi.

IV bap ILKINJI BIRŽALAR

4.1. Biržalaryň esasy görnüşleri

Biržalaryň dürli görnüşleri bolýar, ýagny däne, altyn, sitrus, gazna, nebit biržalar, şeýle hem zähmet, habarlar, täze tehnologiýalar, wençur we ş.m. biržalary mälimdir. Esasy biržalaryň işi karz bilen baglanyşyklydyr. Islendik biržada söwda önümi wagtyň geçmegi bilen karz görnüşine eýe bolýar, ýagny girdejiniň karz görnüşine eýe bolan şertnama öwrülýär (transformasiýa).

Gazna biržalaryň döredilmeginiň özeni we başlangyç nokady hökmünde weksel biržalary diýip hasap edilýär.

Weksel biržasy. Heniz XV asyrda Wenesiýada, Florensiýada, Italiýada we Fransiýanyň Günorta şäherlerinde bazarlar bolup, olarda daşary ýurt wekselleri satylýardy hem-de satyn alynýardy, şeýle hem wekseliň kursy anyklanylýardy. XV asyryň ahyrynda golland, italýan we fransuz söwdagärleri her gün Gollandiýanyň Brýugge şäheriniň weksel söwdasy geçirilýän meýdançasynda ýygnanyşypdyrlar. Bu ýerde hem ilkinji gezek «birža» adalgasy ýüze çykypdyr (latyn. «bursa»-pul üçin deriden gapjyk).

Gazna (fond) biržasy. Dar manysynda gazna biržasy gymmatly kagyzlaryň guramaçylykly bazary bolup durýar. Bazary guramagyň dürli usullary bar. Biržalar döwlet edaralary, paýdarlar jemgyýetleri (açyk we ýapyk görnüşli), garyşyk-döwlet-hususy, hyzmatdaşlyk assosiasiýa, öz-özüni sazlaýan gurama we özboluşly medeni öýler hökmünde hereket edipdirler. Biržalar tehniki tarapdan açyk söwda meýdançalaryna bölünýärler. Ol ýerde ylalaşyklar gykylyklaryň, dilden we ýazmaça görkezmeleriň üsti bilen amala aşyrylýar. Olaryň elektron görnüşlilerinde ylalaşyklar biržanyň özünde bolşy ýaly, onuň çäginden has daşdaky terminallaryň üsti bilen baglaşylýar. Gazna biržalarynyň emele gelmegi uzak hem çylşyrymly taýýarlyk döwrüni başdan geçirdi. Munuň özi gymmatly kagyzlaryň we paý-

darlar jemgyýetleriniň, şeýle hem döwlet karzynyň we dürli göterim kagyzlarynyň ýüze çykmagy bilen gönüden-göni baglanyşyklydyr.

«Gazna biržasy» düşünjesi firmanyň adyndan, işjeň ýa-da adaty mahabatlandyrmak maksady bilen diňe gymmatly kagyzlar bazarynda Türkmenistanyň «Gymmatly kagyzlar bazary hakyndaky» Kanunyna laýyklykda esaslandyrylan söwdanyň guramaçysy tarapyndan peýdalanylyp bilner. Kanunyň gazna biržalaryna bildirýän talaplaryna laýyklykda amala aşyrýan Türkmenistanyň haryt-çig mal we pul biržalarynyň gazna bölümleri (bölümçeleri) gazna biržalary hasap edilýär, olaryň döredilmeginiň we guramaçylyk-hukuk görnüşleriniň meseleleri muňa degişli däldir.

Haryt, fýuçers, opsion we walýuta biržalary. Gazna biržalary bilen bir hatarda haryt, fýuçers, opsion we walýuta biržalary giň ýaýrawa eýe boldular. Bu ýerde biz diňe käbir umumy meselelere degip geçeris we işi karz maýasy bilen gönüden-göni baglanyşykly bolan esasy biržalary gysgaça beýan ederis. Şu sebäpden hem ähli üns gazna biržalaryna berler, beýleki biržalara diňe olaryň maliýe önümleriniň we maýanyň hereketi bilen şol ýa-da başga görnüşdäki baglanyşygyna görä garalyp geçiler.

Ýewropanyň ilkinji haryt biržalary XVII asyrdaky söwda bazaryndan bölünip çykýar. *ABŞ*-da haryt biržalary 1840-njy ýylda öz harytlaryny ýerleşdirmäge fermerleriň barýan ýeri bolan Çikagoda emele gelip başladylar. XIX asyrda dürli toparlara degişli harytlary getirmäge ylalaşyk baglaşylýan söwda biržalary ähli ýurtlarda çalt ýaýrap başlaýar. Russiýada ilkinji söwda biržasy Petr I tarapyndan 1703-nji ýylda döredildi, 1914-nji ýyla çenli olaryň sany eýýäm 35-e ýetdi. XIX asyryň aýagynda *ABŞ*-da 50-ä golaý haryt biržalary hasaba alyndy, olaryň aglabasy uly ähmiýetlidi. Olar ştatlaryň hökümetine, diňe käbir biržalar federal hökümete hasabat berýärler.

Ýöriteleşdirilen haryt biržalary şertli iki sany esasy görnüşe bölünýärler: aýratyn harytlar we hyzmatlar (altyn, nebit, çaý, miwe biržalary we ş.m.) dolandyrylýan birža we şertnamalar bilen söwdalaşýan (esasan, fýuçers, opsion biržalar we forward biržalaryň bir bölegi) biržalary. Bularyň soňky görnüşi maliýe biržalaryna hem degişlidir, sebäbi fýuçers we opsion şertnamalar maliýe gurallary bolup durýar. Şol sanda köp maliýe gurallary adaty harytlar bilen

birlikde gymmatly kagyzlardan hem gelip çykandyrlar. Amalyýetde işiň bu iki görnüşi garyşýar we biržalaryň köpüsi birža şertnamalary, şeýle hem harydy gönüden-göni tiz getirmeklige baglaşylan şertnama arkaly söwdalaşýarlar, ýagny maliýe, arassa haryt biržalary bolup durýar.

4.2. Birža merkezleriniň we mehanizmleriniň emele gelşi

Bellibir döwürde bazarlaryň ýarmarkalaryň, myhman howlularynyň, söwda hyzmatdaşlyklarynyň we bileleşikleriniň emele gelmegi biržalaryň ýüze çykmagyna getirdi. Olaryň kem-kemden ösüşi we kämilleşmegi bilen, alyş-çalyş söwdany guramagyň ýeriniň bellenilmegine mätäçlik çekdi. Ösüşiň dürli döwürlerinde bazarlar, ýarmarkalar, biržalar şeýle ýerler hökmünde hyzmat edipdirler. Söwdany guramagyň öz görnüşleri jemgyýetçilik ösüşiniň her bir döwrüne laýyk gelýärdi. Biržalaryň bellibir standarta gelmeginiň we unifikasiýalaşmagyň hasabyna alyş-çalyş hadysasynyň ösmegine ýardam etdi. Munuň özi jemgyýetçilik ösüşiniň täze talaplaryna laýyk gelýär.

Birža merkezleri nähili ýüze çykdy? Birža torlarynyň aralarynda gatnaşyklar ýola goýlan aýratyn hünärli toparlaryň emele gelmeginde döredi. Muňa garamazdan, (bu biziň derňewimiz üçin has möhümdir) biržalaryň ýüze çykmagy, bütin hojalygyň özüniň ewolýusion ösüşinden gözbaş aldy. Emma ýerlerde täze institutlara we adamlara talap emele gelse we birsyhly ýüze çykýan söwda amallaryndan gözbaş alsa, onda bu talaplary kanagatlandyrmak anyk ýerlerde amala aşyrylýar. Munuň başlangyç itergisi bolup ilatyň bellibir gatlaklarynda özboluşly «genetik» gurnalan hadysalar hyzmat edýärler (özüňi alyp barmagyň özboluşly kody). Ilkinji birža merkezleri hut şeýle ýüze çykdylar. Galyberse-de, olar wagty boýunça örän guramaçylykly bolup kapitalizmiň kemala geliş döwrüne

laýykdy. Şoňa görä-de birža merkezlerinde kapitalizm has yzygiderli we açyk ösýär.

Birža mehanizmi boş ýerden emele gelmedi. Ol biržalaryň ýüze çykan pursadyndan öň emele gelen köp adatlaryň, gurallaryň, institutlaryň we aragatnaşyklaryň dowamy.

Käbir ylmy barlagçylaryň pikirine görä, söwda mehanizmleri biržalaryň emele gelmeginiň başlangyç döwründe hem ýok däldi. Ol kadalardan belli bolşy ýaly, kanunlar hem düzgünler bilen ýeterlik gurnalan hem reglamentirlenendigine garamazdan, sazlaşyksyz we bölekleýindir. Ilkinji birža sessiýalary (söwdalary) sazlaşyksyz häsiýetli bellibir hadysalara gabat getirilip, dolulygyna alanyňda olar ýarmarka söwdasynyň häsiýetine eýedi. Kem-kemden birža işiniň guramaçylyk we institusional berkemegi bolup geçdi. Munuň özi hemişelik söwda geçmäge esas bolup hyzmat etdi.

Antik döwürlerde we irki orta asyrlarda söwda mehanizminiň özeni döredildi we ol gitdigiçe dürli «arhitektorlaryň» hem «gurluşykçylaryň» yhlasy bilen dolduryldy we üsti ýetirildi. Olaryň arasynda bir tarapdan karz we banklar, beýleki tarapdan söwda kompaniýalary, ilkinji manufakturalar we fabrikler, şeýle hem töleg we paýdarlar jemgyýetleri hem bar. Käbir ýerlerde ada dolulygyna emele gelmändi we diňe üstüni gurluşyk üçin bellenilendi. Emma eýýäm şol wagtlarda sazlaşykly tizleşdirilen söwdanyň, puluň we karz borçlarynyň dolanyşygynyň merkezi emele gelipdi. Bularyň hemmesi biržalaryň emele gelmeginiň şertlerini taýýarladylar. Birža işine ilkinji meňzeşlikler örän ir wagtlarda ýüze çykypdyr. Olarda söwda ylalaşygyny amala aşyrmagyň kadalary, düzgünleri we däpleri işlenilip taýýarlanypdyr. Karz borçlaryny geçirmek üçin ýazmaça berilýän ýazgylar ilkinji siwilizasiýalarda hem mälimdir, olar ýazuwyň ösüşi bilen baglanyşyklydyr. Emma muňa garamazdan, soňky orta asyrlarda olar weksellere resmileşdirildi. Olaryň dolanyşygyny ýöriteleşdirilen edaralara berkitmek hadysasy birnäçe müňýyllyklardan gözbaş alyp, örän çylşyrymly we gapma-garşylyklydyr. Diňe kapitalizmde weksel dolanyşygy öz ykbalyny banklar we ilkinji biržalar bilen gutarnykly baglady.

Birnäçe ylmy-barlagçylar kapitalizmden ozal birža mehanizminiň özenini döretmäge ukypsyz bolan, ýapyk hojalygy görmäge synanyşdylar. Muňa garamazdan, söwda dolanyşygynyň ösmezligi we aýratyn hem «pul açlygy» söwda mehanizminiň emele geliş hadysasyna täsir etdi. Emma gürrüň diňe wekselleriň, göterim kagyzlarynyň we hasabat resminamalarynyň dolanyşygynyň doly bahaly mehanizmini emele getirmäge alyp barýan çäklendirmeler hakynda barýar. Dolulygyna alanyňda kapitalizm öňdäki gurluşyň (feodalizm) guramaçylykly pul - karz esasyny dowam etdi, ony ösdürdi we häzirki zaman meseleleri çözmek üçin zerur bolan täze edaralary, gurallary, düzümleri (zweno) girizdi. Şeýlelikde, aýratyn ýarmarkalar - haryt we gazna biržalaryna öwrüldiler. Şoňa görä-de ýarmarkalarda olaryň ýöriteleşmegi üçin zerur mehanizmler emele geldi (hünärmenleri), esasy zat bolsa, degişli ylalaşyklara hakyky talaplar döredi. Olaryň arasynda aşakdakylar tapawutlanýar: dürli pul belgilerini çalyşmak, hasaplaşyklary guramak, adaty ýükler bilen birlikde gymmatlyklary ulaglaşdyrmak, harytlary we pullary saklamak, karzlaşdyrmak, olaryň hemmesi soňky birža söwdalarynda ulanylypdyr.

4.3. Gazna biržalarynyň emele geliş taryhy

Gazna biržalaryň döremeginiň taryhy yzygiderliligi şu aşakdaky suratda görkezilendir (*4.1-nji surat*):

4.1-nji surat. Ilkinji gazna biržalar

XVI asyryň başlarynda Antwerpen we Lion şäherlerinde biržalar açyldy

Antwerpen biržasy. Antwerpen halkara söwda merkezi bolupdyr. Ol ýerde dürli alyş-çalyş bilen meşgullanýanlar, alyp-satar-

lar, baý we mekir adamlar jemlenipdir. Olar golland hökümetiniň we aýratyn şäherleriň, şeýle hem fransuz, ispan, portugal, iňlis korollarynyň wekselleri, karz borçnamalary bilen söwdalaşypdyrlar. XVI asyryň birinji ýarymynda bu ýerde eýýäm karzlara köpçülikleýin ýazylmak we gymmatly kagyzlaryň bahasyny kesgitlemek bolup geçýär, şeýle hem ilkinji dellallar[1] – gymmatly kagyzlary alyp-satyjy dellallar ýüze çykýarlar. Antwerpen biržasynyň gülläp ösen döwri gysga wagtlaýyn bolupdyr. 1567-nji ýylda ispan gersogy Alboý tarapyndan Antwerpeniň basylyp alynmagyndan we talanmagyndan soň, Ispaniýa bilen Gollandiýanyň arasyndaky uruş döwründe Antwerpen biržasy pese gaçdy. Muňa XVI asyryň iň soňunda ispan we fransuz monarhlarynyň karz boýunça töleglerini kesendikleri üçin, bolup geçen iri birža howsalasy we heläkçiligi hem täsir etdi. Bu döwürde uly bolmadyk dolanyşyk Liondaky biržada saklanyp galypdy.

Amsterdam biržasy. XVII asyrda halkara birža dolanyşygynyň merkezi Amsterdamda ýerleşdirilipdi. Bu döwürde Gollandiýada kolonial söwda we manufakturalaryň, fabrikleriň ösüşine esaslanýan okgunly ykdysady ösüş bolup geçdi. Birinjiden, birža amallarynyň Amsterdamda jemlenmegi ýurduň şol döwürde iň iri söwda-senagat we kolonial döwlet bolmagyna täsir etdi. Ikinjiden, ol ýerde esasy haryt, pul we karz dolanyşyklary jemlendi, üçünjiden, Amsterdamyň ösüşine, şäherde ilkinji paýdarlar jemgyýetleriniň we paýnamalar bilen amallary geçirmek üçin amatly söwda meýdançasynyň açylmagy ýardam etdi. Dördünjiden, şol wagtda banklaryň sany juda köpdi we çalt baýamak isleýänleriň sany hem artdy, şol maksat bilen birža ýüz tutan hususy maýadarlaryň köp sanlysy ýüze çykdy. Şeýlelikde, Ost-Ind paýdarlar kompaniýasy 1602-nji ýylda döredildi we Aziýada kolonial işini 21 ýyllyk monopoliýa aldy. Ol paýnamalaryň goýberilişini we olar bilen biržada söwda etmegi guramagy ýola goýan ilkinji köpmilletli kompaniýa boldy. Kompaniýa 200 ýyla golaý ýaşady we hemişe öz paýdarlaryna ýyllyk hasapdan 18% diwidendleri töledi,

[1] Ilkinji dellallar hemmetaraplaýyn alanyňda terjimeçiler boldular .Olar gelýän täjirlere ýerli ilat bilen gürleşmäge kömek etdiler. Sankt-Peterburg biržasynyň ilkinji dellallarynyň terjimeçiler bolandygy islendik halatda hakykydyr.

emma 1800-nji ýylda bankrota düşdi. Müňlerçe adamlar paýnamalar bilen geçirilýän amallarda baýadylar we garyp düşdüler.

Amsterdam biržasynda bahasy kesgitlenen gymmatly kagyzlaryň ýaýrawy kem-kemden giňedi. 1622-nji ýylda täzeden döredilen West--Ind kompaniýasynyň paýnamalary satuwa girdiler, 1672-nji ýylda bolsa döwlet obligasiýalary, ýagny golland döwlet karzlary, birža söwdasynyň obýekti boldular. «Gazna biržasy» adalgasynyň ýüze çykmagy hem hut şu döwre degişlidir. XVIII asyryň ortalaryna Amsterdam biržasynda gymmatly kagyzlaryň 44-e, şol asyryň ahyryna çenli bolsa 100-e golaýynyň bahasy kesgitlenildi[1]. Şol döwürde birža oýny we birža agzalary üçin düzgünler boýunça ilkinji ýazuw gollanmasy ýüze çykdy.

Amsterdam gazna biržasynda kapitalistik birža dolanyşygynyň tehniki we guramaçylyk esaslary goýuldy. Nagt hasaplaşyk, ýagny gymmatly kagyzlaryň haýal etmän satyjydan alyja geçmegi üçin ylalaşyklar bilen bir hatarda, bu tölegleri ylalaşyk baglaşylan pursadyndan bellibir wagtyň dowamynda amala aşyrmak üçin hem ylalaşyklar baglaşylýar. Hut şonuň üçin hem köp adamlar Amsterdam biržasyny bu sözüň doly manysyndaky ilkinji gazna biržasy hasaplaýarlar.

London gazna biržasy. XVIII asyrda London gazna biržasy iri biržalaryň birine öwrüldi. Şol wagta çenli Londonda diňe üç kompaniýanyň paýnamalary aýlanýardy Ost-Ind, Afrikan (gullar bilen söwdalaşýan) we Gussono (Demirgazyk Amerikada söwdalaşýan). XVII asyryň ahyrynda Angliýada Iňlis banky döredildi, köpsanly paýnamalar söwda senagat kompaniýalary ýüze çykdy, döwlet karzlarynyň obligasiýalary goýberildi. Netijede, gymmatly kagyzlaryň aýlanyşygy has artdy. Gazna biržalarynda amallaryň aýratyn batly ösüşi 1711-nji ýyldan soň bolup geçdi. Şoňa görä-de, Günorta-Okean söwda kompaniýasynyň guramasy gymmatly kagyzlaryň söwdasynyň ösüşini çaltlandyrdy. 1720-nji ýyla çenli kompaniýada paýnamalaryň kursy 10 esse ýokarlandy we nominal baha 1050%-e barabardy. Munuň özi birža tutumyna (stock market boom) we paýnamalaryň kursuny ýokarlandyrmak we birža düşewündini almak maksady bi-

---

[1] Ser.: Банковская энциклопедия. Т. 2. Киев, 1916.

len paýdarlar kärhanalara alyp-satmak maksady bilen döredilmegine getirdi. Şol döwürde bu hadysalar «Grýunderlik» diýlip atlandyryldy.

Synmaklyga (krah) getiren iki ýylyň içinde (1718 – 1720) esaslandyrylan 202 kärhanadan aglabasy çişirilen, köpüsi bolsa hyýaly (fantastic) häsiýete eýe boldular. Mysal üçin, hemişelik hereketlendirijini oýlap tapmak, başga-da, adam saçlarynyň söwdasy üçin paýdarlar jemgyýeti döredildi. Aýa syýahat etmegi guramak üçin kompaniýany döretmeklik meýilnamalaşdyryldy. 1720-nji ýylda Londonyň gazna biržasyndaky alyp-satmaklyk (speculative) synmaklyk (krah) bilen tamamlandy. Oňa iňlis parlamentiniň kabul eden «sabyn köpürjikleri hakynda akty» (Bubble Act) täsir etdi. Şoňa laýyklykda 1718-nji ýyldan bäri hökümetden rugsat alman döredilen ähli paýdarlar jemgyýeti tiz satuwa (likwidasiýa) degişlidiler. Aktyň neşir edilmeginiň yz ýanynda birža howsalasy ýüze çykdy. Diňe bir çişirilen kompaniýalar däl, eýsem, (onuň üsti bilen bäsdeşleri aradan aýryp we şonuň bilen birlikde öz amallary üçin maýanyň akymyny artdyrmaga niýetlenen) Günorta-Okean kompaniýasy hem bankrot boldy.

Birža synmagy (krah), birža işini sazlamagyň başlangyjyny goýdy. XVIII asyryň ikinji ýarymynda Londonyň gazna biržasynyň guramaçylyk düzümi dikeldildi we 1773-nji ýylda birža işleri birža söwdasy üçin hususy jaýa eýe boldy. Onda ilkinji gezek **«Gazna biržasy» (Stock Exchange)** diýen ýazgy peýda boldy we oňa girmek üçin töleg 6 pens boldy. 1802-nji ýylda Londonyň gazna biržasy birža söwdasy üçin ýörite gurlan başga bina göçdi. Şol wagtdan bäri hem ol öz-özüni dolandyrýan ýapyk hususy korporasiýa hökmünde hereket edýär. Birža girmek hukugyny diňe korporasiýanyň agzalary aldylar. Täze agzalar biržanyň hereket edýän iki sany agzasynyň hödürnamasynyň bolmagynda dalaşgär bolmak bilen kabul edildi, biržanyň baştutanlygyna onuň agzalarynyň saýlan topary goýuldy. Şeýlelikde, häzirki zaman gazna biržasy ýüze çykdy.

1840-njy ýylda Welikobritaniýada doly bahaly pullaryň we döwlet kagyz belgileriniň dürli karz dolanyşygynyň gurallaryna: çeklere, weksellere, pul serişdeleriniň bank geçirijilerine, obligasiýalara, paýnamalara, renta kagyzlaryna çalyşmagyň ösüş tizligi aýdyň bellenildi. XIX asyryň ortalaryna karz bazarynyň konsentrasiýa we

globalizasiýa derejesiniň ýöne bir nobatdaky ösüşi bolup geçmän, eýsem, indiden beýläk karzyň wirtual görnüşine geçmegi bilen baglanyşykly bolan maýanyň hereketiniň hil taýdan täze görnüşi ýüze çykdy. Munuň özi karz bazarynyň ösüşiniň öňdäki tapgyryna bolan gatnaşykda täzelikdi. Bu hadysa karzyň we pul maýasynyň maddy önümçilikden we söwdadan üzňeleşmeginiň täsiri bilen bolup geçdi. Karz we pul maýasy ösüşiň özbaşdak, içki kanunalaýyklyklary bilen iri-wirtual derejä öwrüldi. Muňa çenli olaryň XIX asyryň ortalaryna gutarnykly resmileşdirilen wirtuallaşmagynyň diňe ösüş ugry bellendi. Bu döwre çenli şeýle maýalaryň dislokasiýasynyň esasy orny bellenildi.

Öz wagtynda diňe bir marksistik edebiýatlarda däl, eýsem, liberal düşünjeli buržuaz ylmy barlagçylarynda «galp ýa-da fiktiw maýa» düşünjesi ykrar edildi. Onuň aýlawyna fabrikleriň we zawodlaryň, haryt gorlarynyň, maşyn we enjamlaryň, altyn we pullaryň (hakyky maýa) maýany däl-de, maddy aktiwleriň gymmatly kagyzlardaky şöhlelenmesini girizdiler. Bularyň iň soňkusy özbaşdak ýaşaýşa eýe bolup, olaryň dolanyşygy bolsa hakyky maýanyň hereketinden üzňeleşdi. Munuň özi gymmatly kagyzlaryň görnüşinde ýüzleýdi. Maliýe-karz gurallarynyň resminamalaýyn we resminamalaýyn däl (elektron faýl görnüşinde) görnüşde dolanyşygynyň häzirki zaman tapgyry olaryň öňki ýagdaýyndan, galp maýadan düýpli tapawutlanýar. Heniz 20 ýyl mundan ozal gymmatly kagyzlaryň nagt däl görnüşde bolmagy ýörite bellige alyjylarda saklanýan aýratyn kitaplardaky ýazgylarda aňladyldy. Häzirki wagtda resminama dolanyşygyny guramagyň nagt däl görnüşi öz tebigaty boýunça, köplenç, elektron ýazgylara esaslanýar. Wirtual ýagdaý galp maýadan çäklendirmeleri (territorial we wagtlaýyn) doly aýyrýar. Oňa köpüsi ýönekeý kagyz resminamalaryna däl-de, maglumat kosmopolitik kategoriýalara degişli bolan ýokarylandyrylan hereketi we täze elementleri berýär. Gymmatly kagyzlar ýyldyrym çaltlygynda Ýer şarynyň dürli künjegindäki islendik tutuja ýerleşmek mümkinçiligine eýe boldy.

XIX asyryň ortalaryna çenli London diňe bir uly Britan imperiýasynyň däl, eýsem, Ýewropanyň we Amerikanyň köp kontinental ýurtlarynyň ähli erkin pul serişdeleriniň jemlenýän ýerine

öwrüldi. London halkara bankir, onuň bazary bolsa Bütindünýäniň maýalarynyň merkezi bazary boldy[1]. Londonyň dünýä maliýe merkezine öwrülmegine iňlis walýutasynyň (funt sterling) 100 ýyla golaý (XIX asyryň ortalaryndan XX asyryň ortalaryna çenli) liderligini saklan umumy ykrar edilen dünýä walýutasy bolmagyna hem ýardam etdi. Muňa garamazdan, XIX asyryň ikinji ýarymyndan biržа hereketi diňe bir Londonyň gazna biržasy bilen çäklenmedi. Ol köp ýurtlarda ösüşe we dürli görnüşlere eýe boldy.

Köpsanly tanymal adamlar, şol sanda diplomatlar, ýazyjylar we gymmatyň zähmet nazaryýetini esaslandyryjylar Londonyň gazna biržasynda oýnamak bilen, özlerine maýalyk (kapital) döretdiler. Olardan XIX asyryň birinji ýarymynda iň tanymal sypatlaryň biri diplomat Ý.W. Taleýran (1749 – 1838) boldy. Diplomatyň işi Londonda «insaýder» habarlaryny ulanmagyň göreldesi boldy. 1830-njy ýylda ol özüniň wezipe ýagdaýyndan peýdalanyp, kompaniýalaryň we hökümetiň işi baradaky maglumatlary anyklap, öz kömekçisi L. Monronyň üsti bilen biržada geleşikleri amala aşyrdy[2]. Taleýranyň ömrüniň ahyrynda onuň baýlyk ýagdaýy Ýewropada iň irileriň biri hökmünde bahalandyryldy.

Başga bir mysal, Džon Lo (1671 – 1729) bolup, ol «Lo ulgamyny» esaslandyryjydyr. Bu ulgam önümçilige we söwda zeper ýetirýän karzyň, banklaryň, biržalaryň we birža oýunlarynyň arşa göterilmeginde gurulandyr. Köp adamlar Dž. Lo bilen Dž. Keýnsiň arasyndaky meňzeşligi tapýarlar. Ony, köplenç, «inflýasiýanyň atasy», «karzyň jadygöýi» we «beýik birža alyp-satary (spekulýanty)» diýip atlandyrýarlar. Ol karzlaryň, kagyz pullaryň we birža oýunlarynyň kömegi bilen hemişelik gülläp ösüşe eýe bolmaklygy umyt edýärdi. Lo öz emlägini iki kompaniýanyň paýnamalary arkaly, birža oýunlarynyň netijesinde döretdi we köpeltdi. Bu kompaniýalara 1716-njy ýylda arzan karzlary berýän «Ählumumy bank» (Pariž) we 1717-nji ýylda «Indiýa kompaniýasy» (kähalatda ony «Misisipi kom-

---

[1] Ser.: Кулишер И.М. «История экономического быта Западной Европы». М. Л., 1926.

[2] Тарле Е.В. «Талейран». М. Л.: из-во «Академик», 1948.

paniýasy» diýip hem atlandyrylýardy, sebäbi ol ilkibaşda şol döwürde Fransiýa degişli bolan Misisipi derýasynyň basseýnini özleşdirmek üçin döredilipdi) degişlidir.

1719-njy ýylda «Ählumumy bank» döwletiň eline geçmek arkaly (täze ady – Korollygyň banky) bankrotlykdan gutuldy. «Indiýanyň kompaniýasy» bolsa synmak (krah) bilen hereket etmegini bes etdi. Onuň netijesinde bu kompaniýanyň birnäçe müň paýnamalaryny saklaýan eýeleri bankrota düşdüler.

Dawid Rikkardo (1772–1823) Londonyň gazna biržasyndaky oýunlaryň netijesinde millionlyk baýlyga eýe boldy. Ol 26 ýaşyna çenli biržadaky şowly ylalaşygyň netijesinde örän baýady, tiz wagtdan bolsa, Londonyň maliýe bazarynyň iň uly agzalarynyň biri boldy. D. Rikkardo özüniň nazary ylmy derňewlerini biržada oýnamak arkaly amaly gazanjyna öwürdi.

Nýu-Ýorkdaky gazna biržasy 1790-njy ýylda emele geldi. Şol wagt Amerikanyň Birleşen Ştatlary ýaş, çalt ösýän döwletdi. Onuň ilaty Demirgazyk Amerikanyň Gündogar kenar ýakasynda ýerleşen 14 sany ştatda ýaşan 4 mln adamdy. Nýu-Ýork prowinsial şäher bolup, Boston we Filadelfiýadan soň ululygy boýunça üçünji ýeri tutýar. Ilkinji söwda üçin elýeterli gymmatly kagyzlar garaşsyzlyk urşunyň netijesinde emele gelen 80 millionlyk bergini maliýeleşdirmek üçin çykarylan hökümet obligasiýalary boldy. 1790-njy ýylda döwletde 300-den köpräk paýdarlar jemgyýetleri döredildi. Olaryň köpüsiniň paýnamalary biržalarda aýlanýardy.

1792-nji ýylda 24 sany dellal öz aralarynda ylalaşyp, bir umumy komission haky barada gepleşip, ýörite şertnama gol çekdiler. Biržanyň listinginde ilkinji kompaniýa hökmünde Nýu-Ýorkuň banky çykyş etdi. 1817-nji ýylda dellallar New York Stock and Exchange Board (Nýu-Ýorkuň birža we alyş-çalyş guramasyny) döretdiler we biržanyň ilkinji düzgünnamasyny kabul etdiler. 1835-nji ýylda söwdanyň ortaça gündeki möçberi 8,5 müň paýnama ýetdi. 1863-nji ýylda biržanyň adyny Nýu-Ýork gazna biržasyna çalyşdylar. Birža başdan diýen ýaly umumy milli gurama hökmünde guruldy. Hä-

zirki wagtky ady bellenilen badyna biržanyň ýolbaşçylary, dellallary özleriniň halkara gatnaşyklaryny berkitdiler we birnäçe Ýewropa biržalary hem öňdebaryjy daşary ýurt dellallaryň edaralary, banklary bilen işjeň hyzmatdaşlygy ýola goýdular. 1880-nji ýylda Sankt-Peterburgdaky birža bilen hyzmatdaşlyk gurnalyp, XX asyryň başynda bolsa rus kompaniýalar bilen baglanyşykly ilkinji kagyzlar (depozitar dilhatlary) emele gelýär[1].

Sankt-Peterburgdaky birža. Russiýa imperiýasynda ilkinji biržany Gollandiýada bolup, bu guramany gören Pýotr I başlangyjynda 1703-nji ýylda Sankt-Peterburgda düýbüni tutdular. Sankt--Peterburg biržasy Ýewropadaky iň köne biržalaryň hataryna girýär. Pýotr I yglan eden Esasy magistriň reglamentinde: «Şäher edarasynyň golaýynda, daşary ýurtdaky söwda şäherleriň nusgasynda biržalary, gämileriň gelmegi hem goýberilmegi we söwda baradaky sanawnamalar üçin, şeýle hem olarda täjirlere öz söwdasyny guramak üçin we weksellerini düzetmek üçin duşuşar ýaly gurmaly» diýip buýrulýardy[2]. Dogrusyny aýdanyňda, Sankt-Peterburg biržasy söwda birža hökmünde emele geldi. Gazna wezipeleri biržada diňe XIX asyryň soňky üçden bir böleginde berkidildi, XX asyryň başynda bolsa resmi suratda biržanyň gazna bölümi döredildi we diňe şondan soň ol gazna biržasyna öwrüldi.

Tutuş XVIII asyryň dowamynda döwletiň ykdysadyýetinde birža örän ujypsyz orny eýeledi, bu bolsa onuň emeli döredilmeginiň subutnamasy boldy (içerki şertleri we talaplary ýetişmese-de, kesekiniň tejribesi alyndy). Şol wagt söwda ýollarynyň çatryklarynda we harytlara bolan köpçülikleýin islegiň ýerlerinde tebigy şertlerde gurnalýan ýarmarkalar we bazarlar köpeldi. Käbir ýarmarkalar heniz ilkinji knýazlar bar wagty döredildi, adatça, derýa gämileriň we baržalaryň geçýän ýollarynda ýerleşdirdiler. Iň belli ýarmarkalar Nižniý Nowgorodyň, Muromyň ýarmarkalarydy, şeýle hem Rybinskdäki galla ýarmarkasydy. Şol ýerden harytlar tutuş Ýewropa iberilýärdi.

---

[1] The New Yoгк Exchange. The First 200 Yeas / Editedby J.E. Bиcк. – Connecticut: Greenwich Publishing Cгoup, 1nc. Essex. 1992.

[2] Ser.: Идельсон В.Р. Кредит, банки и биржи. СП. 1912.

Pýotr I döwründe umumy bütin Russiýa bazary ýokdy, ol diňe indiki asyrda emele gelip başlady, paýdarlar kompaniýalar hem heniz ýokdy (Pýotr I döwlet manufakturalary we dag zawodlary ornaşdyrdy), döwlet bergisi obligasiýa görnüşinde hem ýokdy. Obligasiýalaryň bazary diňe Ýekaterina II soňra emele gelip ugrady. Ol ilkinji bolup daşary ýurtdaky banklary daşky berginiň üstünden işlemek üçin çagyrdy. Içerki dolanyşykda bolsa obligasiýalar ondan hem giç, XIX asyrda ýüze çykdy. Şeýlelikde, gazna biržasyna gerek bolan söwda gurallary biržanyň guramagyndan bir ýarym asyr geçenden soňra emele geldi.

XVIII asyrda birža daşary ýurt we ýerli söwdagärleriň daşary ýurtdan getirilen harytlary satmak we ýerli harytlary deňiz bilen ugratmak üçin duşuşylýan ýer hökmünde hyzmat edýärdi. Edil biržanyň ýanynda amatly gämi duralgasy, suwuň inişi we harytlary kabul etmek üçin ýöriteleşdirilen ammarlar ýerleşýärdi. Bularyň ähli si Wasiliý adasynyň burnunda ýerleşýärdi. Ol ýerde ýokarda şu wagt hem gämileriň duralgasy bilen we baýramçylyklarda ýakylýan alawlar bilen iki sany sütün şaherlileri we Demirgazyk Palmiranyň myhmanlaryny garşy alýar.

Ýelizaweta II permany bilen watandaky we daşary ýurtdan gelen söwdagärlere birža arkaýyn gelmäge rugsat berilýärdi. Onda-da, biržada syýasy gürrüňleri etmek we gijäniň bir mahalyna çenli oturmak gadagan edilýärdi[1].

Ýuwaş-ýuwaşdan biržada harytlar bilen bir hatarda daşary ýurtlaryň walýutasyny söwda edip başladylar. Bu haryt dolanyşygyny üpjün etmek üçin zerurdy. Başda söwdanyň zady hökmünde diňe daşary ýurt şaýlary çykyş edýärdi, emma XIX asyryň başyna çenli daşary ýurt kagyz pullary, şeýle hem walýuta wekselleri söwda girizildi.

1805-1815-nji ýyllarda Wasiliý adasynyň burnunda agaç ammarlaryň we uly bolmadyk traktirli söwda meýdançasynyň ýerinde gurluşykçy J.Tom de Tomonyň proýekti boýunça rus giçki klassisizmiň stilinde Sankt-Peterburg biržasynyň gözel ymaraty guruldy. Ol ymarat şu güne çenli saklanyp galdy, onuň içinde şu wagt

[1] Ser.: Русские биржевые ценности. 1914-1915 гг. СП., 1916.

Merkezi harby-deňiz muzeýi ýerleşýär. Söwda zalyň uzynlygy 41 *metrden* köpdi, giňligi bolsa, 21 *metrdi* (100 ýyldan diýen ýaly soňra gurlan Nýu-Ýork gazna biržasynyň täze binasynyň söwda zaly ondan biraz uludy – 45 *metr* 35 *metre*). Inli penjireler zalda ýeterlikli ýagtylmany üpjün edýärdi[1]. Nikolaý I-niň dolandyrýan döwri Birža dellallar we Birža komiteti baradaky kanun (1831) we biržanyň düzgünnamasy (1832-nji ýylyň 5-nji oktýabry) tassyklanyldy.

1796-njy ýylda döwletde ikinji birža – Odessadaky birža emele geldi. Soňra esasy söwda merkezlerde hem biržalar döredildi: Warşawada (1816), Moskwada (1837), Rybinskde (1842), Nižniý Nowgorodda (1848). Täze biržalar tebigy şertlerde söwda islegleri kanagatlandyrmak üçin ýerli we gelen söwdagärleriň ylalaşygy netijesinde emele gelýär. Moskwadaky we Rybinskdäki biržalary döretmekde Sankt-Peterburg biržasynyň düzgünnamasynyň nusgasyny göçürip alan we ony döretmäge ýardam eden ýerli general-gubernatorlar belli orny eýeleýärler. Olar hem biržanyň maksatlary üçin jaýlary berdiler we olary bejertdiler. 1916-njy ýylda Russiýada 80 birža golaý bardy, olaryň köpüsi bolsa (59 sany) örän gysga wagtda (1904-nji ýyldan 1916-njy ýyla çenli) döredildi[2].

Ilkibaşda biržalarda gymmatly kagyzlar bilen işleşmek, döwlet bergisiniň döremegi we ösmegi bilen baglydy. XX asyryň başyna çenli biržalaryň köpüsinde, esasan, çöregi we şekeri, Demirgazykda bolsa sütügi hem agajy satýardylar. Diňe Sankt-Peterburgdaky birža şol wagta ýetip gazna biržasyna öwrüldi. Söwdanyň esasy möçberi edaralaryň paýnamalary, demir ýollary kärhanalaryň obligasiýalary we döwlet bergisi bilen geçip başlady. 1901-nji ýylda hökümet Sankt-Peterburg biržanyň gazna bölümi üçin düzgünleri kabul etdi, olar gazna biržasynyň taryhynyň başyny başladylar. Täze düzgünler Russiýada uly birža özgertmeleriň geçirilýändigini tassykladylar we Sankt-Peterburgda gymmatly kagyzlaryň iň uly guramaçylykly hal-

[1] Ser.: Ошенков Г.Д. «Архитектор Томон (1754–1813). Материалы к изучению творчества». – М.: Искусство, 1950.

[2] Большая советская энциклопедия. Т. 6. – М.: А.О. «Советская энциклопедия», 1927.

kara bazaryny esaslandyrmaga ýardam etdiler. Ondan soňra döredilýän kärhanalaryň paýnamalaryny, şeýle hem bergidarlyk borçnamalary satmak aýry-aýry sebit biržalarda hem ýaýrapdyr. 1828-nji ýylda esaslandyrylan, Birinji Jahan urşundan öň edil paýtagtdaky birža ýaly gazna biržasy bolan Moskwadaky birža aýratyn üstünliklere eýe boldy. Ol diňe bir Moskwadaky däl-de, eýsem, sebitdäki paýdarlar jemgyýetleriň köpüsiniň, aýratyn hem banklarynyň gymmatly kagyzlaryň dolanyşygyny jemledi. 1915-nji ýylda biržanyň 402 agzasy bardy, şol sanda 82 özbaşdak telekeçi, 62 söwda öý, 242 bileleşik we paýdarlar jemgyýetleri hereket edipdir. 1913-nji ýylda biržadaky döwlet obligasiýalaryň dolanyşygy 11,7 mlrd.rubl, 40 sany paýdarlar jemgyýetleriniň paýnamalarynyň dolanyşygy 800 mln. rubl, 29 banklaryň paýnamalarynyň dolanyşygy 500 mln. rubl-a deň boldy.

Birinji Jahan urşuň başlamazyndan öň Sankt-Peterburgyň biržasynda esasy maýalary 1504 mln. rubla deň bolan 295 senagat kärhanalaryň paýnamalary, 15531 mln. rubl mukdarynda 123 görnüşdäki obligasiýalar bahalanýardy[1].

Birža zallarynyň möhüm meseleleri çözmek üçin ulanylmagy seýrek däldi, dellallar bolsa täze kanun taslamalarynyň we iş ugurlarynyň başlaýjylary hökmünde çykyş edýärler. Mysal üçin, 1917-nji ýylyň maý aýynda Petrograd biržasynyň binasynda (urşuň başynda Sankt-Peterburg biržasynyň adyny Petrograd biržasyna çalyşdylar) köp adamly ýygnak geçirildi. Onda döwletiň ykdysady gurluşyndaky sosial özgeriş baradaky soraglar, şeýle hem Palestinany koloniýalaşdyrmagy we tiz ele almak maksady bilen onda göçmek baradaky işi maliýeleşdirmek üçin maýanyň gönükdirmegi ara alnyp maslahatlaşyldy. Ondan başga-da, iňlis goşunda legiony döretmek baradaky (Jabotinskiniň maksady) we Ysraýylyň ýerlerini türkleriň agalygyndan azat etmek üçin Russiýada ýörite goşuny döretmegi (I.Trumpeldoryň maksady) baradaky meseleler gozgalýardy[2]. Ondan öň biržanyň dellallary Russiýada ilkinji saýlawlary

---

[1] Ser.: «Русские биржевые ценности 1914 – 1915 гг.». – СП., 1916.

[2] Ser.: Биржевые ведомости. – 1917.

maliýeleşdirmäge we agitasiýasyna işjeň gatnaşdylar. Olaryň kömegi bilen senagatçylaryň partiýasyndan deputatlar Duma girip bildiler. 1917-nji ýylyň Oktýabr rewolýusiýasyndan soň biržada söwda togtamady, ol 1918-nji ýylyň başyna çenli dowam etdi.

Gymmatly kagyzlaryň hümmeti, harytlaryň bahalarynyň hereketi, emitentler we birža tilsimatlary baradaky birža maglumatlary «Biržanyň wedomostlary» belli rus gazetiň materialynyň esasyny düzýärdiler. Gazet 1861-nji ýyldan 1917-nji ýylyň 6-njy oktýabryna çenli çap edilýärdi. 1893-nji ýyldan başlap günde iki gazeti çykarmaga geçdiler. Irdenki çapda geçen söwda güni barada maglumat berilýärdi, Günortan bolsa irdenki mejlisiň netijeleri ýazylýardy. Birža gazeti günde iki wagtyna diňe bir Sankt-Peterburgda we Moskwada okalman, eýsem, Odessanyň, Kiýewiň, Lwowyň, Harkowyň, Warşawanyň, Riganyň, Çernowtsowyň, şeýle hem Russiýa imperiýasynyň Ýewropa böleginiň başga uly söwda merkezleriniň söwdagärleri we bankçylary okapdylar. «Biržanyň wedomostlary» bilimli rus intelligensiýasynyň medeni mirasy bolup ugrady. Bu gazetiň sahypalarynda Russiýanyň täzeden gurmaklygyň edebi, syýasy, filosofiki we ykdysady soraglary boýunça jedel gidýärdi.

Gazna biržalar bilen bir hatarda söwda, gämi kireýi, altyn biržalary hem ösýärdi, XX asyrda bolsa deriwatiwleriň biržalary we ş.m. hem ösüp ugrady. Biržalarda köp operasiýalar karzlara alyp barýardy we karz (ssuda) puluň hereketi teklip edildi. Olaryň esasynda alyş-çalyş gurnalýardy, biržanyň harytlary az-azdan karz görnüşe öwrülýärdi, karz maýa (ssuda maýa) biržalarda paýnamalar we obligasiýalar görnüşinde aýlanýardy, karzlar bolsa standartlaşdyrylan karz şertnamalar görnüşe eýe boldular.

V bap

GYMMATLY KAGYZLARYŇ IKINJI BAZARY WE ONUŇ GURAMAÇYLYK ESASLARY

5.1. Gymmatly kagyzlaryň ikinji bazarynyň düýp mazmuny

Gymmatly kagyzlaryň ikinji bazary – bu çykarylan gymmatly kagyzlaryň dolanyşykdaky möhletiniň dowamynda onuň bir eýeden beýleki eýä geçmeginiň ýa-da satylmagynyň ähli görnüşlerini öz içine alýan bazardyr.

Bu ýerde aktiwleriň satylmak we satyn alynmak hadysasynyň dowamynda onuň hakyky hümmeti kesgitlenilýär, ýagny maliýe aktiwiň kursunyň katirowkasy döreýär.

Ikinji bazaryň maksady – gymmatly kagyzlaryň ilkinji gezek ýerleşdirilmeginden soňra, olaryň satylmagy, satyn alynmagy we beýleki amallary geçirmek üçin hakyky şertleri döretmek.

Ikinji bazaryň meseleleri:

– hojalygy ýöredýän birlikleriň we şahsy taraplaryň işjeňligini ýokarlandyrmak;

– maliýe tejribesiniň täze görnüşlerini ösdürmek;

– hukuk binýadyny kämilleşdirmek;

– bazaryň infrastrukturasyny ösdürmek;

– kabul edilen düzgünleri we standartlary berjaý etmek.

Ikinji bazaryň wezipeleri:

1) satyjylary we satyn alyjylary birek-birege duşurýar we şeýlelik bilen gymmatly kagyzlaryň likwidliligini üpjün etmek;

2) hyrydarlyk we hödürlemäniň deňlemesini üpjün etmek;

3) halk hojalyk pudaklaryň depressiw sektoryndan, netijeli we progressiw sektoryna maýanyň gaýtadan paýlanylmagyny üpjün edýär.

Bazar ykdysadyýeti ösen döwletlerde ikinji bazarda geçirilýän geleşikleriň göwrümi, birinji bazaryňkydan ýokary bolýar. Mysal

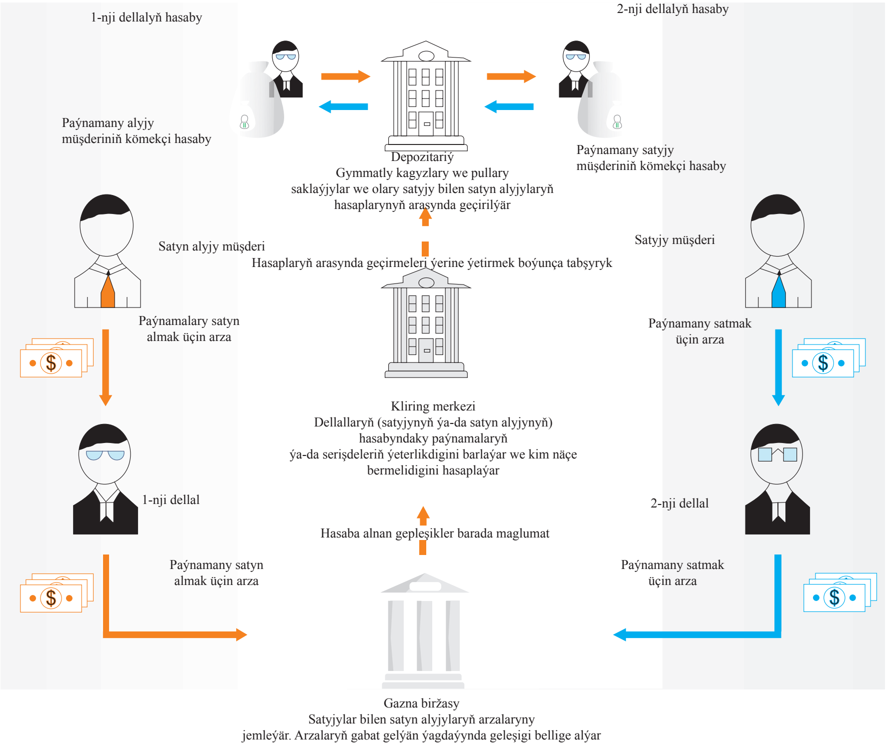
üçin, *ABŞ*–da ähli gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän amallaryň 60–70% – i ikinji bazarda amala aşyrylýar.

Ikilenç bazaryň möhüm aýratynlygy – bu onuň geçginliligi, ýagny üstünlikli we giň söwda etmek mümkinçiligi, hümmetiň ýokary bolmadyk üýtgäp durýan wagtynda ýa-da ýerlemek üçin çykdajylaryň az mahalynda gysga wagtyň içinde gymmatly kagyzlaryň ep-esli mukdaryny alyp bilmek ukybydyr.

Ikinji bazarda diňe maýa goýumçylar, ýagny girdeji almak maksady bilen gymmatly kagyzlara serişde goýan şahslar operator bolup durýarlar. Ilkibaşky maýa goýumçy emitentden gymmatly kagyzlary satyn alandan soňra, şol kagyzlary beýleki şahslara gaýtadan satmaga haklydyr, olar hem öz gezeginde şol kagyzlary indiki goýumçylary ýerlemekde erkin bolýarlar. Ikinji bazarda emitent üçin täze maliýe serişdeleriniň jemlenmegi däl-de, diňe soňky maýa goýumçylaryň arasynda serişdeleriň gaýtadan paýlanmagy bolup geçýär. Doly derejedäki ikinji bazaryň bolmadyk halatynda birinji bazar netijeli hereket edýär diýip bolmaz. Kagyzlary haýal etmän gaýtadan satmak üçin zerur mehanizmi emele getirmek bilen, ikinji bazar goýumçylar tarapyndan oňa bolan ynamy güýçlendirýär, goýumçylaryň täze gazna gymmatlyklaryny satyn almak islegini höweslendirýär we şeýle etmek bilen jemgyýetiň serişdeleriniň önümçiligiň peýdasyna has doly jemlenmegine ýardam edýär (*5.1-nji surat*).

Suratda ikinji bazarda gazna biržasyna gatnaşyjylar nähili hereket edýänligini görüp bolýar. Ýagny her bir satyjy we satyn alyjy öz dellallaryna arza berýär (satmak ýa-da satyn almak barada), soňra bu dellallar depozitaride nominal saklaýjy hökmünde ýa-da satyjy/satyn alyjynyň depo hasabyny açýar we şol wagtyň özünde hasaplaşyk hasabyny hem depozitaride (ýa-da bankda) açýar. Dellallar arzany birža geçirýärler bu ýerde eger-de satyjy bilen alyjynyň arzasy gabat gelse, geleşik bellige alynýar. Hasaba alnan geleşikler baradaky maglumat kliring guramasyna ugradylýar, olar öz gezeginde dellalyň (satyjynyň/alyjynyň) hasabyndaky paýnamalaryň ýa-da serişdeleriň ýeterlikdigini barlaýar, kim-kime näçe bermelidigini hasaplaýar. Kliring guramasy barlagdan soň, hasaplaryň arasynda geçirmeleri ýerine ýetirmek boýunça tabşyrygy depozitariýä gönükdirýär. Depozitariý

gymmatly kagyzlary we serişdeleri satyjyny we satyn alyjynyň hasabyna geçirýär. Soňra gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynda gymmatly kagyzyň eýesiniň täze ady we näçe möçberdäki gymmatly kagyzyň eýesidigi baradaky maglumaty belleýär.



5.1-nji surat. Birža bazaryna gatnaşyjylaryň hereketi

Birža bazary – bu hemişe gymmatly kagyzlaryň guramaçylykly bazary, gymmatly kagyzlary satmak we satyn almak boýunça amallar biržada amala aşyrylýar. Birža bazarynda listingi geçen emitentleriň gymmatly kagyzlarynyň söwdasy geçirilýär, olaryň işi birža tarapyndan gözegçilik edilýär. Birža söwdasy ýörite gurnalan jaýda, anyk wagtyň dowamynda (ýagny birža sessiýasynda), söwdanyň ähli gatnaşyjylary üçin berk bellenen tertip boýunça geçirilýär. Biržanyň guramaçylygy elektron söwda ulgamy hökmünde bolup biler.

Biržadan daşary bazar – bu bazarda gymmatly kagyzlar bilen amallar birža jaýynyň daşynda geçirilýär.

Kassa bazary («slot» bazary we «keş» bazary) – bu baglaşylan geleşigiň dessine ýerine ýetirilmegini talap edýän bazar, şol bir wagtyň özünde olaryň tehniki taýdan ýerine ýetirilmegi 1-3 günüň dowamynda bolup biler.

Möhletli bazar – bu geleşigiň möhletiniň süýşürilmegi (köplenç, birnäçe aý) bilen ýerine ýetirilýän bazar.

Köplenç, *kassa bazarynda* adaty gymmatly kagyzlaryň (paýnamalar, obligasiýalar) dolanyşygy bolup, gymmatly kagyzlardan döreýän (proizwodny) gurallaryň, şertnamalaryň dolanyşygy *möhletli bazarda* amala aşyrylýar.

Söwdanyň görnüşine baglylykda gymmatly kagyzlar iki sany esasy görnüşde hereket edýär:

– däp boýunça geçirilýän bazar (tradition);

– kompýuterleşdirilen bazar.

Adaty (tradition) geçirilýän bazar – bu gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän söwdanyň däp görnüşi, ýagny gymmatly kagyzlary satyjy bilen satyn alyjylar bellibir ýerde duşuşyp, açyk ýa-da ýapyk söwda-da geleşikler amala aşyrýarlar.

Kompýuterleşdirilen bazar – bu kompýuter torlaryny we häzirki zaman aragatnaşyk serişdeleriniň ulanylmagynyň esasynda gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän söwdanyň dürli görnüşlerini öz içine alýan bazardyr.

Bu bazar üçin şu häsiýetler mahsusdyr:

– satyjylar bilen satyn alyjylaryň duşuşmagy üçin fiziki ýeriň bolmazlygy;

– kompýuter söwda ýerleri gönüden-göni firmalaryň ofislerinde ýerleşýär, şol ýerde hem gymmatly kagyzlar söwdasy geçirilýär;

– gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän söwdanyň awtomatlaşdyrylanlygy;

– gymmatly kagyzlary satmak ýa-da satyn almak boýunça talapnamasyny söwda ulgamyna girizmek, bazara gatnaşyjylara orun berilýär;

– bahanyň emele gelmeginiň köpçülikleýin däl häsiýete eýe (not public auction) bolmagy.

5.2. Gazna biržalaryň döreýşi

Häzirki zaman biržalar öz köküni orta asyr ýarmarkalaryndan alyp gaýdýarlar.

Olaryň has bellileri XIV–XV asyrlarda Demirgazyk Italiýada, Günorta Fransiýada we Merkezi Ýewropanyň şäherlerinde ýerleşipdirler. Wenesiýadan, Genuýadan, Florensiýadan söwda gämileri Wizantiýa, Malaýziýa, Siriýa we Demirgazyk Afrika ugradylýardy, yzyna gaýdanlarynda bolsa, reňkleýji serişdeler, hoşboý ysly otlar, ýüpek we pagta matalaryny alyp gaýdypdyrlar. Deňiz aňyrsyndaky harytlary italiýaly täjirler Flandriýanyň, Angliýanyň, Demirgazyk Fransiýanyň ýarmarkalaryna geçiripdirler.

Dürli döwletlerden täjirleriň gelmegi – bu dürli görnüşli pullaryň gelmeginiň çeşmesidir. Şonuň üçin orta asyrlarda söwda merkezleri puluň söwda merkezi hem bolup başlaýar. Söwda geleşikleriň göwrüminiň ulalmagy bilen diňe bir pul çalşygynyň ösmegine däl-de, eýsem, karz amallarynyň kämilleşmegine hem getirýär. Alyş-çalşy geçirýänler bankirleriň ornuny tutupdyrlar. Olar öz stollary bilen açyk asmanyň astynda ýerleşýän meýdançada ýa-da ýapyk galereýalarda ýerleşipdirler. Ýarmarkalarda diňe harytlar bilen däl, eýsem, pul belgileriň we wekselleriň söwdasy, pullaryň alyş-çalşy, gozgalýan emlägi (deňiz gämileri) girewine goýup, karz almak ýaly amallar hem geçirilýärdi.

Ýarmarkalara, köplenç, täjirçilik we syýasy täzelikleri eşitmek üçin gelipdirler. Bu ýere gymmatly kagyzlaryň bahalary, pul serişdelerine bolan isleg barada maglumatlar gelip gowuşýardy, başgaça aýdanyňda, söwda merkezlerinde harytlara, pula bolan hyrydarlygyň we hödürlemäniň maglumatlary jemlenýär, şeýlelikde, bahalar emele gelýär – bu bolsa häzirki zaman gymmatly kagyzlaryň kursunyň emele gelşi bilen meňzeşdir.

«Birža» sözüniň etimologiýasy söwda bilen baglanyşyklydyr. Ol öz gözbaşyny gadymy latyn «bursa» sözünden alyp «gaýyşdan ýasalan gapjyk» diýen manyny berýär. Bu adalga öz salgysyny Demirgazyk Ýewropada iri söwda merkezleri bilen tanalýan Gollandiýanyň Brýugge şäherinden alyp gaýdýar.

«Birža» adalgasy, birmeňzeş atlandyrylýan Brýugge şäherindäki birža ýygnagynyň meýdançasynda ýerleşen Wan der Burse nesline degişli öý bilen baglanyşyklydyr. Onuň tugrasynda üç sany gaýyşdan ýasalan gapjygyň (ter burse) şekili ýerleşdirilipdir. Gitdigiçe «Birža sözüniň» «gaýyşdan ýasalan gapjyk» sözi bilen umumylykda ulanylmagy olaryň manysynyň birmeňzeşligi bilen bagly bolupdyr.

1688-nji ýylda Amsterdamda birža oýunlary baradaky tejribelik gollanma hökmünde birža barada ilkinji kitap çykýar. Onda biržanyň nazaryýet we psihologiýa gözegçiligi beýan edilýär. Onuň awtory portugaliýaly Žozef de la Wega. Ol öz işine «Garym-gatyşykdan ýolagçy ýa-da filosof bilen paýhasly täjir we bilimli paýdaryň arasyndaky, paýnamalar bilen söwda, onuň döreýşi, kämilleşmegi, bähbitliligi, onuň oýny, aldawçylygy we ş.m barada gyzykly söhbetdeşlik» diýip at berýär.

XVIII asyryň başynda birža üçin ýörite niýetlenen binanyň hökmanylygy ýüze çykýar. Sebäbi edil şol wagtlar senagat kärhanalaryň, söwda firmalaryň, banklaryň göwrümi ulalýar. Önümçiligi giňeltmek üçin telekeçileriň mümkinçiligi ýeterlikli bolmanlygy sebäpli maýalary birikdirmegi talap edýärdi. Munuň özi ilkinji paýdarlar kompaniýalaryň döremegine getirýär we olaryň sany gitdigiçe artýar. Olardan has görnükliler Ost-Ind (Hindistan bilen söwdany monopoliýalaşdyrýar) we West-Ind. Dolanyşykdaky paýnamalaryň sanynyň köpelmegi, gazna biržanyň ornuny has-da artdyrýar. Birža-da satylýan we satyn alynýan gymmatly kagyzlar öň obligasiýalar, wekseller, çekler görnüşinde bolan bolsa, indi ilkinji orna paýnamalar çykýar. Kem-kemden paýnamalar birža oýny üçin amatly şertler döredýär. Şol döwürde gymmatly kagyzlar bazarynyň orny barha ösýärdi. Birža-da dolanyşygyň göwrümi ulalýardy. Emma şol bir wagtyň özünde beýleki hadysa hem bolup geçýärdi: öň birža üçin mahsus bolan wezipeleri (mysal üçin, gymmatly kagyzlaryň çykarylmagy ýa-da emissiýa) banklara we karz edaralaryna (maýa goýum, ätiýaçlandyryş, pensiýa) geçýär.

Häzirki günde kapitalistik döwletleriň iri gazna biržalary Nýu-Ýorkda, Londonda, Tokioda, Parižde we beýleki şäherlerde

ýerleşýärler. Adatça, her bir döwletiň öz gazna biržasy bolýar. Gazna biržalaryň sany elmydama artýar, olaryň esasylary maliýe maýasynyň jemlenen merkezinde ýerleşýär.

5.3. Gazna biržalaryň ýerine ýetirýän wezipeleri

Gazna biržasy – söwda ýeri bilen berk bellenen guramaçylykly, bähbitli gymmatly kagyzlary we operatorlary saýlamak mümkinçilikli, geleşikleriň we olar boýunça hasaplaşyklaryň bellige alnyşynyň merkezleşdirilenligi, resmi nyrh kesmekligiň (kotirowka) berkidilmegi bilen tanalýan we biržanyň agzalaryna gözegçilik edýän merkezi bazardyr. Gazna birža hökmünde diňe gymmatly kagyzlar bazarynda söwdany guraýan we öz işini ygtyýarnama (lisenziýa) esasynda amala aşyrýan bolsa ykrar edilýär.

Gazna biržalary – munuň özi şahsy we edara görnüşli taraplaryň gymmatly kagyzlaryň emissiýasy we dolanyşygy bilen baglanyşykly gatnaşyklarynyň jemi. Gazna biržasy azyndan üç agzadan ybarat bolmalydyr, olaryň ählisi onuň paýdarlary bolmalydyr. Paýdar däller biržanyň agzasy bolup bilmez. Gazna biržasy ýapyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti hökmünde döredilýär.

Gazna biržasy diýlip, diňe, öz işini ygtyýarnamanyň esasynda amala aşyrýan we söwdany gurnamak boýunça işi walýuta biržasyndan, haryt biržasyndan (birža söwdalaryny gurnamak boýunça işler), gymmatly kagyzlar we paýly maýa goýum gaznalarynyň maýa goýum paýlary bilen geçirilýän amallar boýunça kliringi amala aşyrmak bilen baglanyşykly kliring işinden, maglumatlary ýaýratmak boýunça işinden, neşirýat işinden başga, işiň beýleki görnüşleri bilen, şeýle hem, emläkleri kärendä bermek boýunça işi amala aşyrmak bilen utgaşdyrmaýan, gymmatly kagyzlar bazarynda söwdany gurnaýjy ykrar edilýär. Işi görkezilen her bir görnüşini amala aşyrmak üçin aýratyn düzümleýin birlik döredilmelidir.

Birža indiki ***wezipeleri*** ýerine ýetirýär:

1) **wagtlaýyn erkin pul serişdelerini toplamak** we eýeçilik hukuklary geçirmäge ýardam bermek;

2) **birža söwdalaryny gurnamak.** Bu wezipe birnäçe goşmaça wezipeleri öz içine alýar:

a) bazar üçin ýeriň berilmegi, ýagny gymmatly kagyzlaryň ilkinji ýerlenmegi ýaly, ikilenji alnyp satylmagynyň bolup geçip biljek ýerleri;

b) birža söwdalaryna tehniki elýeterliligiň üpjün edilmegi. Birža aragatnaşygyň häzirki zaman serişdelerini ulanmalydyr, birža zalynyň, söwda gatnaşyjylaryň işçi orunlarynyň enjamlarynyň, biržadaky ähli hadysalaryň kompýuter üpjünçiliginiň we ş.m. kömegi bilen elektron söwdalarynyň ýokary kwalifisirlenen ulgamyny üpjün etmelidir;

ç) söwdalaryň geçirilýän ýeri we wagty, gazna biržasynda söwdalara çykarylan gymmatly kagyzlaryň sanawy we kesilen bahalary, söwda mejlisleriniň netijeleri hakynda gatnaşyjylara habar bermek arkaly birža söwdalarynyň köpçüligiň öňünde geçirilmegini, açyklygyny üpjün etmek;

d) birža söwdasynyň düzgünlerini, ýagny zalda söwda gatnaşyjylaryň özlerini alyp barmagynyň kadalaryny we düzgünlerini işläp düzmek, şeýle hem, birža söwdasynyň gatnaşyjylarynyň özlerini alyp barmagynyň etiki standartlaryny, kodeksini kesgitlemek;

e) birža zalynda baglaşylan geleşikleriň ýerine ýetirilmeginiň kepillendirilmegini üpjün etmek. Bu wezipe kliringiň birža ulgamlarynyň we hasaplaşyklarynyň kömegi bilen amala aşyrylýar. Munuň üçin birža nagt däl hasaplaşyklar ulgamyny, özara talaplaryň we söwda gatnaşyjylaryň borçnamalarynyň hasabyny ulanýar, şeýle hem, olaryň ýerine ýetirilmegini gurnaýar;

ä) birža söwdalarynyň (birža arbitražy) gidişinde baglaşylan birža geleşikleri boýunça ýüze çykan jedelleri bökdençsiz çözmek üçin tilsimleri döretmek. Bu wezipe, bir tarapdan, söwdanyň wyždansyz gatnaşyjylaryň – kezzaplary ýüze çykarmaga, beýleki tarapdan bolsa, geleşikler hakynda nätakyk ýazgylar, kompýuter üpjünçiligindäki bökdençlikler, beýleki adam we tehniki ýalňyşlyklar sebäpli söwdalaryň gidişinde ýüze çykan ähli jedelleri çözmäge mümkinçilik berýär;

f) söwda gatnaşyjylar üçin kwalifisirlenen talaplary işläp düzmek. Birža söwdalaryna gatnaşýan birža agzalary biržada işlemegiň

düzgünlerini bilmelidirler, olaryň birža söwdasy bilen baglanyşykly, işjeňligiň ähli ulgamlarynda zerur bolan bilimleri we tejribe endikleri bolmalydyr. Birža öz işjeňligini amala aşyrmak üçin ýokary hünärli wezipe sanawly işgärlere eýe bolmalydyr;

g) biržanyň işgärlerini okatmak we täzeden taýýarlamak.

3) **birža şertnamalaryny** işläp düzmek. Biržanyň bu wezipesi indiki kömekçi wezipeleri öz içine alýar:

a) birža söwdalarynyň hil häsiýetnamalaryna bildirilýän talaplary standartlaşdyrmak. Birža onda baha kesilýän gymmatly kagyzlaryň ygtybarlylygyny kepillendirýär, sebäbi birža dolanyşygyna diňe listingden geçen, ýagny olara bildirilýän talabalaýyk gelýän, gymmatly kagyzlara rugsat berilýär;

b) şertnamanyň esasynda duran aktiwiň tapgyrynyň ölçeglerini standartlaşdyrmak;

ç) birža söwdalary boýunça hasaplaşyklara bildirilýän ýeke-täk talaplary işläp düzmek (şertnamalar boýunça şertleri we möhletleri, özara hasaplaşyklary we birža bilen hasaplaşyklary goşmak bilen).

4) biržanyň **nyrh wezipesi** indiki kömekçi wezipeleri öz içine alýar:

a) deňagramly birža nyrhlaryny ýüze çykarmak we biržada nyrhlaryň bikanun manipulirlenmegine ýol bermezlik maksady bilen ony kadalaşdyrmak. Birža gymmatly kagyzyň bazar bahasyny oňa nyrh kesme prosesinde (hümmedini) kesgitleýär;

b) baha emele getirmek;

ç) bahany çaklamak. Biržada geleşigiň baglaşylan senesinden soň birnäçe aýdan soň getirmeli şertnamalaryň söwdasy edilýär, bu bolsa, harydyň getirilmeginiň geljekki senelerine bahalary gündelik çaklamagy amala aşyrmak zerurlygyny döredýär.

5) birža söwdalaryna gatnaşyjylary olar üçin bahanyň amatsyz üýtgäp durmagyndan ätiýaçlandyrmak (hedžirowaniýe) wezipesi. Munuň üçin biržada geleşikleriň ýörite görnüşleri we olary baglaşmagyň tilsimleri ulanylýar, bu bolsa, birža bolan ynamy artdyrýar, gönümel bolşy ýaly, dellallar arkaly hem, söwda edijileriň sanyny artdyrmak bilen, olara bazar alyp-satarlaryny çekýär;

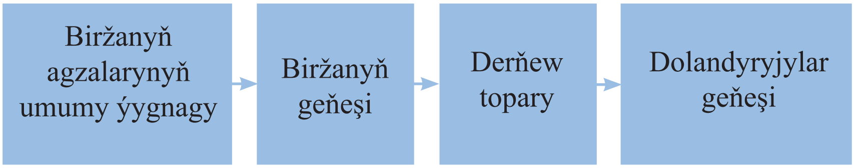
6) alyp-satmak (speculation) birža işjeňligi – bu maksady gymmatly kagyzlaryň satyn alnyş-satylyş bahalarynyň aratapawudyndaky oýundan peýda almak bolup durýan işjeňlik görnüşidir;

7) biržanyň maglumat berijilik wezipesi birža bahalary, biržada söwda edýän kompaniýalar hakynda, bazar konýunkturasy, dürli bazarlar boýunça çaklamalar we ş.m. hakynda köpçülikleýin habar beriş serişdelerinde köpsanly maglumatlary bermek arkaly amala aşyrylýar.

5.4. Biržanyň guralyşy we onuň dolandyrylyşy

Öz wezipelerini ýerine ýetirmek üçin birža dolandyryş edaralaryny döredýär. Biržanyň dolandyryş edarasy jemgyýetçilik we özbaşdak (stasionar) gurluşlary öz içine alýar.

Jemgyýetçilik gurluşy indikileri öz içine alýar (*5.2-nji surat*):



5.2-nji surat. Jemgyýetçilik gurluşy

Biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagy – bu biržanyň derňew toparyny saýlaýan, biržany dolandyrmagyň ýokary kanun çykaryjy edarasydyr. Ol biržanyň ýöriteleşmesini ýa-da onuň uniwersal häsiýetini kesgitleýär. Biržanyň agzalarynyň ýygnagy ýylda bir gezekden ýygy bolmazdan çagyrylýar.

Biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagynyň esasy wezipeleri indikiler bolup durýar:

– birža we birža söwdalaryna umumy ýolbaşçylygy amala aşyrmak;

– biržanyň maksatlaryny we wezipelerini, onuň ösüş strategiýalaryny kesgitlemek;

– biržanyň içki kadalaşdyryjy resminamalaryny tassyklamak we üýtgetmeleri girizmek;

– saýlaw agzalaryny döretmek;

– biržanyň býujetine, ýyllyk balansyna, peýdalar we ýitgiler hasaplaryna seretmek we tassyklamak, peýdany paýlamak;

– biržanyň täze agzalaryny kabul etmek;

– biržanyň geňeşini we işgärlerini saklamak üçin çykdajylar smetasyny tassyklamak;

– biržanyň işjeňligini bes etmek hakynda çözgüt kabul etmek, ýatyryş toparyny bellemek, ýatyryş balansyny tassyklamak.

– biržany gündelik operatiw dolandyrmak üçin birža geňeşi saýlanýar.

Birža geňeşi umumy utgaşdyryjy (gözegçi-ýolbaşçylyk ediji agza) merkez bolup durýar we diňe biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagynyň çözüp biljeklerinden başga, biržanyň işjeňliginiň ähli meselelerini çözýär. Oňa biržanyň prezidenti ýolbaşçylyk edýär.

Birža geňeşi indiki wezipeleri ýerine ýetirýär:

– müdiriýetiň hasabatlaryny diňlemek we bahalandyrmak;

– birža söwdasynyň düzgünlerine üýtgetmeler girizmek;

– biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagynyň çözgütlerini taýýarlamak;

– ähli ýygymlaryň, tölegleriň, pul we komissiýa ýygymlarynyň möçberini kesgitlemek;

– biržanyň agzalaryny kabul etmek ýa-da agzalykdan çykarmak hakynda çözgüt taýýarlamak;

– birža söwdalaryna ýolbaşçylyk etmek;

– biržanyň emlägine eýeçilik etmek;

– biržanyň işgärlerini işe kabul etmek we wezipesinden boşatmak we ş.m.

Birža geňeşiniň düzüminden birža operatiw ýolbaşçylygy amala aşyrýan we guramalarda we edaralarda onuň bähbidine wekilçilik edýän müdiriýet döredilýär.

Birža geňeşine biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagy tarapyndan üç ýyl möhlet bilen saýlanýan başlyk ýolbaşçylyk edýär. Geňeşiň başlygy diňe hyzmatdaşlygyň agzalarynyň ýygnagyna hasabat berýär.

Birža geňeşi biržany dolandyrmagyň toparlaýyn guramasy bolup durýar. Birža geňeşiniň düzümindäki şahslary, biržanyň agzalarynyň

umumy ýygnagy tarapyndan saýlanýar. Birža geňeşiniň agzalarynyň wezipeleri boşadylmadyk bolup durýar we biržanyň wezipe sanawyna goşulmaýar. Birža geňeşiniň mejlisleri aýda bir gezekden ýygy bolmazdan geçirilýär.

Maliýe-hojalyk işjeňlige gözegçiligi birža geňeşi bilen bir wagtda biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagy tarapyndan saýlanýan derňew topary amala aşyrýar.

Derňew topary biržanyň maliýe-hojalyk işjeňliginiň, onuň söwda, hasaplaşyk, daşary ýurt puly we beýleki amallarynyň netijeleriniň resminamalaýyn barlagyny (tutuş we saýlama) geçirýär. Ol indikileri barlaýar:

– biržanyň maliýe-hojalyk işjeňligini, onuň hasaplarynyň ýagdaýyny we hasabat resminamalarynyň dogrulygyny;

– operatiw, buhgalter we statistiki hasabyň we hasabatlylygyň goýluşyny we dogrulygyny;

– kesgitlenen smetalaryň, kadalaşdyryjylaryň we çäklendirmeleriň ýerine ýetirilişini;

– býujete tölegleriň öz wagtynda amala aşyrylýanlygyny we dogrulygyny;

– birža we onuň edarasy tarapyndan kanunçylyk namalarynyň we gözükdirijileriň, şeýle hem, biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagynyň çözgütleriniň berjaý edilişini;

– biržanyň kassalarynyň we gaznalarynyň ýagdaýyny.

Derňew topary biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagynyň tabşyrygy boýunça ýa-da öz inisiatiwasy boýunça barlaglary amala aşyrýar. Derňewler ýylda bir gezekden ýygy bolmazdan geçirilýär. Barlagyň netijeleri biržanyň agzalarynyň umumy ýygnagyna ugradylýar.

Käbir biržalarda bellibir wezipäni ýerine ýetirmek üçin, esasy niýetlenişi biržanyň işjeňligini häkimiýet we dolandyryş bölümleri bilen ylalaşmakdan, biržadaky işe rezident dälleriň çekilmegine ýardam bermekden ybarat bolup durýan, hossarlyk ediji geňeş döredilip bilinýär.

Dolandyryjylar geňeşi – biržanyň gulluklarynyň işjeňligine gözegçilik etmek we biržanyň işjeňliginiň esasy ugurlaryny işläp düz-

mek, birža söwdasynyň düzgünlerini kesgitlemek we utgaşdyrmak hukuklaryna eýe bolan biržanyň ýerine ýetiriji edarasydyr. Dolandyryjylar geňeşi biržanyň agzalary tarapyndan saýlanýar we biržanyň agzalaryndan bolşy ýaly, daşky dolandyryjylardan we ýörite ekspertlerden ybarat bolup durýar.

Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň geňeşi, jemgyýetçiligiň 12 wekilini we gazna bazarynyň 12 wekilini goşmak bilen, başlygyň ýolbaşçylygynda 25 adamdan ybaratdyr.

Hojalyk birža işjeňligini alyp barmak üçin birža stasionar gurluş zerurdyr.

Stasionar gurluş ýerine ýetiriji (wezipeleýin) we ýöriteleşdirilen kiçi bölümlerden ybaratdyr.

Ýerine ýetiriji (wezipeleýin) kiçi bölüm – bu biržanyň birža söwdalaryny taýýarlaýan we geçirýän apparatydyr. Nähili bölümleri döretmelidigini, haýsylary döretmeli däldigini her bir biržanyň özi saýlaýar. Emma indiki kiçi bölümler hökmanydyr: maglumatlar bölümi, ekspertiza ýa-da birža harydyny söwdalara çykarmaga rugsat beriji bölümi, hasaba alyş bölümi, programma üpjünçiligi boýunça býuro, söwdalary gurnamak boýunça bölüm.

Hasaba alyş bölümi birža dellallarynyň hasaba alynmagyny, birža dellallarynyň rekwizitleriniň we işgärler düzüminiň hasabyny alyp barmagy üpjün edýär, birža dellallaryna parollary bermegi, dellallaryň akkreditasiýasyny, birža ejazalarynyň berilmegini we biržanyň maglumatlar binýadynda bu maglumatyň dogrulygyna gözegçiligi amala aşyrýar. Şeýle hem hasaba alyş bölümi, söwdanyň düzgünlerini inkär edýänleri biržada akkreditasiýadan mahrum etmäge hukuklydyr.

Maglumat-analitiki bölüm birža dellallaryndan we olaryň müşderilerinden gije-gündiz maglumatlary kabul edýär, olary seljerýär we indiki söwdalara taýýarlaýar, indiki söwdalara goýlan maglumatlar boýunça dellallaryň soraglaryna gije-gündiz jogap berýär.

Birža maglumatlary bölümi birža maglumatlaryny ýaýratmak bilen meşgullanýar, dellallary indiki söwdalar boýunça maglumatlar, haryt bazarlary we bazar konýunkturasy hakynda maglumatlar bilen üpjün edýär. Birža muzdsuz ýa-da degişli töleg esasynda söwdalara

gatnaşyjylary söwdalara çykarylan birža harytlary hakynda maglumat bilen, öňki söwdalaryň geleşikleri hakynda, kesilen birža bahalary hakynda, haryt bazarlary we birža harytlarynyň bazar konýunkturasy hakynda maglumatlar bilen we özünde bar bolan beýleki maglumatlar bilen üpjün edýär.

Analitiki bölüm birža işjeňligini seljermegiň usullaryny işläp düzýär, analitiki birža maglumatlaryny toplaýar we işleýär, köpçülikleýin habar beriş serişdeleri üçin analitiki materiallary taýýarlamak bilen meşgullanýar.

Maglumat-hasaplaýyş merkezi birža zalynyň kompýuter tehnikasyna we akustik ulgamyna we biržanyň maglumatlar binýadynyň programma üpjünçiligine tehniki hyzmaty amala aşyrýar.

Makler bölümi söwdalary geçirýär, geleşikleri hasaba alýar we söwdalaryň netijelerini resmileşdirýär. Söwdalary alyp barýan birža makleri, söwdalara gatnaşyjylara söwdalaryň başlananlygy we tamamlananlygy hakynda, söwdalaryň arasynyň bölünmeginiň ýa-da saklanmagynyň sebäpleri hakynda habar bermelidir.

Fýuçers bölümi fýuçers söwdalaryna gatnaşýan birža dellallaryny hasaba alýar, fýuçers söwdalarynyň netijelerini taýýarlaýar we resmileşdirýär.

Howpsuzlyk gullugy biržanyň ejaza rejesiniň berjaý edilmegini amala aşyrýar, biržanyň binalarynda tertip-düzgüni saklaýar we biržanyň binalarynda emläkleriň tükelligini üpjün edýär.

Biržanyň syýasaty biržanyň toparlaryny (komitetlerini) we täjirçilik guramalaryny öz içine alýan, *ýöriteleşdirilen edaralar* tarapyndan durmuşa geçirilýär. Komitetler (toparlar) dolandyryjylar geňeşi tarapyndan bellenýän, biržanyň agzalaryndan ybaratdyr. Komitetleriň agzalary tölegsiz işleýär.

Baha kesiji topar birža geleşikleri baglaşylanda, bahalaryň (isleg we teklip, şertnamalaýyn, ýokary we pes, açylyş (başlangyç) we ýapylyş (jemleýji), ähli amallary, teklipleri we ş.m.) dürli görnüşleriniň hasaba alnyşyny gurnamak üçin zerurdyr. Şeýle bahalaryň umumylaşdyrylmagynyň esasynda birža býulletenlerinde neşir edilýän kesilen (maglumat) bahalar kesgitlenýär we birža maglumat kitapçasy hökmünde seredilýär.

Birža býulleteni diňe bir eýýäm baglaşylan geleşikler boýunça däl-de, eýsem, söwdalara hödürlenen gymmatly kagyzlar boýunça hem, şeýle hem, isleg hakynda arzalar boýunça, şol sanda, biržadan daşary amallarda hem, köpsanly maglumatlary işlemegiň katalogy bolup durýar. Baha kesiş toparynyň wezipesi söwda gatnaşyjylar tarapyndan ýeterlik derejede doly we obýektiw maglumatlaryň öz wagtynda berilmegine gözegçilik etmek bolup durýar. Baha kesiş topary biržanyň maglumatlar bölümine bahalar we olaryň hereketiniň hatda bahalary kesilen resmi neşirine girizilmedik harytlar boýunça hem ösüş meýilleri hakynda maglumatlary berýär. Arbitraž topary bilen birlikde ol jedelli meseleler ýüze çykanda bahalary kesgitleýär.

Listing boýunça komitet – bu biržada söwdasy edilýän gymmatly kagyzlaryň sanawyna goşulýan gymmatly kagyzlara bildirilýän talaplary işläp düzýär we bu sanawa paýnamalary goşmak hakynda arzalara seredýär.

Arbitraž topar (eminiň gatnaşmagyndaky kazyýet) birža geleşiklerini baglaşmagyň ýa-da ýerine ýetirmegiň gidişinde alyjylaryň, satyjylaryň we dellallaryň arasyndaky jedelleri çözýär. Bu öz bolşuna görä, jedeliň taraplarynyň hökmany ýerine ýetirmegine degişli bolan çözgütleri kabul etmek hukugy berilmedik ylalaşdyryjy topardyr. Taraplaryň haýsydyr biriniň arbitraž toparynda düşünişmekligiň netijelerinden kanagatlanmazlygy ýagdaýynda iş kazyýet instansiýalaryna geçirilýär.

Söwda (işewürlik) etikasy boýunça topar biržanyň içki tertip-düzgün meseleleri boýunça oturdaş eminleriň wezipesini ýerine ýetirýär.

Biržanyň täze agzalaryny kabul etmek boýunça topar biržanyň täze agzalaryny kabul etmek hakynda arzalara seredýär, biržanyň agzalygyna girmäge isleg bildiren kärhanalaryň we guramalaryň hojalyk we maliýe ýagdaýyny seljerýär, biržanyň täze agzalarynyň doly ygtyýarly wekilleriniň hünär we işewürlik hillerini bahalandyrýar, dolandyryjylar geňeşine biržanyň täze agzalaryny kabul etmek hakynda teklipleri we maslahatlary taýýarlaýar.

Söwda zaly boýunça komitet söwdanyň derejesini kesgitleýär, zalda ýüze çykýan jedelleri çözýär, söwda zalynda tertip-düzgün boýunça gözükdirijileriň berjaý edilişine gözegçilik edýär.

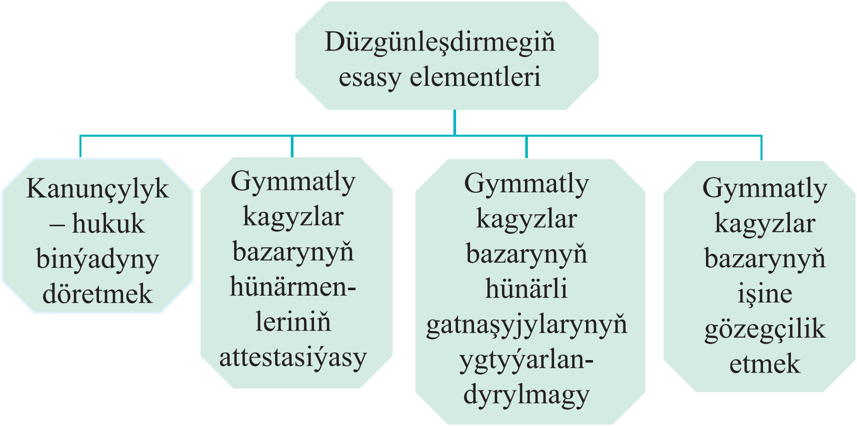
Hasaplaşyk (kliring) gurama (palata) birža söwdalary boýunça çalt we takyk hasaplamany amala aşyrýar, tölegleriň we amallar amala aşyrylanda gymmatly kagyzlary bermegiň iş yzygiderliligini kadalaşdyrýar. RF-de şuňa meňzeş guramalar hasaplaşyk-maliýe merkezleri bolup durýar. Fýuçers biržasynda hasaplaşyk palatasy geleşikleriň ýerine ýetirilmeginiň kepiline öwrülýär, sebäbi ol girewdäki maržanyň hasaba alynmagyny amala aşyrýar we geleşigi garşydaş tarapa (couterparty) karz berýär.

Depozitar gurama resminamaly we resminamasyz görnüşde çykarylan, gymmatly kagyzlara hukugy saklamak, hasaba almak we geçirmek boýunça işjeňligi amala aşyrýar. Mundan başga-da, depozitariler deponentiň gymmatly kagyzlarynyň borçnamalar bilen hasaba almagy, emitentden ýa-da gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawyny (reýestrini) saklaýjydan depozitariý tarapyndan alnan gymmatly kagyzlar hakynda ähli maglumaty müşderä ýetirmegi, gymmatly kagyzlaryň sertifikatlarynyň hakykylygynyň barlagyny amala aşyrýar we ş.m.

VI bap
GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNYŇ DÖWLET TARAPYNDAN DÜZGÜNLEŞDIRILMEGI

6.1. Kadalaşdyrmagyň umumy düzgünleri we maksady

Döwlet tarapyndan düzgünleşdirmegiň elementleri her döwletiň öz ykdysady syýasatynyň aýratynlygyna laýyklykda hereket edýär *(6.1-nji surat).*



6.1-nji surat. Düzgünleşdirmegiň elementleri

Gymmatly kagyzlar bazaryny kadalaşdyrmak – bu bazara gatnaşyjylaryň işiniň we olaryň geçirýän amallarynyň degişli hukuga eýe bolan edaralar tarapyndan düzgünleşdirilişi. Gymmatly kagyzlar bazaryny kadalaşdyrmak oňa gatnaşyjylaryň ählisini gurşap alýar: emitentler, maýadarlar, gazna bazarynyň hünärli araçyllary, bazaryň infrastruktura edaralary.

Bazara gatnaşyjylaryň işiniň kadalaşdyrylyşy içki we daşky bolup biler. Içki kadalaşdyryş – bu berlen kärhananyň işjeňliginiň

hususy normatiw resminamalaryna: düzgünnamasyna, kärhananyň işjeňligini kesgitleýän içki düzgünlerine tabynlygy.

Daşky kadalaşdyryş – berlen edaranyň işjeňliginiň döwletiň, beýleki edaralaryň namalaryna we halkara ylalaşyklara tabynlygy.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň kadalaşdyrylyşy, onda amala aşyrylýan işleriň ähli görnüşlerini we amallaryny gurşap alýar: emissiýa, araçyllyk, maýa goýum, alyp-satmak, nesýe, ynamlylyk we ş.m.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň kadalaşdyrylyşy ony amala aşyrmaga hukugy bolan edaralar we guramalar tarapyndan amala aşyrylýar.

Ýokardaky aýdylanlardan ugur alyp şu aşakdakylary tapawutlandyrýarlar:

– kadalaşdyrylyş wezipelerini ýerine ýetirýän **döwlet edaralary tarapyndan gymmatly kagyzlar bazarynyň kadalaşdyrylyşy;**

– gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary tarapyndan kadalaşdyrylyşy ýa-da öz-özüni kadalaşdyryş.

Bu hadysa şeýle amala aşyrylyp bilner: döwlet häkimiýeti bazary kadalaşdyrmak boýunça öz wezipeleriniň bir bölegini, döwlet tarapyndan ýerine ýetiriji ýa-da saýlanan gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylaryň edaralaryna geçirýär;

– **jemgyýetçilik kadalaşdyrylyşy.** Sebäbi, gymmatly kagyzlar bazarynda bolup geçýän ýagdaýlara jemgyýetçilik gatlaklaryň reaksiýasy netijesinde, döwletiň ýa-da bazaryň hünärmentleri tarapyndan kadalaşdyryş işleri başlanýar.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi şu aşakdakylaryň esasynda amala aşyrylýar:

1) gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylaryň işine hökmany talaplaryň bellenilmegi;

2) gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň (goşmaça emissiýalarynyň) döwlet tarapyndan bellige alynmagy, şeýle hem olarda göz öňünde tutulan borçnamalaryň emitentler tarapyndan berjaý edilmegine gözegçilik edilmegi;

3) gymmatly kagyzlar bazarynda hünär işiniň ygtyýarlandyrylmagy;

4) gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysynyň hünärmenleriniň hünär synagyndan geçirilmegi;

5) gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň hukuklaryny goramagyň we olaryň hukuklarynyň emitentler hem-de gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary tarapyndan berjaý edilmegine gözegçilik ulgamynyň döredilmegi;

6) gymmatly kagyzlar bazarynda hünärmençilik işi amala aşyrylan mahalynda jenaýatçylykly ýol bilen alnan girdejileriň kanunlaşdyrylmagynyň we terrorizmiň maliýeleşdirilmeginiň garşysyna hereket edilmegi;

7) gymmatly kagyzlar bazarynda işi degişli ygtyýarnamasy bolmazdan amala aşyrýan şahslaryň işiniň öňüniň alynmagy.

Türkmenistanyň Ministrler Kabineti we Türkmenistanyň Maliýe we ykdysadyýet ministrligi (mundan beýläk – ygtyýarly edara) **gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegini amala aşyrýan edaralar** bolup durýarlar.

6.2. Gymmatly kagyzlar bazarynyň kadalaşdyrylyşynyň ýörelgeleri

Ýurdumyzda **gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegini amala aşyrýan edaralar** hökmünde Türkmenistanyň Ministrler Kabineti we Türkmenistanyň Maliýe we ykdysadyýet ministrligi çykyş edýärler.

«Gymmatly kagyzlar bazary hakyndaky» Türkmenistanyň Kanunynyň 6-njy maddasyna laýyklykda Türkmenistanyň Ministrler Kabineti gymmatly kagyzlar bazary babatynda şu aşakdakylary kesgitleýär:

1) ýeke-täk döwlet syýasatyny;

2) Türkmenistanyň gymmatly kagyzlar bazarynda emissiýasy we dolanyşygy göz öňünde tutulýan gymmatly kagyzlaryň täze görnüşlerini we şu aşakdakylary tassyklaýar:

1) gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet ösüş maksatnamasyny;

2) döwletiň gymmatly kagyzlarynyň emissiýasynyň we dolanyşygynyň düzgünlerini.

Türkmenistanyň Ministrler kabineti Türkmenistanyň gymmatly kagyzlar bazarynda daşary ýurtly emitentler tarapyndan goýberilen

gymmatly kagyzlaryň dolanyşyga goýberilmeginiň her ýylky paýlaryny we şertlerini belleýär. Mundan başga-da, döwletara şertnamalary boýunça Türkmenistanyň borçnamalarynyň hasaba alynmagy bilen Türkmenistanyň emitentleri tarapyndan goýberilen gymmatly kagyzlaryň Türkmenistanyň çäginden daşarda dolanyşyga goýberilmeginiň her ýylky paýlaryny hem belleýär.

Jemagata yglan edilmezden ýerlenilýän gymmatly kagyzlaryň aýry-aýry goýberilişleriniň emissiýasynyň prospektleriniň döwlet tarapyndan bellige alynmagyndan boşadylmagy barada çözgüdi we gymmatly kagyzlar bazarynda maýa goýujylaryň hukuklarynyň we kanuny bähbitleriniň goralmagyny üpjün etmek boýunça wezipeler ýurdumyzda Türkmenistanyň Ministrler kabineti tarapyndan ýerine ýetirilýär.

Türkmenistanda «Gymmatly kagyzlar bazary hakyndaky» kanuna laýyklykda gymmatly kagyzlar bazarynda ygtyýarly edara hökmünde, Türkmenistanyň maliýe we ykdysadyýet ministrligi çykyş edýär we gymmatly kagyzlar bazary babatynda ýeke-täk döwlet syýasatyny durmuşa geçirýär.

Türkmenistanyň maliýe we ykdysadyýet ministrligi şu aşakdaky işleri amala aşyrýar:

a) gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet ösüş maksatnamasynyň taslamasyny işläp düzýär;

b) gymmatly kagyzlar bazarynda hünär işiniň ygtyýarlandyrylmagyny ýerine ýetirýär;

ç) gymmatly kagyzlar bazarynyň gatnaşyjylarynyň işiniň utgaşdyrylmagyny üpjün edýär;

d) gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary babatda gözegçilik barlagynyň elektron ulgamy arkaly gözegçilik barlagynyň wezipelerini amala aşyrýar.

Gymmatly kagyzlaryň ýeke-täk döwlet sanawyny Türkmenistanyň maliýe we ykdysadyýet ministrligi döredýär we ýöredýär, gymmatly kagyzlaryň bellige alnan emissiýalary barada maglumatlaryň açylmagyny hem üpjün edýär. Mundan başga-da, gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň hünärmenleriniň hünär synagyny geçirýär, olara hünärderejeli şahadatnamalary berýär.

Türkmenistanyň maliýe we ykdysadyýet ministrligi gymmatly kagyzlar bazary babatda kanuna laýyklykda şu aşakdakylary tassyklaýar:

a) gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň hünärmenleriniň hünär synagyny geçirmegiň, hünärderejeli şahadatnamasyny bermegiň we onuň hereketiniň bes edilmeginiň tertibini;

b) gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawlarynyň geçirilmeginiň tertibini;

ç) emitentler tarapyndan emissiýanyň netijeleri barada we gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary tarapyndan gymmatly kagyzlar bilen amallar boýunça hasabatlary düzmegiň we bermegiň tertibini;

d) depozitarlaryň dessuryny.

Türkmenistanyň Merkezi banky bilen ylalaşmak boýunça kliring guramalarynyň ýörite gaznalarynyň iň az möçberini we gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawyny saklaýjynyň maglumat ulgamlaryna bildirilýän talaplaryny bellemek işi ýurdumyzda Türkmenistanyň maliýe we ykdysadyýet ministrliginiň üstüne ýüklenen.

«Gymmatly kagyzlar bazary hakyndaky» Türkmenistanyň kanunynyň 8-nji maddasyna laýyklykda ygtyýarly edara şu aşakdakylara hukugy bardyr:

– Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykda gymmatly kagyzlar bazarynda hünär işiniň ygtyýarlandyrylmagyny amala aşyrmaga;

– gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary üçin (karz edaralary muňa degişli däldir) hökmany bolan gymmatly kagyzlar bilen amallar boýunça töwekgelçilikleri çäklendirmäge gönükdirilen ykdysady görkezijileri bellemäge;

– Türkmenistanyň kanunçylygynda bellenilen tertipde gymmatly kagyzlar bazarynyň gatnaşyjylarynyň işine barlaglary geçirmäge, şol sanda degişli döwlet edaralary bilen bilelikde geçirmäge;

– barlaglaryň netijeleri boýunça gymmatly kagyzlar bazarynyň gatnaşyjylaryna ýerine ýetirilmegi hökmany bolan tabşyryknamalary bermäge;

– gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi babatynda öz ygtyýarlyklaryna girýän meseleleri çözmek üçin gymmatly kagyzlar bazarynyň gatnaşyjylaryndan zerur resminamalaryň berilmegini talap etmäge;

– eger-de barlaglar geçirilende administratiw ýa-da jenaýat hukuk bozulmasynyň häsiýeti bolan ýagdaýlar ýüze çykarylsa, resminamalary Türkmenistanyň degişli ygtyýarly edaralaryna ibermäge;

– öz ygtyýarlyklaryna degişli edilen meseleler boýunça hak isleýiş arzalary bilen kazyýete ýüz tutmaga;

– gymmatly kagyzlar bazarynyň gatnaşyjylarynyň işine gözegçilik etmek maksady bilen özüniň ygtyýarly wekillerini bellemäge;

– gazna biržalarynyň we gymmatly kagyzlar bazarynyň beýleki hünärli gatnaşyjylarynyň elektron ulgamlary bilen bagly bolan gözegçiligiň we gözegçilik barlagynyň elektron ulgamyny ulanmak bilen gazna birža söwdalarynyň geçirilmegine daşyndan gözegçiligi geçirmäge;

– emissiýaly gymmatly kagyzlaryň çykarylyş möçberiniň olaryň dolanyşykda bolýan sanyna laýyk gelşine gözegçilik barlagyny amala aşyrmaga;

– Türkmenistanyň kanunçylygy bozulan halatynda gymmatly kagyzlar bilen amallary amala aşyrmaga hünärderejeli şahadatnamalary bolan wezipeli adamlara we hünärmenlere öz ygtyýarlyklarynyň çäklerinde jogapkärçilik çärelerini görmäge;

– gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi babatynda öz ygtyýarlyklaryna girýän meseleler boýunça çözgütleri kabul etmäge.

6.3. Gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň döwlet tarapyndan bellige alynmagy

Türkmenistanda gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň döwlet tarapyndan bellige alynmagy Gymmatly kagyzlaryň ýeke-täk döwlet sanawynyň saklaýjysy hökmünde çykyş edýän ygtyýarly edara tarapyndan amala aşyrylýar.

«Gymmatly kagyzlar hakyndaky» kanunyň 37-nji maddasyna laýyklykda Gymmatly kagyzlaryň ýeke-täk döwlet sanawynda emissiýasy Türkmenistanda amala aşyrylýan gymmatly kagyzlarda şu maglumatlar bolmalydyr:

1) emitentiň doly ady we ýuridik salgysy;

2) emitentiň döwlet tarapyndan bellige alnandygy hakynda maglumatlar;

3) gymmatly kagyzlaryň görnüşi, sany, nominal bahasy,olaryň ýerleşdirilmeginiň görnüşi;

4) ygtyýarly edara tarapyndan bellenilýän başga maglumatlar.

Ýurdumyzda emissiýanyň bellige alynmagy üçin emitent ygtyýarly edara şu resminamalary bermäge borçludyr:

1) bellige almak üçin arzany;

2) gymmatly kagyzlaryň emissiýasy hakynda çözgüdini;

3) emissiýanyň prospektini – emissiýaly gymmatly kagyzlar açyk ýerleşdirilen halatynda;

4) emitentiň esaslandyryjy resminamalarynyň göçürilen nusgalary.

Ygtyýarly edara görkezilen resminamalary alandan soň 30 senenama gününden gijä galman emissiýany bellige almaga ýa-da bellige almakdan ýüz öwürýändigi hakynda delillendirilen çözgüdi kabul etmäge borçludyr, bu barada ýazmaça görnüşde arza beren emitentiň dykgatyna ýetirilýär. Eger-de gymmatly kagyzlaryň emissiýasy döwlet tarapyndan bellige alnan bolsa, onda ygtyýarly edara tarapyndan şol goýberilişe döwlet bellige alyş san belgisini berýär.

Şu aşakdaky ýagdaýlarda, ygtyýarly edara üçin gymmatly kagyzlaryň emissiýasyny bellige almakdan ýüz öwürmäge esas bolup biler:

1) berlen resminamalarda emissiýanyň şertleriniň we gymmatly kagyzlaryň dolanyşygynyň Türkmenistanyň kanunçylygyna çapraz gelýändigi, şol sanda gymmatly kagyzlaryň emissiýasy emitentiň ýitgileriniň öwezini dolmak üçin niýetlenendigi hakynda netije çykarmaga mümkinçilik berýän maglumatlaryň bolmagy;

2) berlen resminamalaryň we olarda bolan maglumatlaryň düzüminiň şu Kanunyň talaplaryna laýyk gelmezligi;

3) emissiýanyň prospektine ýa-da gymmatly kagyzlaryň emissiýasy hakynda çözgüde we gymmatly kagyzlaryň emissiýasyny bellige almak üçin esas bolup durýan beýleki resminamalara göz-görtele ýalan ýa-da nädogry maglumatlaryň girizilmegi;

4) karz edaralary tarapyndan berilýän resminamalaryň Türkmenistanyň Merkezi bankynyň kadalaşdyryjy hukuk namalaryna laýyklykda olara bildirilýän talaplara laýyk gelmezligi.

Ýurdumyzda emissiýa bellige alynmazdan öň gymmatly kagyzlaryň köpçülikleýin habar beriş serişdelerinde çap edilmegi, şol sanda emissiýanyň prospektiniň çap edilmegi arkaly mahabatlandyrylmagy gadagan edilýär.

6.4. Gymmatly kagyzlar bazarynyň öz-özüni kadalaşdyryjy edaralary

Öz-özüni kadalaşdyryjy edaralar (ÖÖKE) − bu döwlet goldawynyň kepili esasynda, bazaryň kesgitli ugurlaryny kadalaşdyrmak maksady bilen, meýletin esasda gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary tarapyndan döredilýän täjirçilik däl, döwlete dahylsyz edaralar.

Öz-özüni kadalaşdyryjy edaralaryň sany we ugurlary döwlet tarapyndan kesgitlenmeli, sebäbi öz-özüni kadalaşdyryşyň şol bir predmeti, şol bir wagtda iki ýa-da köpsanly bir görnükli edaralar tarapyndan kadalaşdyrylmaýar.

Öz-özüni kadalaşdyryjy edaranyň hukuklary:

– bazarda hünärmençilik işiniň we amallaryň hökmany düzgünlerini we startlaryny işläp düzmek;

– işgärleriň professional taýýarlygyny amala aşyrmak, bazara gatnaşyjylar üçin bildirilýän talaplary kesgitlemek;

– bazara gatnaşyjylar tarapyndan düzgünleriň we namalaryň berjaý edilişine gözegçilik etmek;

– bazarda maglumat işjeňligi;

– döwlet dolandyryş edaralarynda bazara gatnaşyjylaryň bähbitlerini goramak we aragatnaşygyny üpjün etmek.

Öz-özüni kadalaşdyryjy edara gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary tarapyndan, amala aşyrýan işleri üçin şertleri döretmek, professional etikanyň standartlaryny berjaý etmek, gymmatly kagyzlar bazaryň hünärli gatnaşyjylarynyň bähbitlerini aramak we gymmatly kagyzlar bilen amallary ýerine ýetirmegiň düzgünlerini kesgitlemek maksady bilen döredilýär.

Öz-özüni kadalaşdyryjy edara öz agzalary üçin professional işjeňliginiň hökmany düzgünlerini, gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän amallaryň startlaryny kesgitlemek bilen çäklenmän, eýsem, olaryň ýerine ýetirilişine gözegçiligi hem amala aşyrýar.

Öz-özüni kadalaşdyryjy edaranyň esasy alamatlary:

– meýletin birleşme;

– agzalary: gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary;

– bazarda hünärli gatnaşyjylaryň tertibiniň düzgünlerini kesgitlemek, wezipeler we öz-özüňi kadalaşdyryş;

– döwlet häkimiýeti bilen gatnaşyk- döwlet öz wezipeleriniň bellibir bölegini geçirýär.

Dünýä tejribesinde öz-özüni kadalaşdyryjy edara şu aşakdaky görnüşi kabul edýär:

– assosiasiýa;

– professional birleşme;

– professional jemgyýetçilik gurama.

Öz-özüni kadalaşdyryjy edaranyň wezipeleri:

– gymmatly kagyzlar bazaryň hünärli gatnaşyjylary tarapyndan işiniň kadalaşdyrylyşy;

– gymmatly kagyzlar bazary üçin ýokary hünärli, dünýä ölçeglerine gabat gelýän işgärleri taýýarlamak;

– döwletiň öňünde we bazarda öz bähbitlerini aramak.

VII bap

GYMMATLY KAGYZLAR BAZARYNYŇ KADALY HEREKET ETMEGINI ÜPJÜN EDÝÄN GATNAŞYJYLAR

7.1. Gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylar

Edara görnüşli taraplar şol sanda karz edaralary, şeýle hem telekeçi hökmünde hasaba alnan we gymmatly kagyzlar bazarynyň ähli gatnaşyjylaryna hyzmat etmäge ýöriteleşen raýatlar (fiziki taraplar) «Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» Türkmenistanyň Kanunyna laýyklykda **gymmatly kagyzlar bazarynda hünärli gatnaşyjylar** diýip hasaba alynýar *(7.1-nji surat)*.

Gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylar:

1) gymmatly kagyzlaryň emitentleri;

2) maýa goýujylar;

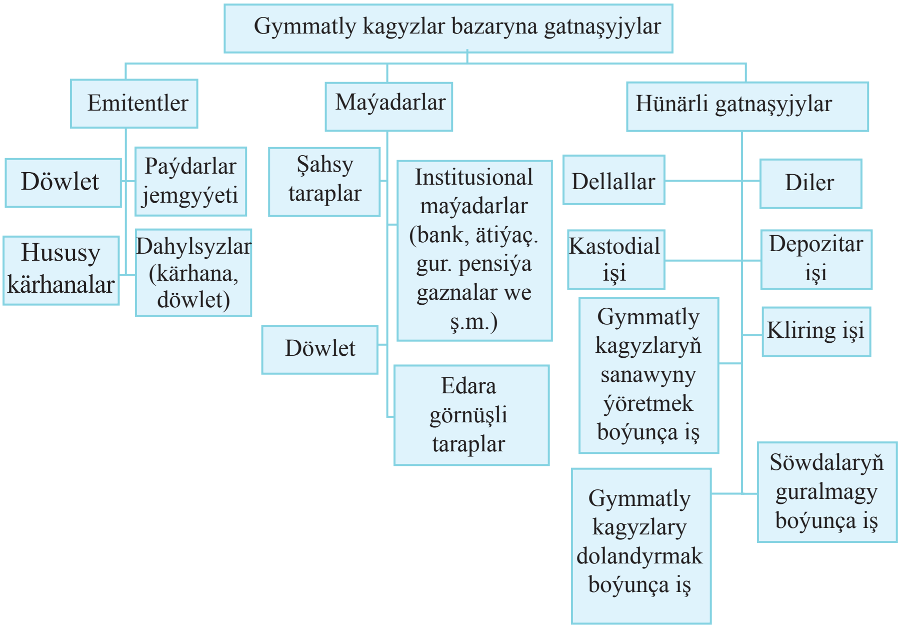
3) gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary.

Türkmenistanda gymmatly kagyzlaryň emitentleri, maýa goýujylar we gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary gymmatly kagyzlar bazarynyň gatnaşyjylary bolup durýar.

Gymmatly kagyzlaryň emitenti – gymmatly kagyzlaryň emissiýasyny amala aşyrýan, şu gymmatly kagyzlarda berkidilen hukuklaryň amala aşyrylmagy boýunça olaryň eýeleriniň öňünde öz adyndan jogapkärçilik çekýän, Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykda döredilen edara görnüşli taraplar.

Döwletiň gymmatly kagyzlarynyň emitenti bolup, Türkmenistanyň degişli döwlet edaralary çykyş edýär.

Maýa goýujy – öz adyndan we öz hasabyna gymmatly kagyzlary edinýän şahsy ýa-da edara görnüşli taraplar.



7.1-nji surat. Gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylar

Gymmatly kagyzlaryň maýa goýumyň obýekti hökmünde saýlanylyp alynmagy, maýa goýumlaryň görnüşleri we möçberleri we degişlilikde, bu saýlap almagyň netijeleri maýa goýujynyň özüniň jogapkärçiliginde (töwekgelçiligi) bolýar.

Gymmatly kagyzlara goýlan hususy maýalaryň goralmagy boýunça jogapkärçiligi (töwekgelçiligi) maýa goýujynyň özi çekýär.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary, şol sanda maýa goýum instituty gymmatly kagyzlar bazaryndaky hünärmençilik işiniň bir ýa-da birnäçe görnüşlerini amala aşyrmak üçin ygtyýarnamasy bolan edara görnüşli taraplar.

Dünýä tejribesinde gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy diýen düşünje, özüniň taryhy taýdan döräninden bäri we ösüşine laýyklykda köpsanly üýtgemeleri geçirdi. Häzirki wagtda Türkmenistanyň «Gymmatly kagyzlar hakynda» Kanunyna laýyklykda, Türkmenistanyň gymmatly kagyzlar bazarynda hünärmençilik işiniň şu aşakdaky görnüşleri amala aşyrylyp bilner:

1) dellalçylyk işi (maliýe araçylygy);

2) dilerçilik işi;

3) gymmatly kagyzlary dolandyrmak boýunça iş;

4) özara borçnamalary kesgitlemek boýunça iş (kliring);

5) depozitar işi;

6) kastodial işi;

7) gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynyň ýöredilmegi boýunça iş;

8) gymmatly kagyzlar bazarynda söwdalaryň guralmagy boýunça iş (gazna biržasynyň işi).

Gymmatly kagyzlar bazarynda hünärmençilik işi gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary – edara görnüşli taraplar tarapyndan amala aşyrylýar.

Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykda dellalçylyk, dilerçilik, kostadial işi, gymmatly kagyzlary dolandyrmak boýunça iş (maýa goýum gaznalarynyň gymmatly kagyzlaryny dolandyrmakdan başga), özara borçnamalary kesgitlemek boýunça iş (kliring) gymmatly kagyzlar bazarynda işleriň utgaşdyrylýan görnüşleri hasap edilýär.

Depozitar işi, gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynyň ýöredilmegi boýunça iş, gymmatly kagyzlar bazarynda söwdalaryň guralmagy boýunça iş we maýa goýum gaznalarynyň gymmatly kagyzlaryny dolandyrmak boýunça iş gymmatly kagyzlar bazarynda işiň aýratyn görnüşleri hasap edilýär.

Gymmatly kagyzlaryň guramaçylykly bazarlarynda işi amala aşyrýan gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysynyň özüniň işi bilen bagly maliýe töwekgelçiliklerini Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykda ätiýaçlandyrmaga hukugy bardyr. Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysynyň adyndan gymmatly kagyzlar bilen amallary amala aşyrmaklyga onuň işgär düzüminde durýan, ygtyýarly edara tarapyndan berlen hünär derejeli şahadatnamasy bolan hünärmeniň hukugy bardyr.

Ygtyýarly edara tarapyndan gymmatly kagyzlar bazaryna daşyndan gözegçiligiň we gözegçilik barlagynyň amala aşyrylmagy üçin gazna biržalary we gazna birža söwdalary bilen baglanyşykly gymmatly kagyzlar bazarynyň beýleki hünärli gatnaşyjylary ygtyýar-

ly edaranyň gözegçilik elektron ulgamlaryny öz elektron ulgamlaryna birikdirilmegini we elýeterliligini üpjün etmelidirler.

Ýurdumyzyň hünärmençilik işiniň utgaşdyrylmagyndan tapawutlylykda Russiýa Federasiýasynyň kanunçylygyna laýyklykda 7.2-nji suratdaky görnüşe eýedir.

Hünärmençilik işiniň görnüşleri	**Dellalçylyk işi**	**Dilerçilik işi**	**Gymmatly kagyzlary dolandyrmak boýunça iş**	**Kliring**	**Depozitar işi**	**Gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynyň ýöredilmegi boýunça iş**	**Gazna biržasynyň işi**
Dellalçylyk işi	+	+	+	-	+	-	-
Dilerçilik işi	+	+	+	-	+	-	-
Gymmatly kagyzlary dolandyrmak boýunça iş	+	+	+	-	+	-	-
Kliring	-	-	-	+	+	-	+
Depozitar iş	+	+	+	+	+	-	+
Gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynyň ýöredilmegi boýunça iş	-	-	-	-	-	+	-
Gazna biržasynyň işi	-	-	-	+	+	-	+

7.2-nji surat. Russiýa Federasiýasynda hünärmençilik işiniň görnüşleri we utgaşdyrylmagy

Dellalçylyk we (ýa-da) dilerçilik işini amala aşyrýan gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň şu aşakdakylara hukugy ýokdur:

1) eger-de görkezilen geleşikleriň baglaşylmagy we amala aşyrylmagy müşderileriň bähbitlerine garşy gelýän bolsa, gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri baglaşmaga;

2) eger-de haýsy-da bolsa bir üçünji tarapa olaryň her biriniň esaslyk maýasynyň 25 göterimi degişli bolsa, öz aralarynda gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri baglaşmaga;

3) esaslyk maýasynda gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysynyň-edara görnüşli taraplaryň paýy 10%-den geçýän edara görnüşli taraplar gymmatly kagyzlar bazarynda hünärmençilik işini amala aşyryp bilmez;

4) gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysynyň öz eýeçiligine beýleki gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysynyň-emitentiň gymmatly kagyzlaryny onuň esaslyk maýasynyň 10 %-inden ýokary möçberinde satyn almaklyga ýa-da şeýle gymmatly kagyzlar bilen başga görnüşde geleşikleriň amala aşyrylmagy netijesinde bähbit görüji bolmaklyga hukugy ýokdur.

Eger-de gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy Türkmenistanyň kanunçylygynda bellenilen esaslarda we tertipde tölege ukyply däl (batan) diýlip yglan edilse, onda onuň işgärler düzümindäki hünärmenleriniň hünär derejeli şahadatnamalary hakyky däl diýlip hasap edilýär.

7.2. Gymmatly kagyzlar bazaryndaky hünärmençilik işiniň görnüşleri

Dellalçylyk işi diýlip, gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy – dellal tarapyndan tabşyryk ýa-da komissiýa şertnamasy esasynda hereket edýän wekil ýa-da komissioner hökmünde gymmatly kagyzlar bilen raýat-hukuk geleşikleriniň amala aşyrylmagy hasap edilýär. Dellal müşderiniň tabşyrygy boýunça we serişdeleriniň hasabyna onuň bähbitlerinde hereket edýär. Dellal tarapyndan dellalçylyk we dilerçilik işi utgaşdyrylanda, müşderiniň tabşyrygy boýunça amala aşyrylýan gymmatly kagyzlar bilen geleşikler dellalyň özüniň dilerçilik amallary bilen deňeşdirilende, ilkinji nobatda ýerine ýetirilmäge degişlidir.

Dellalda müşderiniň tabşyrygynyň oňa bähbitli bolan şertlerde amala aşyrylmagyna päsgel berýän bähbidi bolan halatynda dellal şeýle bähbidiniň bardygy barada haýal etmän, müşderä habar bermäge borçludyr. Müşderiniň gymmatly kagyzlara maýa goýmak üçin dellala beren pul serişdeleri, şeýle hem dellal tarapyndan müşderi bilen baglaşylan şertnamanyň esasynda gymmatly kagyzlar bilen amala aşyrylan geleşikler boýunça alnan pul serişdeleri dellal tarapyndan karz edarasynda açylýan aýratyn bank hasabynda (ýörite hasaby) bolmalydyr. Dellal her bir müşderiniň ýörite hasapda duran pul serişdeleriniň hereketiniň hasabyny ýöretmäge we müşderä degişli maglumatlary bermäge borçly hasap edilýär. Müşderiniň ýörite hasapda duran pul serişdeleri dellal tölege ukyply bolmadyk (batan) ýa-da ýatyrylan halatynda ýatyrylyş massasyna goşulmaýar we olaryň hasabyna dellalyň borçnamalaryny töletdirip bolmaýar. Dellalyň öz hususy serişdelerini ýörite hasaba geçirmeklige hukugy ýokdur. Mundan daşary, gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak geleşikleriniň amala aşyrylmagy üçin dellalyň müşderä gymmatly kagyzlary karz bermeklige (maržinal geleşikler) hukugy bardyr.

Karz bermegiň şertleri, şol sanda karzyň möçberi ýa-da ony kesgitlemegiň tertibi, karz boýunça göterimler dellal bilen müşderiniň arasynda baglaşylýan karz şertnamasy bilen bellenilýär.

Maržinal geleşikleriň amala aşyrylandygy hakynda dellalyň hasabaty ýa-da karz şertnamasynyň şertleri bilen kesgitlenilen başga resminama kesgitlenilen gymmatly kagyzlaryň karz berlendigini tassyklaýan resminama hasap edilýär. Müşderä degişli we (ýa-da) maržinal geleşikler boýunça dellal tarapyndan müşderi üçin satyn alynýan gymmatly kagyzlar berlen karzlar boýunça müşderiniň borçnamalarynyň üpjün edilmegi hökmünde kabul edilýär. Müşderi tarapyndan berlen üpjün edilmegiň möçberi dellal tarapyndan gazna birža söwdalarynda emele gelen üpjün edilmegi bolup durýan gymmatly kagyzlaryň bazar bahasy boýunça karz şertnamasynda bellenilen ýeňilligiň aýrylmagy bilen kesgitlenilýär.

Müşderi tarapyndan şertnamada bellenilen möhletde karz şertnamasynyň talaplary ýerine ýetirilmedik halatynda dellalyň Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykda karz boýunça üpjün edil-

mek bolup durýan müşderiniň gymmatly kagyzlaryny töletdirmeklige hukugy bardyr. Dellalyň özi emitenti bolup durýan gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri amala aşyrmaga haky ýokdur.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy-diler tarapyndan öz adyndan we öz hasabyna satyn alyş we (ýa-da) satyş nyrhlarynyň jemagat yglan edilmegi arkaly ol gymmatly kagyzlar boýunça geleşikleriň yglan edilen nyrhlar boýunça ýerine ýetirilmeginiň borçnamasy bilen gymmatly kagyzlaryň satyn alnyş-satylyş geleşikleriniň amala aşyrylmagy **dilerçilik işi** diýlip hasap edilýär.

Dileriň nyrhdan başga-da, gymmatly kagyzlary satyn almak-satmak şertnamasynyň beýleki düýpli şertlerini, şol sanda satyn alynýan we (ýa-da) satylýan gymmatly kagyzlaryň iň az we iň köp mukdaryny, şeýle hem yglan edilen nyrhlaryň hereket edýän möhletini yglan etmäge hukugy bardyr. Yglan etmede başga düýpli şertleriň bolmadyk halatynda, diler şertnamany öz müşderisi tarapyndan teklip edilen düýpli şertlerde baglaşmaga borçludyr. Dileriň şertnama baglaşmakdan boýun gaçyrmagy netijesinde müşderä ýetirilen zyýanyň öwezi dileriň hasabyna doldurylmaga degişlidir. Dileriň özi emitenti bolup durýan gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri amala aşyrmaga haky ýokdur. Gymmatly kagyzlar bazarynda diler hökmünde işi maýa goýum instituty amala aşyryp biler.

Maýa goýum instituty gazna biržalarynyň üsti bilen dellal hökmünde işi amala aşyran şertinde dellalçylyk işiniň maýa goýum instituty tarapyndan amala aşyrylmagyna rugsat berilýär. Maýa goýum instituty emitent bilen şertnama boýunça öz hasabyna yzyna satyn almak şertlerinde onuň emissiýasynyň guramaçysy bolup çykyş edip biler. Gymmatly kagyzlar bazarynda hünärmençilik işini amala aşyrmak hukugyna eýe bolan maýa goýum kompaniýasy we maýa goýum gaznasy maýa goýum institutlaryna degişlidir.

Maýa goýum kompaniýasy, maýa goýum gaznasy işeňňirligi bütewüligine gymmatly kagyzlaryň bukjasy bilen bagly bolan, gymmatly kagyzlaryň emissiýasyny, olaryň ýerleşdirilmegi boýunça üçünji şahslaryň haýryna kepillikleriň berilmegini, gymmatly kagyzlara serişdeleriň goýulmagyny, öz adyndan we öz hasabyna gym-

matly kagyzlaryň satyn alnyş-satylyş geleşiklerini amala aşyrýan ýöriteleşdirilen kärhanalar bolup durýarlar. Maýa goýum kompaniýasy öz maliýe serişdelerini diňe esaslandyryjylaryň serişdeleriniň, edara görnüşli taraplara ýerlenilýän hususy gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň, şeýle hem hususy serişdelerini täzeden maýa goýmagyň hasabyna emele getirýär.

Maýa goýum kompaniýasy diňe ýapyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti görnüşinde döredilip bilner.

Maýa goýum gaznasy öz maliýe serişdelerini esaslandyryjylaryň serişdeleriniň, gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň we olaryň açyk ýerleşdirilmeginiň, şeýle hem çekilen serişdeleriň gymmatly kagyzlara we beýleki maýa goýum aktiwlerine diwersifikasiýalaşdyrylyp täzeden maýa goýulmagynyň hasabyna emele getirýär. Maýa goýum gaznasy diňe açyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti görnüşinde döredilip bilner.

Karz edaralary maýa goýum gaznalary bolup bilmezler. Maýa goýum instituty maýa goýum maslahatçysy hökmünde müşderilere şu aşakdakylar boýunça maslahat beriş hyzmatlaryny edip biler:

1) gymmatly kagyzlar bazarynyň we onuň hünärli gatnaşyjylarynyň ýagdaýynyň seljerilmegi we çaklanylmagy, maliýe gurallarynyň (maliýe borçnamalarynyň) teklipleriniň işlenilip düzülmegi;

2) gymmatly kagyzlaryň emissiýasy we dolanyşygy, hünärmenleriň hünär derejesiniň ýokarlandyrylmagy, şeýle hem gymmatly kagyzlar bazarynda maýa goýum syýasatynyň emele getirilmegi.

Gymmatly kagyzlar bazarynda **gymmatly kagyzlary dolandyrmak boýunça** iş diýlip, gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy – ynançly dolandyryjy tarapyndan öz adyndan höweslendirmäniň hasabyna we kesgitli möhletiň dowamynda gymmatly kagyzlara maýa goýmak üçin niýetlenen, gymmatly kagyzlaryň eýesi tarapyndan oňa berlen pul serişdeleriniň we gymmatly kagyzlaryň soňky bähbitlerine ynançly dolandyrylmagynyň amala aşyrylmagy hasap edilýär. Ynançly dolandyrmagyň şertnamasynyň baglaşylmagy emläk eýesiniň gymmatly kagyzlara bolan emläk hukugynyň (ýa-da)

başga zatlara bolan hukugynyň ynanylýan dolandyryja geçmegine getirmeýär. Ynançly dolandyryjy ynançly dolandyryş boýunça öz işini amala aşyrýan mahalynda, özüniň ynançly dolandyryjy hökmünde hereket edýändigini görkezmäge borçludyr.

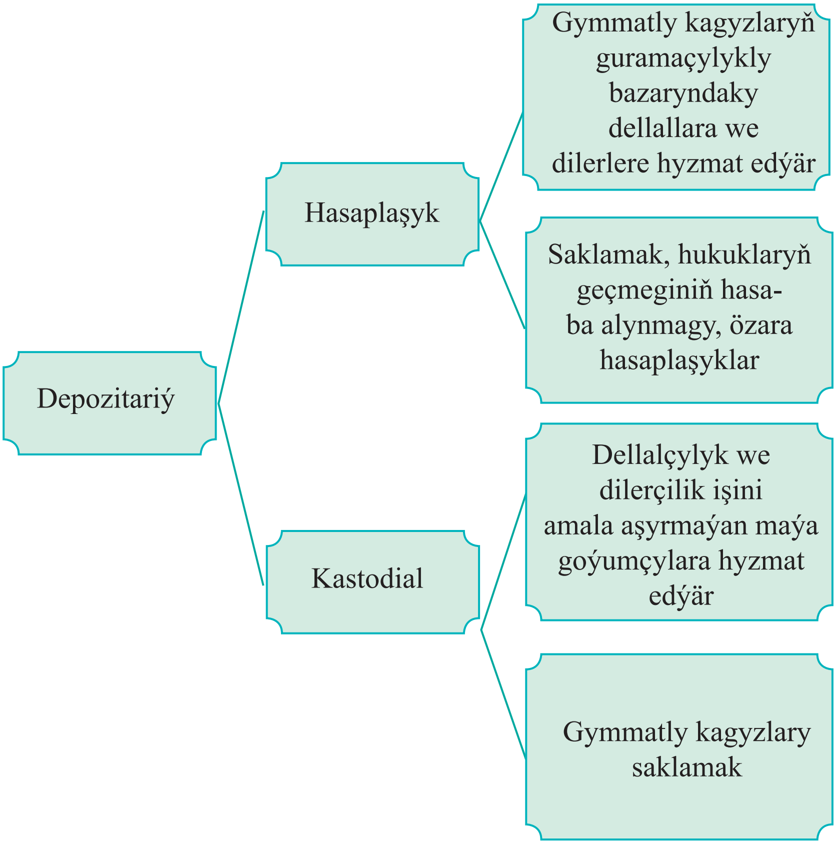
Ynançly dolandyryjynyň müşderileriniň gymmatly kagyzlary ynançly dolandyryjynyň özüniň hususy aktiwlerinden aýratynlykda hasaba alynýar we ol tölege ukyply bolmadyk (batan) ýa-da ýatyrylan halatynda ýatyrylyş massasyna goşulmaýar, olaryň hasabyna ynançly dolandyryjynyň borçnamalary töletdirilip bilinmez.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysynyň – kliring guramasynyň özara borçnamalaryň kesgitlenilmegi we olaryň gymmatly kagyzlar bilen geleşikleriň amala aşyrylmagynyň netijeleri boýunça hasaba alynmagy boýunça işi özara borçnamalaryň kesgitlenilmegi boýunça iş (kliring) diýlip hasap edilýär. Özara borçnamalaryň kesgitlenilmegi gymmatly kagyzlar bilen geleşikler boýunça maglumatlaryň toplanylmagyny, deňeşdirilmegini, düzedilmegini we olar boýunça buhgalterçilik resminamalarynyň taýýarlanylmagyny öz içine alýar.

Kliring guramalary gymmatly kagyzlar bazarynyň özleri üçin özara hasaplaşyklar geçirilýän gatnaşyjylary bilen şertnamalar esasynda özara borçnamalar kesgitlenilen mahalynda taýýarlanylan buhgalter resminamalaryny ýerine ýetirmäge kabul edýärler. Gymmatly kagyzlar bilen geleşikler boýunça hasaplaşyklary amala aşyrýan kliring guramasy gymmatly kagyzlar bilen geleşikleriň ýerine ýetirilmezlik töwekgelçilikleriniň peseldilmegi üçin ýörite gaznalary emele getirmäge we kliring işiniň amala aşyrylmagynyň düzgünlerini tassyklamaga borçludyr. Kliring guramalarynyň ýörite gaznalarynyň iň pes möçberi Türkmenistanyň Merkezi banky bilen ylalaşmagy arkaly ygtyýarly edara tarapyndan bellenilýär.

Depozitar işi diýlip, gymmatly kagyzlar bazarynyň ýöriteleşdirilen hünärli gatnaşyjysy – depozitariý tarapyndan depozitariý bilen depozitariniň hyzmatlaryndan peýdalanýan şahsyň – deponentiň arasynda baglaşylan depozitar şertnamanyň esasynda gymmatly kagyzlaryň saklanylmagy we (ýa-da) gymmatly kagyzlara bolan hukuk-

laryň geçmeginiň hasaba alynmagy boýunça hyzmatlaryň edilmegi hasap edilýär *(7.3-nji surat).* Depozitar şertnamasynyň baglaşylmagy deponentiň gymmatly kagyzlara bolan eýeçilik hukugynyň we (ýa--da) başga zatlara bolan hukugynyň depozitara geçmegine getirmeýär. Deponentiň gymmatly kagyzlarynyň hasabyna depozitariniň borçnamalaryny töletdirip bolmaýar.



7.3-nji surat. Depozitariniň esasy görnüşleri

Deponentleriň pullary we gymmatly kagyzlary depozitariniň hususy aktiwlerinden aýratynlykda hasaba alynýar we depozitariý tölege ukyply bolmadyk (batan) ýa-da ýatyrylan halatynda ýatyrylyş massasyna goşulmaýar.

Depozitar şertnamasynda şu aşakdaky düýpli şertler bolmalydyr:

1) depozitar işiniň mazmunyna laýyklykda şertnamanyň näçesiniň birmeňzeş kesgitlenilmesi;

2) deponent tarapyndan depozitariýä deponentiň depozitaridäki deponirlenen gymmatly kagyzlara ygtyýarlyk etmegi hakynda maglumatlaryň berilmeginiň tertibi;

3) şertnamanyň hereket ediş möhletleri we bozulyş tertibi;

4) depozitariniň hyzmatlarynyň möçberi we töleniliş tertibi;

5) depozitariniň deponentiň öňündäki hasabatlylygynyň görnüşi we döwri;

6) şertnamanyň taraplarynyň hukuklary, borçlary we jogapkärçiligi.

Depozitariý şulara borçludyr:

1) deponentiň gymmatly kagyzlarynyň borçnamalary bilen ýüklenilmeginiň faktlarynyň bellige alynmagyny geçirmäge;

2) hasap boýunça her bir amalyň senesini we esaslaryny görkezmek bilen deponyň beýlekilerden tapawutly hasabyny ýöretmäge;

3) depozitariý tarapyndan emitentden ýa-da gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawyny saklaýjysyndan alan gymmatly kagyzlar hakyndaky ähli maglumatlary deponente bermäge.

Depozitar şertnamasyna laýyklykda depozitariniň gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynda ýa-da başga depozitaride gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysy hökmünde bellige alynmaga hukugy bardyr. Gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysy gymmatly kagyzda berkidilen hukuklary diňe deponentiň degişli görkezmesini alan halatynda amala aşyryp biler. Depozitariý gymmatly kagyzlary saklamak we gymmatly kagyzlara bolan hukuklary hasaba almak boýunça özüniň borçlarynyň ýerine ýetirilmändigi ýa-da talabalaýyk ýerine ýetirilmändigi üçin, şol sanda deponyň hasaplary boýunça ýazgylaryň dolulygyna we dogrulygyna jogapkärçilik çekýär. Depozitariniň depozitar şertnamasyna laýyklykda deponentiň karz edarasyndaky hasabyna geçirmek maksady bilen saklanylýan gymmatly kagyzlar boýunça girdejileri öz hasabyna geçirmäge hukugy bardyr.

Gymmatly kagyzlar bazaryndaky **kastodial iş diýlip**, gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy kastodian-karz edarasy tarapyndan emissiýaly gymmatly kagyzlaryň we beýleki maliýe gurallarynyň, şeýle hem müşderileriň pul serişdeleriniň saklanylmagyny we hasaba alynmagyny üpjün etmek boýunça hyzmatlaryň edilmegi hasap edilýär.

Kastodian bilen onuň müşderisiniň arasyndaky gatnaşyklar Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykda saklamagyň we tabşyrmagyň şertnamasynyň kadalary ulanylýan kastodial hyzmatyny etmek boýunça şertnamanyň esasynda ýüze çykýar. Kastodian kastodial hyzmatyny etmek boýunça şertnamany baglaşan mahalynda müşderini kastodial işiň meselelerini düzgünleşdirýän içki resminamalar bilen tanyşdyrmaga borçludyr.

Kastodial hyzmatyny etmek boýunça şertnamada şular bolmalydyr:

1) kastodial işiniň mazmunyna laýyklykda şertnamanyň näçesiniň birmeňzeş kesgitlenilmegi;

2) şertnamanyň taraplarynyň hukuklary, borçlary we jogapkärçiligi;

3) kastodianyň hyzmatlarynyň töleniliş tertibi;

4) kastodian tarapyndan kastodial hyzmat edilmegi üçin berlen gymmatly kagyzlar boýunça girdejiniň müşderiniň hasabyna geçirilmeginiň şertleri we tertibi;

5) şertnamanyň hereket ediş möhleti we ýatyrylyş tertibi;

6) Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykdaky başga şertler.

Kastodian – kastodial hyzmaty üçin berlen emissiýaly gymmatly kagyzlaryň we beýleki maliýe gurallarynyň saklanylmagyny we hasaba alynmagyny öz hususy aktiwlerinden aýratynlykda üpjün etmäge, müşderä onuň talap etmegi boýunça hasaplarynyň ýagdaýy hakynda hasabat bermäge borçludyr.

Depozitariniň deponenti bolup, bu gymmatly kagyzlaryň eýesi bolmadyk gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynda bellige alnan edara görnüşli taraplar gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysy bolup hyzmat edýär.

7.3. Gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawyny ýöretmek boýunça iş

Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary **gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysy** hökmünde çykyş edip bilýärler. Gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysy diňe gymmatly kagyzlaryň eýesinden degişli ygtyýarlylygy alan halatynda gymmatly kagyzda berkidilen hukuklary amala aşyryp biler. Gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysynyň adynyň gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawyna goşulmagy, şeýle hem gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysynyň adyna gymmatly kagyzlaryň gaýtadan bellige alynmagy gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysyna gymmatly kagyzlara bolan eýeçilik hukugynyň we (ýa-da) başga zat hukugynyň geçmegine eltmeýär. Gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysynyň müşderileriniň gymmatly kagyzlarynyň hasabyna, gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysynyň borçnamalaryny töletdirip bolmaýar.

Ýerine ýetirýän işlerine görä depozitariý işi bilen gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynyň ýöredilmegi boýunça iş meňzeş ýaly, emma olaryň tapawutlary hem bar *(7.4-nji surat)*.

Görkezijiler	Depozitariý	Gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynyň ýöredilmegi boýunça iş
Işiniň mazmuny	Resminamalaýyn gymmatly kagyzlaryň we sertifikatlaryň saklanmagy. Depo hasaplarynda ýazgy görnüşinde gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň hukugynyň hasaba alynmagy	Atly gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynyň ýöredilmegi. Şahsy hasaplarda (personal account) ýazgy görnüşinde atly gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň hukugynyň hasaba alynmagy
Müşderileriň görnüşleri	Gymmatly kagyzlaryň eýeleri	Atly gymmatly kagyzlaryň emitentleri

7.4-nji surat. Depozitariý işi bilen gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynyň ýöredilmegi boýunça işiň esasy tapawutlary

Atly gymmatly kagyzlar babatynda onuň özi saklaýjy bolup durýan gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysy başga şahsyň bähbitlerinde şulara borçludyr:

1) ol şahs tarapyndan bu gymmatly kagyzlar boýunça oňa degişli bolan diwidendleriň (düşewüntleriň) alynmagynyň üpjün edilmegine gönükdirilen ähli zerur hereketleri amala aşyrmaga;

2) diňe onuň bähbitlerinde özi gymmatly kagyzlaryň nominal saklaýjysy bolup durýan şahsyň tabşyrmagy boýunça hem-de ol şahs bilen baglaşylan şertnama laýyklykda gymmatly kagyzlar bilen geleşikleri we amallary amala aşyrmaga;

3) özüniň başga şahslaryň bähbidinde aýry hasaplarda saklaýan gymmatly kagyzlarynyň hasabyny ýöretmäge;

4) eýesiniň talaby boýunça gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawyna gymmatly kagyzlaryň eýesiniň adyna geçirilýändigi hakynda ýazgynyň girizilmegini üpjün etmäge.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň jemgyýetçilik birleşikleri Türkmenistanda gymmatly kagyzlaryň bazarynyň jemgyýetçilik taýdan düzgünleşdirilmegi boýunça wezipeleriň amala aşyrylmagynyň maksatlary bilen döredilýär. Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň jemgyýetçilik birleşikleri esaslandyryjylary hünär derejeli şahadatnamalary bolan gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň hünärmenleri we gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary bolup çykyş edýän jemgyýetçilik guramalary görnüşinde döredilýär. Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň jemgyýetçilik birleşikleri işini Türkmenistanyň kanunçylygyna we tertipnama laýyklykda amala aşyrýarlar.

Şu aşakdakylar gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň jemgyýetçilik birleşiginiň esasy wezipeleri bolup durýar:

1) döwlet häkimiýet we dolandyryş edaralarynda jemgyýetçilik birleşiginiň agzalarynyň bähbitlerine wekilçilik etmek;

2) jemgyýetçilik birleşiginiň agzalarynyň, gymmatly kagyzlar bazarynyň gatnaşyjylarynyň hukuklaryny we kanuny bähbitlerini goramak;

3) işjeň we hünärmençilik etikasynyň düzgünlerini bellemek we olaryň berjaý edilişine gözegçiligi amala aşyrmak;

4) ygtyýarly edara gymmatly kagyzlar bazarynda hünärmençilik işini düzgünleşdirýän kadalaşdyryjy hukuk namalarynyň taslamalary boýunça teklipleri bermek;

5) gymmatly kagyzlar bazarynda nyrhlaryň manipulirlenmegine ýol bermezlik boýunça çäreleri görmek.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň diňe bir jemgyýetçilik birleşiginiň agzasy bolup biler.

VIII bap

GYMMATLY KAGYZLARYŇ BIRŽA SÖWDASYNA GOÝBERILMEGINIŇ TERTIBI WE GELEŞIKLERIŇ GEÇIŞ TAPGYRLARY

8.1. Gymmatly kagyzlaryň emissiýasy

Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykda gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň tertibi şulary göz öňünde tutýar (*8.1-nji surat*):

1) emitent tarapyndan emissiýa hakynda çözgüdiň kabul edilmegini;

2) emissiýanyň prospektiniň taýýarlanylmagyny;

3) emissiýanyň gymmatly kagyzlaryň ýeke-täk döwlet sanawynda bellige alynmagyny;

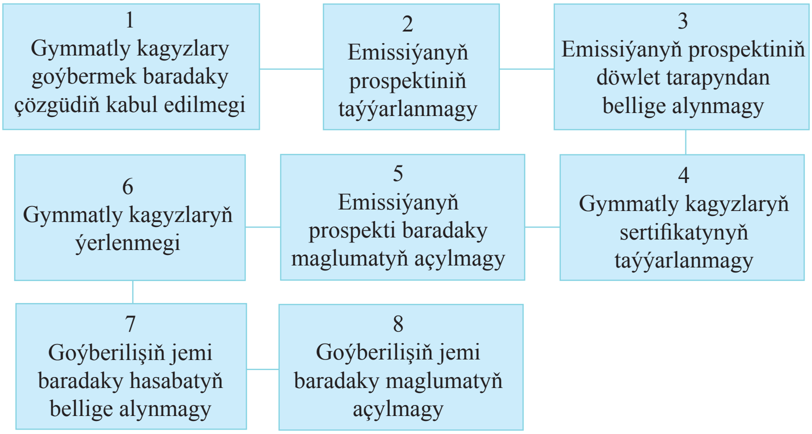
4) gymmatly kagyzlaryň, gymmatly kagyzlaryň sertifikatlarynyň taýýarlanylmagyny (goýberilişiň resminamalaşdyrylan görnüşi üçin);

5) emissiýanyň prospektinde bar bolan maglumatlaryň açylmagyny;

6) gymmatly kagyzlaryň ýerleşdirilmegini;

7) emissiýanyň jemleri hakynda hasabatyň tassyklanylmagyny;

8) emissiýanyň jemleri hakynda hasabatda bar bolan maglumatlaryň açylmagyny.



8.1-nji surat. Emissiýanyň tertibi

Emitent, şeýle hem emitent bilen ylalaşmak arkaly gymmatly kagyzlaryň olaryň birinji eýelerine satylmagyny amala aşyrýan gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary her bir alyja ol gymmatly kagyzlary satyn almazyndan öň satuwyň şertleri we emissiýanyň prospekti bilen tanyşmagyna mümkinçiligi üpjün etmäge borçludyrlar.

Emissiýanyň prospektinde şu maglumatlar bolmalydyr:

1) emitent hakynda;

2) auditoryň netijenamasyny goşmak bilen, emitentiň maliýe ýagdaýy hakynda;

3) gymmatly kagyzlaryň geljekki goýberilişi hakynda.

Emitentiň maliýe ýagdaýy hakynda maglumatlar paýdarlar jemgyýeti döredilen mahalynda emissiýanyň prospektinde görkezilmeýär, başga guramaçylyk-hukuk görnüşli, edara görnüşli taraplaryň oňa öwrülen halatlary muňa degişli däldir.

Karz edaralaryň-emitentleriň emissiýasynyň prospektinde görkezilmegi üçin hökmany bolan maglumatlaryň sanawy Türkmenistanyň Merkezi banky bilen bilelikde ygtyýarly edara tarapyndan kesgitlenilýär. Emissiýanyň prospektine goşulan maglumatlaryň dolulygy we hakykylygy wezipeli adamlaryň gollary we edara görnüşli taraplaryň-emitentiň möhüri bilen tassyk edilýär.

8.2. Biržalarda geçirilýän listing we delisting

Geleşikler birža seansynyň (ýa-da sessiýanyň) geçirilýän kesgitli wagtynda we hemişe şol bir ýerde, şeýle-de ähli gatnaşyjylar üçin anyk bellenen hökmany şertler boýunça amala aşyrylmagy, birža söwdasynyň aýratynlygy bolup durýar. Birža - anyk guramaçylyk gurluşy, birža gymmatlyklary bilen geleşikleriň baglaşylmagynyň we ýerine ýetirilmeginiň anyk mehanizmini, şeýle hem geleşikleriň ýerine ýetirilmegine gözegçilik etmegiň ýokary ygtybarly ulgamyny döredýär.

Gazna biržadaky söwdalara diňe barlanan gymmatly kagyzlar goýberilýär. Gazna biržanyň söwdalaryna emitentiň gymmatly kagyzlaryny goýbermek üçin, olary bahalandyrmak sahypasyna goşmak arkaly amala aşyrylýar.

Bu hadysa **listing** diýip atlandyrylýar. Gazna biržalarynyň her biri, listing we delisting hadysalaryny özbaşdak kesgitleýärler. **Delisting** – gymmatly kagyzlary bahalandyrmak sahypasyndan aýyrmakdyr.

Listingi hödürleýän hökmünde söwda emitenti ýa-da gatnaşyjy çykyş edýär. Gymmatly kagyzlaryň listing/delisting düzgünleri, gymmatly kagyzlar bazary boýunça ýerine ýetiriji häkimiýetiň federal guramasynyň kadalaşdyryjy hukuk namalarynyň talaplaryna laýyk bolmalydyr. Emissiýa edilen gymmatly kagyzlaryň listingi gazna birža tarapyndan gymmatly kagyzlaryň emitenti bilen şertnama baglaşmagyň esasynda amala aşyrylýar. Gazna birža bahalandyrmak sanawyna goşulýan gymmatly kagyzlara goşmaça talaplary bellemeklige hukuklydyr.

Paýdarlar jemgyýetleri bahalandyrylmak sanawyna düşmeklige ymtylýarlar, sebäbi listinge goşulmagyň bellibir artykmaçlyklary bar, ýagny:

– maglumatlaryň uly möçberi we maýadarlaryň öňünde firmanyň abraýynyň artmagy, sebäbi, paýnamalaryň hili boýunça maýadarlaryň şahsy bahalandyrmagy bilen bir hatarda paýnamalaryň hiliniň gazna birža tarapyndan bahalandyrylmagy hem ýerine ýetirilýär;

– firma tarapyndan karz almak üçin iň amatly şertleriň bolmagy, sebäbi, karz berijiler kompaniýanyň aktiwleriniň balans bahasyny birža bahasy bilen deňeşdirip bilerler;

– bazary gowy we içgin görüp bolýar, paýdarlar we maýadarlar geleşiklere we bahalandyrylmagy ýeňillik bilen gözegçilik edip bilerler, sebäbi, maliýe metbugaty paýnamalaryň birža söwdasy barada has takyk hasabat berýär, emma biržadan daşary bazar bolsa, maglumat bilen has az üpjün edilýär;

– paýnamalary girewine goýmak mümkinçiligi ýeňilleşýär, sebäbi, beýleki şol birmeňzeş şertlerde karz berijiler sanawdaky paýnamalary, sanawdan daşary paýnamalar bilen deňeşdirilende, has hem höwes bilen girewine alarlar, olar karzdaryň gurpsuz bolan ýagdaýynda zerur bolsa paýnamalary satmak ýeňil bolar diýip düşünýärler;

– bazarlyk derejesiniň uly bolmagy we maýadarlar tarapyndan üns berilmegi, sebäbi sanawa goşulýan paýnamalaryň bazary bara-

daky maglumatlaryň çap edilmegi maýadarlara we maliýe ekspertlerine sanawdaky her bir paýnamalaryň bazardaky «häsiýeti» barada doly düşünje almaklyga mümkinçilik berýär, bu bolsa paýnamalar boýunça täze alyjylary özüne çekýär.

Listing boýunça birnäçe kemçilikleri hem bellemek mümkindir:

– kompaniýanyň işine goşmaça gözegçiligiň artmagy, sebäbi birža sanawyna goşulanda, ol diwidend, paýnamalary goýbermek we beýlekiler barada maglumat bermek boýunça goşmaça borçnamalary öz üstüne alýar, bu çäklendirmeler listing hakyndaky ylalaşyga we daşky maýadarlaryň gyzyklanmalaryna goşulýar;

– listing geçmek üçin, listingi goldamak boýunça ýyllyk töleg, auditor hyzmatlarynyň tölegi ýaly goşmaça harajatlar;

– paýnamalaryň işjeňliginiň «pes» bolan ýagdaýynda maýadarlaryň otrisatel gatnaşyklarynyň döremegi mümkin, öz gezeginde paýnamalaryň biržadan daşary bazarda satylan ýagdaýynda çala saýgarylýan bolup bilerdi.

Listing hadysasy aşakdaky tapgyrlary öz içine alýar:

1) deslapky;

2) ekspertiza;

3) listing hakynda ylalaşyk;

4) listingi goldamak;

5) delisting.

1. Deslapky tapgyr.

Deslapky tapgyr, biržanyň emitente we onuň gymmatly kagyzlaryna bildirilýän talaplary işläp taýýarlaýandygyndan ybarat bolup durýar[1].

Listing hadysasyny geçmek üçin kompaniýa arzanyň resmi kagyzyny doldurýar, şonda ol özi we özüniň amallary barada jikme-jik maglumat berýär. Arzanyň ýanyna aşakdaky görkezilen birnäçe resminamalar, ýagny:

– düzgünnama, soňky emissiýa barada maglumat, işiniň maliýe netijeleri, şol sanda soňky ýyllaryň girdejilerini we çykdajylaryny,

[1] A goşundy

paýdarlar sertifikatynyň nusgasy, ýyllyk hasabaty we firmanyň guramaçylygy hem-de paýnamalary goýbermek meseleleri babatyndaky ähli meseleler boýunça firmanyň ýurist maslahatçysynyň netijenamasynyň nusgalary goşulýar.

2. Ekspertiza.

Kompaniýa tarapyndan tabşyrylan resminamalara listing boýunça komitet seredýär we çözgüt çykarýar. Bu tapgyryň netijesi hökmünde gymmatly kagyzlaryň bahalandyrylmak sanawyna goşulmagy we bu barada ýüz tutýana habar berilmegi bolup durýar. Položitel çözgüt çykarylan ýagdaýynda paýnamalaryň birža söwdasyna goşulmaly senesi bellenilýär.

3. Listing hakynda ylalaşyk.

Listing hakyndaky ylalaşyk arzaçynyň we biržanyň borçlaryny kesgitleýär. Kompaniýa listing hakynda resmi ylalaşyga gol çekýär, şonuň bilen hem ony oňat ýagdaýda saklamaga, ýagny ylalaşykda görkezilen aşakdaky görkezmeleri ýerine ýetirmeklik boýunça borçnamalary öz üstüne alýar:

– ýyllyk we aralyk hasabatlary, kompaniýanyň transfer agenti we sanawy ýörediji hakyndaky maglumatlary, diwidendleri we beýleki paýlanylýan girdejiler hakyndaky maglumatlary, paýnamalaryň we beýleki gymmatly kagyzlaryň goýberilmeginiň meýilnamalaryny, kompaniýanyň işinde garaşylýan maddy üýtgemeler hakyndaky maglumatlary (biznes häsiýetindäki, direktorlar geňeşiniň we ýokary dolandyryş müdirliginiň düzümindäki, paýdarlar eýeçiligindäki üýtgemeler).

Birža özüniň alan maglumatlaryny agzalarynyň, köpçülikleýin habar beriş serişdeleriniň we beýleki gyzyklanma bildirýän taraplaryň arasynda ýaýradýar.

4. Listingi goldamak.

Listingi goldamak, taraplaryň bellenen borçnamalary ýerine ýetirmeginden we arzaçy tarapyndan bellenen gatanççlaryň tölenmeginden ybarat bolup durýar.

5. Delisting.

Delisting – munuň özi, biržanyň bahalandyrylmak sahypasyndan gymmatly kagyzlaryň aýrylmagy bolup durýar. Bu hadysa aşakdaky sebäpler boýunça ýerine ýetirilip bilner:

– söwda gatnaşyjynyň arzasy;

– kadalaşdyryjy gurama tarapyndan gymmatly kagyzlaryň goýberilmeginiň başa barmadygy barada çözgüdiň kabul edilmegi;

– gymmatly kagyzlaryň goýberilmeginiň hakykat däldigi hakynda kazyýetiň çözgüdiniň güýje girmegi;

– gymmatly kagyzlaryň emitentiniň ýatyrylmagy (likwidasiýa);

– arzaçy tarapyndan listing hakyndaky ylalaşygyň ýerine ýetirilmezligi;

– emitentiň işiniň görkezijileriniň bahalandyrylmak sanawyna goşmak üçin bellenen talaplara laýyk gelmezligi.

Birža listing artykmaçlygyndan kompaniýany wagtlaýyn ýa-da hemişelik mahrum edip biler. Bu paýdarlary goramak maksady bilen edilýär.

8.3. Gymmatly kagyzlar bilen geleşikleriň geçiş tapgyrlary

Taraplaryň birža töwekgelçiligini ätiýaçlandyrmak (hedžirowaniýe), birža gymmatlyklaryny (gymmatly kagyzlar) we peýda almak üçin gönükdiren hereketi gazna bazarynda birža geleşikleri hökmünde hasaba alynýar.

Raýat kodeksi geleşigiň anyk kesgitlemesini berýär: «Geleşik hökmünde raýatlaryň we edara görnüşli taraplaryň raýat hukuklaryny we borçnamalaryny bellemek, üýtgetmek we bes etmek boýunça gönükdirilen hereketleri kabul edilýär». Geleşikler, raýatlaryň arasyndaky alyş-çalşyň esasy hukuk görnüşi bolup durýar. Şunuň bilen baglylykda hem geleşikleriň hakykylygyna kanunyň bildirýän talaplary aýratyn ähmiýete eýe bolýar.

Birža geleşikleri – munuň özi, biržanyň işiniň bellenen sagatlarynda biržanyň jaýynda amala aşyrylýan birža söwdalary babatynda, söwda gatnaşyjylaryň hukuklarynyň we borçlarynyň bellenmegine, bes edilmegine ýa-da üýtgedilmegine gönükdirilen özara ylalaşylan hereketleridir. Bu geleşikler biržadaky bahalandyrylan we dolanyşyga goýberilen gymmatly kagyzlara baglaşylýar.

Biržadaky amallary, diňe birža işiniň dürli görnüşleri boýunça anyk ýöriteleşdirilen ugry bar bolan tejribeli gatnaşyjylar geçirýärler.

Birža geleşigini baglaşmak hadysasy şu aşakdakylary öz içine alýar:

1) birža söwda ulgamyna arzany bermek;

2) geleşigi baglaşmak;

3) geleşigiň parametrlerini deňeşdirmek;

4) özara hasaplaşyklar (kliring);

5) geleşigiň ýerine ýetirilmegi, ýagny pul töleginiň we gymmatly kagyzlaryň garşylyklaýyn berilmeginiň amala aşyrylmagy bolup durýar.

1. Birža söwda ulgamyna arza girizmek.

Birža söwdasynyň guramaçylyk mehanizmine we geleşikleri baglaşmak tehnikasyna baglylykda, gymmatly kagyzlary alyp-satmak boýunça delillik (fakt), birža zalynda amallar žurnalyna degişli ýazgy bilen, geleşigiň gatnaşyjylary tarapyndan gol çekilen makler ýazgysy ýa-da dellallaryň arasynda satyn almak ýa-da satmak şertnamasyna gol çekilmegi bilen resmileşdirilýär.

Birža amalyna berlen arzada şu aşakdakylar görkezilmelidir:

– harydyň anyk ady;

– geleşik görnüşi (satyn almak, satmak);

– geleşige hödürlenýän gymmatly kagyzlaryň möçberi;

– geleşigiň geçirilmeli bahasy;

– geleşigiň möhleti (şu güne, hepdäniň ýa-da aýyň ahyryna çenli);

– geleşigiň görnüşi.

2. Geleşik baglaşmak.

Geleşik gönüden-göni satyjy bilen alyjynyň arasynda, ýagny dellalsyz amala aşyrylyp bilner.

Geleşigiň bu tapgyrynyň netijesi hökmünde, oňa gatnaşyjylaryň her biri tarapyndan geleşigi baglaşmak delilini we onuň esasy parametrlerini görkezýän özleriniň içki hasap ýörediş resminamalaryny düzmegi bolup durýar. Geleşik baglaşmagyň ulanylýan tehnikasyna

baglylykda, bular gol çekilen alyp-satmak boýunça şertnamalarynyň resmi kagyzlary, amal žurnallarynda ýazgy, dellal we makler ýazgylary, treýderleriň «dykgatnamalary», ýerine ýetiriş arzalarynyň resmi kagyzlaryndaky bellikler, geleşikler boýunça garşydaş taraplaryň ýazgylary, kompýuter faýllarynyň hasabatlary we olaryň kagyz çaplary bolup bilerler.

3. Baglaşylan geleşigiň parametrlerini deňeşdirmek.

Bu tapgyrda, baglaşylan geleşigiň manysy we mazmuny düşünjesinde tötänden bolýan çapraz ýagdaýlaryň ählisi ýok edilýär. Her bir geleşik barada aşakdaky maglumatlar berilýär:

– geleşigiň baglaşylan senesi we wagty, geleşigiň näçesi bolan gymmatly kagyzlaryň ady, gymmatly kagyzlaryň döwlet tarapyndan hasaba alyş belgisi, bir sany gymmatly kagyzyň bahasy, gymmatly kagyzlaryň sany;

– käbir biržalarda deňeşdirmek tapgyry hereket etmeýär. Deňeşdirmek tapgyryny geçýän geleşikler «fiksirlenen» diýlip atlandyrylýar.

Deňeşdirmekligi guramaklygyň mehanizmine baglylykda, üstünlikli deňeşdirmekligiň jemleýji resminamalary hökmünde kontragentleriň biri-birine ýazmaça ýazgylary ýa-da teleks çaplary, üstünlikli deňeşdirmekligiň delilini tassyklaýan, ýörite deňeşdirmek boýunça guramanyň deňeşdirme kompýuter faýllary ýa-da ýörite derňew-sahypalary bolup biler. Bu resminamalar geleşigiň indiki tapgyry üçin giriş resminamalar bolup hyzmat edýär.

4. Kliring.

Kliring – munuň özi deňeşdirmekden soňra başlanýan we gönüden-göni geleşigiň ýerine ýetirilmeginden öň tamamlanýan hadysalaryň toplumydyr. Bu tapgyr birnäçe hadysalary (kiçi tapgyrlary) öz içine alýar:

1) jemleýji deňeşdirme resminamalarynyň asyl nusgalygy we resmileşdirilmeginiň dogrulygy boýunça seljerme hadysasy;

2) geçirime degişli bolan pul jeminiň hasaplanmagy we geleşigiň netijesi boýunça üpjün edilmeli gymmatly kagyzlaryň möçberi;

3) hasaplama resminamalaryň resmileşdirilmegi.

Birinji kiçi tapgyr – jemleýji deňeşdirme resminamalarynyň asyl nusgalygy we resmileşdirilmegiň dogrulygy boýunça seljerme hadysasy. Eger-de deňeşdirme tapgyry kompýuter faýllarynyň emele gelmegi bilen tamamlanýan bolsa, onda kliring şifrleme açarlarynyň we alynýan maglumatlaryň goraglylygynyň barlagyndan başlanýar.

Ikinji kiçi tapgyr – geçirime degişli bolan pul jeminiň hasaplanmagy we geleşigiň jemi boýunça üpjün edilmeli gymmatly kagyzlaryň möçberi. Bu kiçi tapgyrda alyjy bilen satyjynyň, şeýle-de, söwda gatnaşyjy bilen müşderileriň arasynda özara hasaplaşyklar amala aşyrylýar. Şeýle-de, satyn alnan gymmatly kagyz üçin tölegden başga-da, gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän amallara salynýan salgytlary, birža we beýleki ýygymlary tölemek hem degişlidir. Hasaplamagyň anyk usulyny kesgitleýän esasy faktor hökmünde, garşylyklaýyn talapnamalary özara hasaplamaklygy guramak usuly bolup durýar, onuň esasy maksady töleg möçberini we biržanyň agzalary tarapyndan baglaşylan geleşikler boýunça gymmatly kagyzlaryň möçberini azaltmak bolup durýar. Özara hasap ikitaraplaýyn we köptaraplaýyn bolup biler.

Ikitaraplaýyn özara hasap örän seýrek ulanylýar, ýagny: biržadan daşary söwdalarda we uly bolmadyk, az sanly gatnaşyjyly we uly bolmadyk dolanyşykly biržalarda bolup bilýär. Şunuň ýaly görnüşdäki özara hasapda kliring tapgyrynda, bir kontragentiň talaplaryny, beýleki kontragentiň talaplaryndan jübütleýin hasaplap aýyrmak, tä kesgitlenen döwrüň dowamynda ähli geleşikleriň hasaba goşulmagyndan soňra bir kontragentiň beýleki kontragente bergisiniň arassa saldosy kesgitlenilmegine çenli ýerine ýetirilýär.

Kliring tapgyrynda, köptaraplaýyn özara hasap mehanizminiň ulanylmagy daşary ýurt edebiýatynda «netting» diýip atlandyrylýar. Netting – taraplaryň gymmatly kagyzlar bilen geçirýän amallarynyň sanyny ýokary derejede (maksimal) azaltmak maksady bilen baglaşylan geleşikleriň klassifikasiýasydyr.

Üçünji kiçi tapgyr – pul hasaplaşyk ulgamynyň we gymmatly kagyzlaryň getirilmegini üpjün edýän ulgamynyň ýerine ýetirilmegi üçin gönükdirilýän hasaplaşyk resminamalarynyň resmileşdirilmegidir.

5. Geleşigiň ýerine ýetirilmegi.

Geleşigiň ýerine ýetirilmegi borçnamalaryň garşylyklaýyn ýerine ýetirilmegini göz öňünde tutýar, ýagny: gymmatly kagyzlar bilen alyjynyň üpjün edilmegi we pul serişdeleriň satyja geçirilmegi. Gazna biržalarynda we kliring guramalarynda, adatça, «töleg tölenilende üpjün etmeli» (deliýery versus payment) ýörelgesi hereket edýär. Taraplaryň ikisi tarapyndan hem borçnamalaryň birwagtyň özünde ýerine ýetirilmegi olary garşydaş taraplaryň mümkin bolan töleg ukypsyzlygy ýa-da ynsapsyzlygy bilen bagly bolan gerek däl töwekgelçiliklerden howpsuz edip biler.

8.4. Birža geleşikleriniň görnüşleri

Kassa geleşikleri – munuň özi, dessine ýerine ýetirmeklige degişli bolan geleşiklerdir, olar boýunça hasaplaşyklar geleşik baglaşylmagyndan soňra bada-bat ýerine ýetirilýär. Kassa geleşikleriň maksady hökmünde, şertnamanyň näçesine baglylykda hukuklaryň we borçlaryň satyjydan alyja şertnamada göz öňünde tutulan şertler boýunça hakyky geçmegi bolup durýar. Kassa geleşikleriniň näçesi hökmünde hemişe gazna aktiwi çykyş edýär, ol şertnamanyň baglaşylan pursadynda şahsy taraplar tarapyndan bolýar we satyjynyň eýeçiliginde durýar. Olaryň ýerine ýetirilmeginiň tehnikasy ähli biržalarda birmeňzeşdir, onuň tapawudy diňe hasaplaşygyň geçirilmeli wagtynda bolup durýar. Meselem, nemes biržalarynda kassa geleşikleri boýunça hasaplaşyk iki iş gününiň dowamynda, *ABŞ*-da Beýik Britaniýada, Şweýsariýada bäş günüň dowamynda amala aşyrylýar.

Kassa geleşikleri ýönekeý we marža bilen geçirilýän geleşikler bolup bilerler. Kassa geleşikleriniň iki dürli görnüşine, ýagny: karz pul serişdeleri arkaly bölekleýin tölenilýän geleşigine we karzyna alnan gymmatly kagyzlaryň satylmagyna seredip geçeliň.

Karz pul serişdeleri arkaly bölekleýin tölenilýän geleşik, esasan, ýokarlandyrmak boýunça oýunçylar («öküzler») tarapyndan baglaşylýar. Karz serişdelerine satyn almak birža düzgünleri bilen rugsat berilýär. Bu ýagdaýda müşderi paýlaryň bahasynyň diňe bir bölegini töleýär, galanlary bolsa karz berýän (dellal ýa-da bank) tara-

pyndan tölenilýär. Dellal özüniň müşderisine geleşigi amala aşyrmak üçin ýetmeýän möçberinde pul serişdelerini berýär. Karzyna satyn almaklygyň häzirki zaman mehanizmi birinjiden, onuň ölçegleriniň berk çäklendirilmeginde, ikinjiden bolsa, alnan serişdeler üçin girew goýmakda gurulýar. Satyn alnan gymmatly kagyzlar karz boýunça girew hökmünde çykyş edýärler, onuň möçberi geleşigiň bahasynyň 50%-den geçmeli däldir. Bu geleşigiň ikinji ady – marža geleşigidir[1]. Geleşigiň bu görnüşiniň aýratynlygy karzlaşdyrmaklygyň ähli möhletiniň dowamynda maržanyň bellenen derejesini goldamak üçin zerurlyk bolup durýar. Eger-de gymmatly kagyzlaryň gündelik hümmeti peselýän bolsa, dellal müşderiden girewi nagt pul serişdeleri ýa--da beýleki gymmatly kagyzlar bilen doldurmaklygy talap edýär. Birža tejribesinde şeýle amal «uzyn» geleşik diýip atlandyrylýar.

Kassa geleşikleriniň beýleki görnüşi hökmünde «gysga» geleşik bolup durýar, onuň predmeti karzyna alnan gymmatly kagyzlary satmakdan ybaratdyr. Kassa geleşiginiň bu görnüşini peseldýän oýunçylar («aýylar») ulanýarlar. Geleşigi amala aşyrmagyň tehnikasy aşakdakylardan ybaratdyr: maýadar, gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň gaçjakdygyny öňünden görüp dellala ony üçünji şahsdan karz almaklygy we gündelik baha boýunça satmaklygy tabşyrýar. Bahanyň hakykatdan hem gaçan ýagdaýynda maýadar dellala bu gymmatly kagyzlary satyn almaklygy we üçünji tarapa gaýtaryp bermekligi tabşyrýar. Netijede, maýadar, dellalyň hyzmatlary üçin bolsa tölegini aýyrmak bilen baha tapawudyna deň bolan girdejini alýar.

Iki sany seredilip geçilen amal görnüşlerini – «gysga» satuwy we «uzyn» geleşigi deňeşdirmek bilen olaryň dürli derejeli töwekgelçiligine üns bermek gerekdir. «Gysga» satuwdaky töwekgelçilik, «uzyn» geleşikdäki töwekgelçilikden has uludyr. «Uzyn» geleşikde alyjynyň töwekgelçiligi satyn almagyň hümmeti bilen çäklenýär, sebäbi baha pese düşende hümmet noldan kiçi bolup bilmeýär. «Gysga» satuwdaky paýlaryň hümmetiniň ösmeginiň amatsyz tendensiýasy nazaryýet taýdan çäksizdir.

---

[1] Marža – satyn alnan zadyň töleginiň bir bölegini müşderiniň özüniň nagt pul serişdeleri bilen tölemekligi.

Möhletli geleşikler – munuň özi, bahany kesgitlemek we baglaşmak boýunça fiksirlenen hasaplaşyk möhletlerine eýe bolan geleşiklerdir. Şeýle geleşiklere, geleşik baglaşylmagynyň we ýerine ýetirilmeginiň arasynda düýpli aralyk wagtyň bolmagy häsiýetlidir. Geleşik baglaşylmagynyň we onuň ýerine ýetirilmeginiň arasyndaky möhlet näçe uzak boldugyça, geleşige gatnaşyjylary şonça uly töwekgelçilige sezewar edýär, sebäbi möhletiň näçe uzak boldugyça, şonça-da onuň ýerine ýetirilmezlik ähtimallygy uly bolýar. Eger-de geleşik baglaşylan pursadynda durnukly maliýe ýagdaýyna eýe bolan gatnaşyjylaryň biri, onuň ýerine ýetirilmeli pursadynda tölege ukypsyz bolsa, onda onuň garşydaş tarapy özüne degişli bolan pul serişdelerini ýa-da gymmatly kagyzlaryny almazlygy mümkindir.

Hasaplaşyk geçirmekligiň wagtyna baglylykda, möhletli geleşikler aýyň ortasynda tölenýän geleşiklere – «per medi» (geleşik görkezilen aýyň 15-ine ýatyrylýar), aýyň ahyrynda tölenýän – «per ultimo» (geleşik görkezilen aýyň ahyrynda 30-yna ýa-da 31-ine ýatyrylýar), şeýle-de, geleşikleriň baglaşylmagyndan soňra fiksirlenen güni geçirilýän geleşige bölýärler.

Möhletli geleşikler, geleşigiň bahasyny kesgitlemek usuly boýunça, ýagny: satuw gününde, anyk möhlet boýunça, gündelik bazar bahasy boýunça ulgamlaşdyrylýar.

Möhletli geleşikleri baglaşmagyň mehanizmi boýunça gaty (ýönekeý), şertli (fýuçers, opsion), hereket edýän möhletiniň uzaldylýan (prolongasiýa) görnüşlere bölünýärler.

Ýerine ýetirmek predmeti boýunça geleşikleri, hakyky birža gymmatlyklary bilen geleşiklere (kassa we forward), hakyky däl birža gymmatlyklary bilen geleşiklere (fýuçers we opsion) bölýärler.

Möhletli geleşikleriň predmeti hökmünde satyjynyň eýeçiligindäki haryt, şeýle-de, şahsy taraplar ýok, emma borçnamanyň ýerine ýetirilmeli pursadyna çenli satyjyda boljak haryt hem bolup biler.

Möhletli geleşiklere biržalaryň hemmesinde rugsat berilmeýär.

Möhletli geleşiklere gysga geleşikleri, stellaž geleşikleri we baýrakly (opsion) geleşikleri degişli edýärler. Geleşigiň bu görnüşi hümmet tapawudynda oýnamak maksady bilen amala aşyrylýar, olar arassa alyp-satmak (speculative) geleşigi bolup durýar.

Nagt we möhletli geleşikleriň kombinasiýasy bazaryň gatnaşyjylaryna bazaryň aýratynlyklaryny we konýunktura ýagdaýyny hasaba almak bilen özüni alyp barşynyň çylşyrymly strategiýasyny işläp taýýarlamaklyga mümkinçilik berýär.

Gazna biržalarynda birža geleşikleri bilen bir hatarda alyp-satmak geleşikleri hem ýerine ýetirilýär.

Gazna biržalarynda ýerine ýetirilýän amallaryň arasynda bufer amallaryny, ýagny **report** we **deport** amallaryny tapawutlandyrmak mümkindir. Olary wagtlaýyn erkin pul serişdelerini beýleki amallar üçin kesgitli döwre almak üçin ýerine ýetirýärler. Bufer geleşikleri gymmatly kagyzlaryň girewiniň käbir analogy bolup durýar.

Report – gymmatly kagyzlary, ýokarlandyrylan hümmet boýunça kesgitli wagtdan soň satyn almak şerti bilen gündelik hümmetinden satmak boýunça amaldyr. Report geleşikleri prolongasiýa geleşikleriniň dürli görnüşliligi bolup durýar. Şeýle geleşiklere, meselem, gymmatly kagyzlary aralyk eýesine, şertnamada öňünden görkezilen möhletde, onuň yzyna satyn alynmak bahasyndan pes baha boýunça satmak geleşikleri degişlidirler.

Deport – gymmatly kagyzlary, ýokarlandyrylan hümmet boýunça kesgitli wagtdan soň satmak şerti bilen gündelik hümmetinden satyn almak boýunça amaldyr.

Soňky wagtlarda, gazna biržalarda ýerine ýetirilýän geleşikleriň täze görnüşleri peýda boldy. Olara swoplar we swopsionlar degişlidirler. Olar birnäçe has ýönekeý amallaryň kombinasiýalary görnüşindedir.

Swop – munuň özi, geljekde taraplaryň paýly gymmatly kagyzlaryň akymy bilen çalyşmak barada ylalaşýan geleşik.

Swopsion – munuň özi, bellibir şertlerde swop amallaryny baglaşmagyň opsionydyr. Bu amal beýleki (opsion we swop) gymmatly kagyzlardan döredilýän (производные) gymmatly kagyzlaryň kombinasiýasy arkaly döredilen deriwatiw – maliýe guraly bolup çykyş edýär.

Ähli amallar birža düzgünleri boýunça amala aşyrylýar. **Birža düzgünleri** – munuň özi birža harydyny alyp-satmak boýunça söwda gatnaşyjylaryň gatnaşyklaryny sazlaýan düzgünleriň jemidir, olar

kanunçylyk binýadynyň we bazaryň, täze söwda tehnologiýalaryň aralaşmagynyň şertleriniň üýtgemegine baglylykda hemişe gaýtadan seredilýän tekstiň ýüzlerçe sahypasyndan ybarat bolup bilerler.

8.5. Söwda usullary

Birža söwdalary dürli görnüşlerde gurnalyp bilner.

Biržadaky söwdalar birža mejlisiniň dowamynda amala aşyrylýar. Birža **mejlisi** – munuň özi kanun tarapyndan bellenen ýa-da birža iş-tertibiniň dowamynda, birža söwdasyna gatnaşyjylaryň geleşikleri baglaşmaga hukukly bolan döwri. Her bir biržanyň söwda geçirmeginiň öz tertibi bar, emma söwdalaryň bu tertibi, birmeňzeş harytlar bilen söwda edýän beýleki biržalaryň iş düzgünini hasaba almak bilen düzülýär. Munuň özi söwda gatnaşyjylara beýleki bazarlardaky bahalar baradaky maglumatlary ulanyp has bähbitli geleşikleri baglaşmaklyga mümkinçilik berýär.

Monreal gazna biržanyň we Sankt-Peterburgyň walýuta biržasynyň gazna seksiýasynyň tertibini getireliň[1].

Köplenç, biržalar irdenki we agşamky mejlisleri iş ýüzünde ulanýarlar.

Geçirilýän görnüşi boýunça aragatnaşyk (köpçülikleýin) we aragatnaşyk däl (elektron) birža söwdalaryny tapawutlandyrýarlar.

Köpçülikleýin birža söwdalary ýerine ýetirilende, birža zalynda kesgitli düzgünler hereket edýär: baha ony gygyrmak arkaly bellenýär, signallar bilen dublirlenýär, ol signallar el we barmaklar bilen berilýär; satyn almakda, eýýäm teklip edilen bahadan pes baha aýtmaly däl, satylanda bolsa teklip edileninden ýokary aýtmaly däl. Gygyrmak ýörite el hereketi (žest) ulgamynyň kömegi bilen ýerine ýetirilýär. Bu dünýäniň birnäçe biržalarynda giňden ulanylýan, söwdany guramaklygyň nusgawy görnüşidir (meselem, Nýu-Ýork gazna biržasynda).

Birža söwdalary **elektron** görnüşde ýörite kompýuter ulgamlaryny (torlaryny) ulanmak arkaly amala aşyrylýar. Bu görnüş hasaplaýyş tehnikasynyň ösmegi we gymmatly kagyzlary alyp-

---

[1] B goşundy

-satmagyň awtomatlaşdyrylan ulgamyny işläp taýýarlamak mynasybetli ýüze çykdy. Elektron söwdalar köpçülikleýin söwda bilen deňeşdirilende, birnäçe artykmaçlyklara eýedir:

1. Gazna bazaryň likwidliligi, sebäbi elektron söwda islendik çäkleri, satyjylaryň we satyn alyjylaryň çäklendirilmedik sanyny gurşap biler we dolanyşyga gymmatly kagyzlaryň uly möçberini goşup biler.

2. Söwdalaryň elektron ulgamlarynyň tehniki mümkinçilikleri, olar özünde birnäçe million paýnamalary jemleýän geleşikleri gündelik ýerine ýetirmeklige mümkinçilik berýär.

3. Bazaryň operatoryna maýadar bilen özbaşdak işlemäge mümkinçilik döredýär.

Häzirki wagtda aşakdaky wezipeler awtomatlaşdyrylandyr: söwda gelip gowuşýan arzalary ýygnamak we hasaba almak; birža düzgünlerine laýyklykda arzalaryň resmileşdirilmeginiň dogrulygyna gözegçilik; müşderi arzalaryny ýygnamak we hasaba almak; dellal bilen müşderiniň aragatnaşygyny guramak (müşderiniň arzalaryny satmak); görkezilen isleg we teklibi kanagatlandyrýan arzalaryň sanawyny ýygnamak; mejlisleriň arasynda (elektron söwda) dellallar tarapyndan söwda geçirmek mümkinçiligini üpjün etmek; dellal firmalaryny we birža gulluklaryny maglumat bilen üpjün etmek; söwdalary maglumat bilen üpjün etmek.

Maglumat tehnologiýalaryň ösüşiniň häzirki zaman ýörelgesi, Internetiň ornunyň artmagy, gymmatly kagyzlar bazarynyň infrastrukturasyna we onuň esasy gatnaşyjylarynyň wezipelerine düýpli täsir edýär. Häzirki wagtda geleşikleriň köp bölegi Internet arkaly geçýär, söwda zallary nusgawy düşünjede, edil London biržasynda bolup geçişi ýaly zerur bolmagyny bes edýär.

Indi, ol ýerde amala aşyrylýan söwda, personal kompýuterleriň ekranlaryndan elektron söwda ulgamlaryny ulanmak arkaly amala aşyrylýar. Emma, köpçülikleýin söwda meýdançasy Nýu-Ýork gazna biržasynda galdy, ol uly medeni öýler görnüşinde bolup, onuň saklanmagynda maliýe dünýäsiniň dürli toparlary gyzyklanma bildirýärler. Biržalarda baglaşylýan geleşikler auksionlaryň netijesinde emele gelýär.

Guramaçylyk görnüşi boýunça ýönekeý we ikileýin birža auksionlaryny tapawutlandyrýarlar.

Auksionlar aşakdaky alamatlar boýunça häsiýetlendirilýär:

– köpçülikleýin açyk söwdalar;

– gymmatly kagyzlar boýunça geleşikleriň bahalaryny we beýleki şertlerini bellemekde alyjylaryň we satyjylaryň arasynda açyk ýaryşmak bilen;

– satmak barada teklipleriň we arzalaryň deňeşdirilmek we biri-birini özara kanagatlandyrýan we geleşik baglaşmak üçin esas bolup hyzmat edip bilýän şeýle arzalary we teklipleri anyklamak mehanizminiň bolmagy.

Ýönekeý auksion görnüşinde söwda etmek isleg we teklibiň uly bolmadyk möçberinde guralýar. Şeýle auksion alyjylardan teklip alan satyjy (satyjynyň auksiony) tarapyndan ýa-da birnäçe bolup biläýjek satyjylardan bähbitli teklip gözleýän alyjy (alyjynyň auksiony) tarapyndan guralyp bilner. Ýönekeý auksion tölege ukyply talabyň ýeterlik däl bolan ýagdaýynda satyjylaryň bäsdeşligini ýa-da aşa artyk talap bolan ýagdaýynda alyjylaryň bäsdeşligini talap edýär. Ýönekeý auksion üç görnüşli bolup bilýär: iňlis, golland we gaýybana.

Iňlis auksiony. minimal bahadan maksimal baha çenli ädimleýin gidýär. Başlangyç esas hökmünde satyjynyň başlangyç baha talaby kabul edilýär. Söwda başlanmagynyň öň ýanynda satyjylar tarapyndan başlangyç baha boýunça berlen arzalar, bahalandyrma býulletende jemlenýär (adatça, başlangyç baha boýunça 5-10%). Satuw iň soňky alyjy tarapyndan hödürlenen iň ýokary baha boýunça ýerine ýetirilýär. Adatça, şeýle auksionlar ýokary islegden peýdalanýan haryt satuwa çykarylan ýagdaýynda gurnalýar.

Golland auksiony. Ýokary bahanyň alyjysyndan pes bahanyň alyjysyna tarap ýörelgesi boýunça guralandyr. Satyjynyň başlangyç bahasy ýokary bolýar we söwdany alyp baryjy yzygiderlilikde has pes bahany, olaryň haýsydyr biriniň kabul edilmegine çenli hödürleýär. Bu ýagdaýda gymmatly kagyzlar, hödürlenen hümmet bilen kanagatlanýan ilkinji alyja satylýar. Satuw minimal baha ýa-da «kesilýän baha» boýunça amala aşyrylýar. Şunuň ýaly auksiony gymmatly kagyzlary mümkin boldugyndan çalt ýerlemek üçin geçirilýär.

Gaýybana auksion («anyk bilinmeýän») aşakdaky görnüşde amala aşyrylýar: alyjylar bir wagtyň özünde öz bahalaryny hödürleýärler; özüniň ýazmaça talapnamasynda iň ýokary baha hödürlän

alyjy harydy satyn alýar. Şunuň ýaly «anyk bilinmeýän» auksionyň esasynda, daşary ýurtlaryň maliýe ministrligi gysga möhletli döwlet obligasiýalaryny (üç aýlyk, alty aýlyk we ýyllyk) ýerleşdirýär. Şahsy we edara görnüşli tarap bolan alyjylar özleriniň bahalaryny bir wagtyň özünde şertleşilen möhlete çenli berýärler we harydy ýerleşdirmeklik talapnamada görkezilen baha boýunça amala aşyrylýar. Bu bahalar, kesilen bahadan ýokary, şol goýberilişiň ýerleşdirilen bahasyndan aşak ýa-da oňa deň bolýar.

Goşa auksion satyjynyň we alyjynyň bäsdeşligine esaslanandyr: alyjylar hyrydarlyk bahasyny ýokarlandyrsalar, satyjylar teklip bahasyny peseldýärler. Satyjynyň we alyjynyň hödürlän bahalarynyň gabat gelmegi, geleşik baglaşmak üçin esas bolup durýar.

Gazna biržalarda satyjynyň we alyjynyň bahalarynyň tapawudy babatynda (baha spred babatynda) kesgitli düzgünler hereket edýär. Adatça, bu sprediň kesgitli ölçeglerden (biržanyň nukdaýnazaryndan) geçmeýän mehanizmi göz öňünde tutulýar. Eger-de mejlisiň tamamlanmagy bilen satyjynyň we alyjynyň bahalary örän tapawutly bolsa, onda söwda zaly boýunça komiteti bahalaryň ikisiniň hem olaryň biriniň hasabynyň ýöredilmegine rugsat bermeýär.

Goşa auksionlar onkol bazaryna we üznüksiz auksiona bölünýärler.

Onkol auksion. Eger-de bazardaky geleşikler seýrek amala aşyrylýan bolsa, satyjynyň we alyjynyň bahasynyň arasynda uly tapawut bar bolsa (uly spred), geleşikden geleşige bahalaryň üýtgemegi uly we yzygiderli häsiýete eýe bolsa, onkol auksiony guralýar. Onkol auksion, müşderileriň sargytlarynyň toplanýandygyny, soňra bolsa olaryň bir günüň dowamynda birnäçe gezek (bir ýa-da iki) söwda zalyna zyňylýandygyny we dellallaryň ýa-da biržanyň işgärleriniň gözegçiliginiň astynda söwdalaşýandygyny aňladýar. Auksion geçirmekligiň düzgüni esasynda ol sesli ýa-da dilden bolup biler. Sargytlar dilden ýa-da ýazmaça girizilýär. Dilden girizilende, biržanyň ygtyýarly wekili agşamky günüň soňky bahasyndan ugur almak bilen her bir goýberiş boýunça auksion alyp barýar. Teklipleriň we talaplaryň gelip gowuşmagyna görä, ol islegiň we teklibiň balansynyň ýa-da balanssyzlygynyň iň az derejesiniň emele gelmegine çenli ba-

hany artdyrýar ýa-da peseldýär. Sargytlaryň ýazmaça girizilmeginde, başlangyç baha resmi dellallar tarapyndan bellenilýär, ol dolanyşygy maksimallaşdyrýan bahany saýlamak maksady bilen teklipleri we talaplary ýygnaýar hem-de deňeşdirýär. Hakykatda, dürli talaplardaky bahalar tapawutlanyp bilerler, makleriň wezipesi bolsa gymmatly kagyzlaryň iň uly möçberini satmakdan ybaratdyr. Dilden girizmekde, treýder özüniň deslapky sargydyny üýtgedip biler, ýazmaça görnüşde girizmekde bolsa ol şunuň ýaly mümkinçilikden mahrumdyr.

Häzirki wagtda sargytlar boýunça söwda häzirki zaman elektron tehnikasyny ulanmak arkaly amala aşyrylýar. Sargytlar kompýutere girizilýär, bellibir kesgitli pursatda olary girizmek bes edilýär we kompýuter geleşikleriň iň uly möçberiniň baglaşylyp bilinjek satuw bahasyny hasaplaýar. Şondan soňra dellallar makleriň kömegi bilen geleşigi fiksirleýärler. Onkol auksion, geleşikleriň seýrek baglaşylýan, satyjynyň we alyjynyň bahasynyň arasynda uly tapawut bar bolan likwidsiz bazar üçin häsiýetlidir. Bu auksion, bir demdäki (zalp) auksion diýlip hem atlandyrylýar, sebäbi ähli geleşikler bir wagtyň özünde islegiň we teklibiň takmyny balansyny gazanmak pursadynda amala aşyrylýar. Iň iri zalp bazarlary – bular Awstriýanyň, Belgiýanyň, Germaniýanyň we Ysraýyl biržalarydyr.

Üznüksiz auksionda, geleşikler mejlisiniň islendik wagtynda ýerine ýetirilýär we dellallar müşderileriň agentleri bolup çykyş edýärler. Üznüksiz auksion üç görnüşe eýedir, ýagny: sargyt kitabyny ulanmak, tablo, «üýşmeleň».

Üznüksiz auksion dilden talapnamalaryň sargyt kitabynda ýazga esaslanyp bilýär, oňa dellallar tarapyndan dilden berilýän talaplar girizilýär, soňra bolsa klerk (biržanyň ygtyýarly wekili) talaplaryň gelip gowuşmagyna görä olaryň möçberini we bahalaryny deňeşdirmek bilen ýerine ýetirýär.

Üznüksiz auksion, biržanyň söwda zalyndaky elektron tabloda dilden berlen talaplaryň fiksirlenmegine hem esaslanylyp bilner. Tablo Gonkogdaky biržada ulanylýar. Ol tabloda her bir goýberilen gymmatly kagyzlar üçin bahalaryň iň gowy jübüti görkezilýär (iň ýokary – satyn almakda, iň az – satmakda). Makler gelip gowşan talapnamalary toparlaýar we gymmatly kagyzlaryň her bir görnüşi boýun-

ça hümmet isleglerini kesgitleýär. Bu bahalar tabloda ýa-da dellalyň iş ornundaky ekrana çykarylýar. Soňra, eger-de bahalar deslapky görkezilenlerden gowy bolsa dellalyň özi bahalary tablo çykarýarlar. Sargytlar tabloda hronologiki tertipde ýerleşdirilýär, şonuň üçin hem artykmaç wagtyň bolmagy kesgitli orun eýeleýär.

Üznüksiz auksion gönüden-göni birža meýdançasynda (köpçülikde) geçirilip bilner. Treýderler, söwda meýdançasyna gelip gowuşýan gymmatly kagyzlary yglan edýän klerkiň (biržanyň ygtyýarly wekiliniň) töwereginde üýşýärler, soňra bolsa kontragenti gözläp, bellenen nyrhy gygyryp aýdýarlar. «Köpçülikdäki» geleşikler, dürli bahalar boýunça baglaşylýar, üstesine-de bir sany alyjy, umumy bahany kesgitlemeklige çalyşmazdan birnäçe satyjy bilen geleşik baglaşyp biler. Üznüksiz auksionyň bu görnüşinde, bergi bazarlary üçin sargytlary birleşdirmekden ybarat bolan artykmaçlygy bardyr, ol bolsa öz gezeginde bergi borçnamalary gymmatly kagyzlardan «arassalamaklyga» mümkinçilik berýär, ýerine ýetirilýän sargytlaryň möçberini maksimal artdyrýar.

Birža söwdasynyň guralmagy we onuň netijeliligi, ol ýa-da beýleki biržada kabul edilen auksionyň görnüşinden däl-de, eýsem, onuň, amala aşyrylmak prosesinde birža dellallarynyň ornuna hem baglydyr. Sebäbi birža söwdasy – bu dürli bazarlaryň görnüşleriniň utgaşmagy bolsa, onda bir biržanyň çäklerinde guralan birža prosesi, agent we diler bazarlaryny öz içine alýar.

Agent birža söwdasy *– bu* müşderiniň adyndan we onuň hasabyna, müşderiniň agenti bolup durýan dellal tarapyndan geleşikleriň baglaşylmagyny talap edýär. Germaniýada geleşigiň biržada baglaşylmagynda şunuň ýaly agent hökmünde bank çykyş edýär. Beýleki Ýewropa döwletlerinde sargytlaryň ýerine ýetirilmeginde müşderileriň agenti hökmünde dellallar bolup durýarlar. Mysal hökmünde Nýu-Ýork gazna biržalarynyň «komission» we «iki dollarlyk» dellallaryň işini görkezmek mümkindir.

«Komission dellal» – biržanyň agzasy we biržanyň zalynda «poluň üstünde» işleýän kompaniýanyň gullukçysydyr.

«Iki dollarlyk dellal» (iňlis. *two-dollar dellal*) – söwda zalynyň garaşsyz dellaly, geçmişde şunuň ýaly dellallar satylan her bir 100 sany gymmatly kagyz birligi üçin 2 dollar möçberinde komission tölegini alypdyrlar.

Müşderiniň tabşyrygyny alanyndan soňra, «komission dellal», adatça, şol paýnamalar boýunça hünärmeniň işleýän ýerine gidýär. Eger-de ol şol pursatda işli bolsa, ol «iki dollarlyk dellal» birine tabşyrygy hünärmene eltmegi tabşyrýar. Olar garaşsyz işgär bolmak bilen, özleriniň ýerine ýetirmäge kömek edýän her bir tabşyrygy üçin komission tölegini alýarlar. Bu komission tölegler «ýokary» dellal firmalary tarapyndan tölenilýär.

«Komission» we «iki dollarlyk» dellallaryň işi, olara «ýokary» dellal firmalary tarapyndan berlen tabşyryklar üçin mümkin bolan iň oňat bahalary üpjün etmekden ybarat bolup durýar.

Diler birža söwdasy, geleşik baglaşylmagynda kontragent hökmünde dileriň çykyş etmegini talap edýär. Ol gymmatly kagyzlaryň aluw-satuwyny öz hasabyna amala aşyrýar. Satyn almak boýunça buýurmany ýerine ýetirmek bilen diler özüniň gazna rezerwiniň bir bölegini satýar, satmak boýunça buýurmany ýerine ýetirmek bilen bolsa ol özüniň hususy serişdeleriniň hasabyna satyn alýar.

Diler bazarlary, munuň özi satyjylaryň teklip bahasy we gymmatly kagyzlary satyn alynýan ýerine barmaklygyň tertibi hakynda köpçülikleýin yglan edýän bazarydyr. Alyjylar bilen satyjylaryň arasynda açyk bäsdeşlik bolup geçmeýär. Diler bazarlary şu aşakdaky ýagdaýlarda giňden peýdalanylýar: 1) gymmatly kagyzlaryň ilkinji ýerleşdirilmeginde; 2) tender tekliplerinde.

Üznüksiz diler söwdasy (diler bazary) Londonyň gazna biržasynda ulanylýar, ol ýerde ol ýalňyz dolandyrmak ulgamy diýip atlandyrylýar. Üznüksiz söwdadan ol dellallaryň we müşderileriň arasynda dellalyň, ýagny jobberiň bolmagy bilen tapawutlanýar, şol hem bazary atlandyrýar.

Birža söwdasyny guramagyň görnüşleriniň agent we diler bazarlary bilen sazlaşygy, birža mehanizminiň esaslaryny düzýär we dünýäniň her bir biržasynda birža söwdasynyň aýratynlyklaryny kesgitleýär.

8.6. Birža diliniň el hereketi (žest)

Biržanyň kämilleşmeginiň birnäçe ýüz ýyllyklaryň dowamynda söwdany alyp barmaklygyň we olar boýunça özüňi alyp barmaklygyň kesgitli düzgünleri emele geldi. Söwdanyň barşynda gatnaşyjylaryň gürleşýän aýratyn dili hem döredi.

Bu dil, aýratyn el hereketlerinden (žest) we aýratyn birža leksikonyndan ybarat dildir. Gapdalyndan seredýän üçin ol düýbünden düşnüksiz bolup biler, emma tejribeli biržaçy ony birkemsiz bilmelidir. Her bir biržanyň özüniň şahsy däpleriniň we guramaçylyk aýratynlyklarynyň bolmagyna garamazdan, dünýä biržalarynyň köpüsinde ulanylýan umumy kabul edilen el hereketler (žest) we leksikonlar bardyr.

Öňi bilen biržada sanlary ulanmazdan oňup bolmaýar, sebäbi harydyň bahasyny we möçberini aýtmak gerek bolýar. Islendik sany bäş barmagyň kömegi bilen şekillendirip bolýar[1].

Birža söwdasy aşakdaky ýörelgeler boýunça ýerine ýetirilýär: teklibe kim iň soňky bolup tassyklaýjy jogap berse, ol geleşigiň tarapdary hasaplanýar. Makler, degişli talapnamany girizen dellal edarasynyň sanawynyň tertibi we belgisi boýunça teklibi yglan edýär. Şol wagt, teklibi yglan eden dellal sag elini ýokary galdyrýar. Eger-de ol şeýle etmese, onda haryt söwdadan aýrylýar we dellal «birža gelmedigi» üçin jerime töleýär. Soňra makler üç gezek uly bolmadyk arakesme bilen agzalan summany gaýtalaýar. Şu ýerde dellal aljyramaly däldir, ol bahanyň üç gezek gaýtalanmagynyň dowamynda bahany düşürmelidir (eger-de ol alyjy bolsa)[2] ýa-da galdyrmalydyr (eger-de ol satyjy bolsa). Munuň üçin dellal-alyjy çep elini ýokary galdyrmalydyr we açyk aýasyny özüne tarap öwrüp özüniň bahasyny görkezmelidir. Dellal satyjy sag eliniň açyk aýasyny özünden garşylyklaýyn tarapa açyp galdyrýar we barmaklary bilen bahasyny görkezýär. Her gezek teklibiň üýtgemeginden soňra makler täze teklip edilen bahany üç gezek gaýtalamaklyga başlaýar. Makleriň «Belgi, baha - üç» diýen

[1] Ç goşundy, 1-nji surat
[2] Ç goşundy, 2-nji surat

jümleleri görkezilen teklibiň bahasynyň çekeleşilmeginiň tamamlanandygy bolup durýar, teklibe tassyklaýjylyk bilen iň soňky bolup jogap beren dellal geleşigiň tarapy hasaplanýar. Bu ýagdaýda ol ýene-de çep elini ýokary galdyryp we açyk aýasyny özüne tarap öwürýär hem-de maklere eşidiler ýaly gaty ses bilen özüniň dellal edarasynyň belgisini aýdýar. RF-iň biržalarynda, söwda edilýän wagty dellallar, esasan hem, özleriniň maglumatlaryny gygyryp aýdýarlar.

IX bap

GYMMATLY KAGYZLARYŇ GYMMATY WE ONY KESGITLEÝJI FAKTORLAR

9.1. Gymmatly kagyzlaryň gymmaty barada düşünje we onuň görnüşleri

Gymmatly kagyzlaryň gymmaty diýilýän düşünje onuň hukuk ýöriteleşmesi we ykdysady mazmuny bilen berk baglanyşyklydyr. Edara görnüşli taraplar tarapyndan gymmatly kagyzyň eýesiniň hukuga eýe bolmagy näçe uly bolsa, şonça-da onuň gymmaty ýokary bolmalydyr. Ykdysady nazaryýet nukdaýnazardan, gymmatly kagyzlaryň gymmaty hakyky şertlerde takyk ykdysadyýetiň zerurlygy, oňa bolan islegiň we teklibiň gatnaşygy bilen berk baglanyşyklydyr.

Kada bolşy ýaly, gymmatly kagyzyň gymmaty onuň hakyky bahasyndan tapawutlanýandyr, çünki gymmat hünärli baha berijiniň, alyjynyň, satyjynyň, ähtimal (mümkin boljak) maýa goýujynyň ýa-da emitentiň, dellalyň bellibir pikirini kesgitleýär, baha bolsa ýerine ýetirilen geleşigiň şertlerini beýan edýär. Şeýlelik bilen gymmatly kagyzyň gymmaty subýektiw kesgitlenendir, bahasy bolsa – obýektiw maddylaşdyrylandyr we berkidilendir. Gymmatly kagyzyň gymmaty hasaplanylýar, bahasy bolsa tölenilýär. Aglaba ýagdaýlarda, ilkibaşda baha bermäniň maksatlaryna baglylykda gymmatly kagyzyň gymmaty kesgitlenilýär, soňra geleşigiň barşynda ol ýa-da başga bir baha kesgitlenilýär. Gymmat we baha berk arabaglanyşyklydyr. Bahanyň gymmatyň pul beýany bolup durýandygy hakyndaky umumy ykrar edilen nusgawy kesgitleme bardyr. Gymmatly kagyzyň bahasy indikiler bilen seredilýär:

1) emissiýada – goýbermek we ýerleşdirmek bilen bagly harajatlaryň ölçegi hökmünde;

2) satyn alnanda – gymmatly kagyzyň geljekki dolanyşygynyň netijesinde alynýan ähtimal girdeji hökmünde;

3) konwertirlenmede – çalşylýan maliýe aktiwleriň ýeriniň doldurylmaly gymmaty hökmünde.

Gymmatly kagyzyň gymmaty – bu takyk maksatlara we bahalandyrmak usullaryna bagly bolan, onuň kesgitlenilen maýa goýum hiliniň we dolandyryş mümkinçilikleriniň pul ekwiwalentidir. Gymmatly kagyzlaryň gymmatynyň köpgörnüşliliginiň köp sanlysy bardyr. Gymmatly kagyzlaryň gymmatynyň dürli görnüşleri dürli gazna amallarynyň geçirilmegi üçin zerur bolup durýar. Gymmatly kagyzlaryň gymmatynyň her bir görnüşiniň kesgitlenilmeginde ýörite usulyýet ulanylýar *(9.1-nji tablisa)*.

9.1-nji tablisa

Gymmatly kagyzlaryň gymmatynyň görnüşleriniň toparlandyrylmasy

Gymmatyň görnüşi	Kesgitlemäniň usulyýeti	Ulanyşyň görnüşleri
1	2	3
Nominal gymmat	Esaslandyryjylaryň (paýdarlaryň, obligasiýa goýberenleriň), emitentiň geňeşiniň karary, şertnamanyň şertleri, gyssagly şertnama boýunça kesgitlenilýär	Paýnamalar boýunça diwidendleriň kesgitlenilmegi, beýleki gymmatly kagyzlar boýunça girdejiniň kesgitlenilmeginde göterimler
Emission gymmat	Esaslandyryjylaryň karary boýunça kesgitlenilýär	Goýberilişiň ýerleşdirilmegi
Diskontirlenen gymmat	Diskontirleme koeffisiýentiniň ulanylmagy bilen pul akymlarynyň diskontirlenmesiniň esasynda kesgitlenilýär: $K = 1/\ (1 + I)n$, bu ýerde I-depozit şahadatnamasynyň goýumyna deň bolan maýa goýmagyň kadasydyr	Inflýasiýa, walýuta hümmetiniň üýtgemesine, çökgünlik ýagdaýlaryna sezewar edilen durnuksyz ykdysadyýet şertlerinde gymmatly kagyzlaryň häzirki gymmatynyň geljekki bahasynyň çaklanylmagy

1	2	3
Hasap gymmaty	Gazanmak ýa-da goýbermek üçin, hakyky harajatlaryň mukdary hökmünde kesgitlenilýär	Hasaba goýmak
Balans gymmaty	Başlangyç dikeldilýän gymmat hökmünde kärhananyň balansy boýunça kesgitlenilýär	Gaýtadan baha berme, tapawutlandyrma, bölme, birleşdirme
Hümmet gymmaty	Gymmatly kagyzlara islegiň we teklibiň gatnaşygy (hümmeti) bilen kesgitlenilýän takyk wagtyň dowamynda beýan edilýän gymmat hökmünde hasaplanylýar	Geleşikleriň taýýarlanylmagy
Ortaça auksion gymmat	Ortaça arifmetiki agramlaşdyrylan hökmünde kesgitlenilýär	Satyn almanyň-satmanyň ortaça bahasynyň kesgitlenilmegi
Içerki eýeçilik gymmaty	Gymmatly kagyzyň esasynda bolan maddy we maddy däl hususy serişdeleriň hakyky gymmaty hökmünde kesgitlenilýär	Eýeçilikleriň hakyky gymmatynyň kesgitlenilmegi
Inflýasion gymmat	Fişeriň formulasy boýunça kesgitlenilýär: $Z + r = (I + P) \times (I + a)$, bu ýerde Z – gaýtadan maliýeleşdirme goýumy, a – inflýasiýa depgini, r – girdejiligiň nominal gymmaty, P – girdejiligiň hakyky gymmaty (girdejililik), I – maýa goýmagyň kadasy	Çaklama kesgitlemesi

9.1-nji tablisanyň dowamy

1	2	3
Maýa goýum gymmaty	Takyk maýa goýuja onuň maksatlarynyň nazarda tutulmagy bilen görkezilýän maýa goýumlara bildirilýän hususy talaplaryň çäklerinde gymmatly kagyza goýlan maýa goýumlaryndan alynýan ähtimal girdeji hökmünde kesgitlenilýär	Maýa goýum taslamalaşdyrylyşy
Ätiýaçlandyryş gymmaty	Gymmatly kagyzyň ýiten ýagdaýynda onuň gymmatyny ätiýaçlandyryş öwez töleginiň ölçegi hökmünde hasaplanylýar	Ätiýaçlandyrma
Girew gymmaty	Gymmatly kagyzyň gyssagly ýagdaýda satylan halatynda girewiň hakyky üpjünçiliginiň ähtimal gymmaty hökmünde kesgitlenilýär	Girew
Birža (kotirleme) gymmaty	Bellibir döwür üçin birža geleşikleriniň ortaça bahasy hökmünde kesgitlenilýär	Birža söwdalaşyklary
Konwertasion gymmat	Çalşyrmanyň hakyky şertleri bilen kesgitlenilýän çalşyrma gymmaty hökmünde hasaplanylýar	Konwertirleme
Bazis gymmaty	Ortaça emele gelen baha hökmünde kesgitlenilýär	Gyssagly şertnamalaryň baglaşylmagy
Bazar gymmaty	Islegiň we teklibiň gatnaşyklary bilen kesgitlenilýär	Satyn almak-satmak

1	2	3
Ýatyrylyş gymmaty	Gymmatly kagyzyň esasynda duran maddy we maddy däl hususy serişdeleriň ýatyrma gymmaty hökmünde kesgitlenilýär	Satyn alma we tölegini geçirmek

Munuň netijesinde şol bir gymmatly kagyz şol bir wagtyň özünde gymmatly kagyzyň birnäçe görnüşine eýe bolup bilýär, olar bolsa möçberi taýdan düýpli tapawutlanyp biler. Meselem, ýatyrylyş gymmaty maýa goýum gymmatyndan birnäçe esse pes bolup biler, birža bolsa – nominal gymmatdan köp esse ýokary bolup bilerler.

Gymmatly kagyzlaryň gymmatynyň baha berilmegi dünýäde häzirkizaman gazna bazarynyň iň çylşyrymly meseleleriniň biridir. Bu birnäçe şert bilen baglanyşykly bolup, olaryň esasylary hem indikiler bolup durýar:

– gymmatly kagyzlaryň gymmatynyň dürli görnüşleriniň köpdürlüligi;

– gymmatly kagyzlaryň gymmatyny kesgitlemegiň alternatiw konsepsiýalarynyň birnäçesiniň bolmagy;

– gymmatly kagyzlaryň gymmatynyň hasaplaşyklarynyň usullarynyň alternatiwligi;

– toparlanyşykly gymmatly kagyzlaryň modifikasiýalarynyň uly ýöriteleşmesi;

– dürli şertleriň gymmatly kagyzlaryň gymmatyna birwagtlaýyn täsiri;

– ýörite taýýarlanylan işgärleriň bolmazlygy;

– ýöriteleşdirilen guramaçylyk gurluşlaryň bolmazlygy.

9.2. Gymmatly kagyzlaryň bazar gymmaty

Halkara standartlarynda bahalandyrmagyň *bazar gymmaty* diýlip, alyjynyň we satyjynyň arasyndaky söwda geleşiginiň netijesinde baha bermek senesinde bir eýesinden beýlekisine geçýän em-

läk gymmatyna düşünilýär. Bazar gymmaty islegiň we teklibiň erkin gatnaşygynyň şertlerinde emele gelýär, gazna bazaryndaky hakyky ýagdaýy, gymmatly kagyzlaryň bäsdeşlige ukyplylygyny, maýa goýum çekijiligini görkezýär. Gymmatly kagyzyň bazar gymmaty islegiň we teklibiň gatnaşygyna bagly bolup, ol girdejililigiň derejesi, gymmatynyň ösüşiniň depgini, gazna bazarynyň konýunkturasy we umumy ýagdaýy, şeýle hem emitentiň pudaklaýyn degişliligi, onuň ýerleşýän ýeriniň çägi we gymmatly kagyzlaryň aýlanyşygy, maýa goýum töwekgelçiliginiň derejesi, adaty satyn alyjynyň we satyjynyň özüni alyp barşynyň delilleri bilen kesgitlenilýär.

Dünýä maliýe bazarlarynyň tejribesinde gymmatly kagyzlaryň gymmatynyň iki sany esasy derejelerini – bazar gymmatyny (*market value, MV*) we adalatly bazar gymmatyny (*fair market value, FMV*) tapawutlandyrýarlar. Şunlukda, bazar gymmaty pes derejäniň, adalatly bazar gymmaty bolsa – gymmatyň maksimal ähtimal bolan ýokary derejesini beýan edýär. Adalatly bazar gymmaty geleşigiň satyn alyş-satyş taraplarynyň dolulygyna ygtybarly we doly maglumata eýe bolan şertlerinde, haýsydyr bir täsire sezewar edilmedik bolsalar we wagt taýdan çäklendirmeleri bolmadyk ýagdaýynda kompaniýanyň hususy serişdeleriniň alyjynyň we satyjynyň meýletin ylalaşygynyň netijesinde satylyp bilinjek bahasy hökmünde kesgitlenilýär.

GDA-nyň köp ýurtlarynda gazna bazarynda gymmatly kagyzlaryň bazar gymmaty (hakyky bazar gymmaty) häzirki wagtda satylyp bilinjek (satyn alnyp) bellibir gymmatly kagyzyň gymmaty hökmünde kesgitlenilýändir. Hakyky bazar gymmaty baha bermek senesinde sarp ediş we beýleki alamatlar hakyndaky doly maglumatyň hasaba alynmagy, şeýle hem satyjynyň we satyn alyjynyň erkin saýlawy bilen ähtimal satyn alyş-satyşda gymmatly kagyzyň gymmatynyň pul beýany hökmünde seredilýär. Baha bermede esaslyk (hakyky içerki), nazary bazar gymmaty kesgitlenilýär, dürli geleşiklerde bolsa gymmatly kagyzlaryň häzirki bazar gymmaty (bahasy) ýüze çykarylýar. Eger-de isleg teklibe deň bolsa, onda bu iki gymmat gabat gelýär, isleg teklipden ýokary bolan ýagdaýynda häzirki bazar gymmaty esaslyk gymmatdan ýokary bolar, eger-de teklibiň islegden ýokary bolan halatynda munuň, tersine, häzirki bazar gymmaty esaslykdan

az bolar. Gymmatly kagyzyň häzirki gymmaty takyk senede islegiň we teklibiň bellibir gatnaşygynda obýektiw baha hökmünde seredilip bilner.

Bahalandyrmagyň tejribesinde gymmatly kagyzyň bazar gymmaty diýlip, has ähtimal baha düşünilýär, ýagny ol boýunça bu gymmatly kagyz geleşigiň taraplarynyň zerur bolan ähli maglumatlaryna eýe bolup, talabalaýyk hereket edenlerinde bäsdeşlik şertlerinde açyk bazarda aýrylyp bilner, geleşigiň göwrüminde bolsa haýsydyr bir adatdan daşary ýagdaýlary beýan etmeýärler, ýagny haçanda:

– taraplaryň haýsy-da bolsa biri gymmatly kagyzlary bermäge borçly däl, beýleki tarap bolsa olary satyn almaga borçly däl ýagdaýynda;

– taraplar geleşigiň mazmuny hakynda habarly bolup we öz bähbitlerine laýyklykda hereket edenlerinde;

– gymmatly kagyzlar açyk bazarda köpçülikleýin oferta görnüşinde görkezilende;

– geleşigiň bahasy özbaşyna gymmatly kagyzlar boýunça eýeçilik hukugynyň geçmegi üçin talabalaýyk töleg bolup duranda we taraplara gatnaşykda geleşigiň ýerine ýetirilmegi üçin başga biri tarapyndan hiç bir mejburlyk edilmedik halatynda;

– geleşigiň bahasy pul görnüşinde görkezilende.

Gymmatly kagyzyň bazar gymmatynyň bahalandyrylmagy, gymmatly kagyzlar bilen dürli geleşikleriň taýýarlanylmagynda ulanylyp bilner. Gymmatly kagyzyň bazar gymmatynyň kesgitlenilmeginiň usulyýetiniň saýlawy gymmatly kagyzyň häsiýetine (kotirlenýän we kotirlenmeýän, ýokary likwidli, ortaça likwidli, pes likwidli we likwidsiz, emission we emission däl), gymmatly kagyzlaryň mukdaryna, wagtyna, görnüşine, töleg görnüşine we şertlerine we geleşikleriň hasaba alynmasyna bagly bolup durýandyr.

Gymmatly kagyzlaryň ortaça hakyky bahasy bellibir seljerilýän döwürde dürli geleşikler boýunça olaryň bazar baha beriş gymmatyndan ýokary bolan ýagdaýynda bu gymmatly kagyzlaryň bazar bahasynyň kem baha berlendigi hakynda Karara gelmek mümkindir. Gymmatly kagyzlaryň hakyky bahasynyň hakyky bazarda olaryň baha beriş gymmatyndan pes bolan ters ýagdaýda, bazar gymmatynyň

ýokarlandyrmasyna ýa-da gaýtadan baha berilmegine gözegçilik edilýär. Russiýadaky we daşary ýurtlardaky gazna bazarynyň tejribesiniň görkezişi ýaly, aýratyn alnan ýagdaýlarda gymmatly kagyzlaryň bazar bahasynyň kem baha berilmegi ýa-da ýokarlandyrylmagy maliýe aldawçylary tarapyndan gazna hususy serişdeleriň satyn alynmagy ýa-da gaýtadan satylmagy üçin giňden ulanylýar.

9.3. Gymmatly kagyzlaryň gymmatyna täsir edýän esasy faktorlar

Gymmatly kagyzlaryň gymmaty bahalandyrylanda, birnäçe faktorlar öz täsirini ýetirýär (*9.2-nji tablisa*). Olaryň arasynda indikiler esasy bolup durýar: islegiň we teklibiň gatnaşygy; bäsdeşlik; gymmatly kagyzy alternatiw maliýe gurallary bilen çalyşmak mümkinçiligi; islegiň we teklibiň üýtgemeginiň däbi; birmeňzeş we beýleki gymmatly kagyzlaryň kotirowkasy; emitentiň ýerleşýän ýeri; onuň pudaklaýyn degişliligi we ýerini üýtgetmesiniň territorial aýratynlyklary (ýurt, respublikasy, welaýat, şäher, etrap); emitentiň guramaçylyk-hukuk häsiýetnamalary; gymmatly kagyzyň likwidliligi; onuň girdejililigi ýa-da geljekki girdejiniň häzirki gymmaty; gymmatly kagyzyň howpsuzlygy we ygtybarlylygy; syýasy, ykdysady we sosial durnuklylygy; emlägiň bu görnüşine maýa goýumlaryň maliýe töwekgelçiliginiň derejesi.

9.2-nji tablisa

Gymmatly kagyzlaryň esasy faktorlara baglylygy

Gymmatly kagyzyň gymmatynyň görnüşi	Gymmata kesgitleýji täsirini ýetirýän faktorlar
Nominal gymmat	Gymmatly kagyzyň görnüşi, hili, köpdürlüligi we onuň aýlanyşygynyň möhleti
Emission gymmat	Gymmatly kagyzyň maýa goýum hili we dolandyryş mümkinçilikleri

Maýa goýum gymmaty	Emitentiň reýtingi, iş abraýy, pudaklaýyn degişliligi we territorial ýerleşişi
Bazar gymmaty	Gymmatly kagyzyň görnüşi, emitentiň statusy, bazaryň konýunkturasy, sebitiň maýa goýum klimaty we maýa goýum sygymy
Birža gymmaty	Bazaryň konýunkturasy, gazna amalynyň görnüşi, ýeri, wagty we geleşikleriň görnüşleri

Bu faktorlary gymmatly kagyzyň sarp edijilik alamatlary hökmünde häsiýetlendirilýändir, şonuň ýaly-da bazaryň fiziki, hukuk şertleri, emitentiň ýerleşiş gurşawy ýa-da ulgamy hökmünde toparlandyryp bolýar.

Umuman alnanda, gymmatly kagyzlaryň gymmatyna täsir edýän faktorlary daşarky we içerki, makroykdysady we mikroykdysady, obýektiw we subýektiw, ähtimal (garaşylýan), az derejede ähtimal (ähtimal) we tötänleýin (nämälim däl we garaşylmaýanlar) toparlara bölmek bolar.

Daşky ýagdaýlara gönüden-göni gazna bazaryna bagly bolmadyk şertler (inflýasiýa, bäsdeşlik, syýasy we ykdysady çökgünlikler) degişli bolup durýar. Içerki ýagdaýlar gazna bazarynyň ösüşi, onuň konýunkturasy, emitentleriň ykdysady gurplulygynyň derejesi bilen berk baglanyşyklydyr. Islendik gymmatly kagyzyň gymmatyna bazaryň konýunkturasy (islegiň we teklibiň gatnaşygy) we bäsdeşlige ukyplylyk kesgitleýji täsirini ýetirýär. Gazna bazarynda nyrhy emele getirmegiň has möhüm şerti hökmünde *islegiň we teklibiň gatnaşygy* bolup durýar. Gymmatly kagyzlaryň bazarynyň ösüşi üçin, bir tarapdan olaryň teklibiniň bolmagy we beýleki tarapdan hem olara bolan hakyky islegiň bolmagy zerurdyr. Islegiň we teklibiň balansy gymmatly kagyzlar bilen birža we birža däl söwdalaşyklaryň bazar bahalarynyň deňagramlylygynda gazanylýar. Ol islegiň dolulygyna

kanagatlandyrylýan we teklibiň durmuşa geçirilýän gymmatly kagyzlara bolan bazar bahasynyň şeýle derejesi bilen häsiýetlendirilýär. Kanagatlandyrylmadyk isleg gymmatly kagyzlaryň bahasynyň ýokarlanmagyna, aşa teklip bolsa peselmegine getirýändir.

Gymmatly kagyzlaryň bazarynda nyrhy emele getirmek hadysasynda *bäsdeşlik* aýratyn ähmiýete eýedir, ol bolsa bahalaryň derejesine gymmatly kagyzlaryň bazarynyň monopol ösmeginde peseldiji ýa-da bu bazarda monopsoniýanyň bolmagynda bolsa beýgeldiji täsirini ýetirýär. Gymmatly kagyzlaryň bazarynyň monopol ösüşi, bu ýerde aýratyn alnan emitentleriň aşa köp bolmagy bilen häsiýetlendirilýär. Gymmatly kagyzlaryň bazarynyň monopsoniýasy gazna bazarynda bellibir maýa goýujylaryň agalygyny aňladýar.

Makroykdysady faktorlara, geçiş ykdysadyýetiň umumy tendensiýalary, gazna bazarynyň ösüşiniň görnüşiniň saýlanylmagy, döwletiň syýasaty we onuň institutlarynyň takyk hereketleri degişli bolup durýar. Meselem, döwletiň birža söwdalaryna iri maýadar hökmünde gatnaşmagy birža oýnunyň ugruny birden üýtgetmäge ukyplydyr. Sebitleýin gazna bazarynyň ýa-da gymmatly kagyzlaryň bazarynyň aýratyn alnan pudaklaýyn bölegindäki ösüşiniň derejesi we ugurlary mikroykdysady şertler bolup durýar. Obýektiw şertlere gazna indeksleriniň üýtgemeginiň, maýa goýum özüne çekijiliginiň ýokarlanmagy ýa-da azalmagy sebäpli gymmatly kagyzyň hümmetiniň üýtgemeginiň täsirini degişli etmek bolar. Subýektiw şertler emitentiň ýa-da onuň kontragentleriniň işi bilen baglanyşyklydyr.

Ähtimal (garaşylýan), az derejede ähtimal (ähtimal) we tötänleýin (nämälim däl we garaşylmaýanlar) şertler gymmatly kagyzlara goýumlaryň maýa goýum töwekgelçiliginiň derejesine baglydyrlar, ol bolsa goýlan serişdeleriň girdejini we ýitgini almazlyk mümkinçiligi bilen baglydyr. Bu töwekgelçilikli gymmatly kagyzlara goýumlar, maglumatyň dolulygy we ygtybarlylygy, umumy maliýe çökgünliligi, goýumlaryň nyrhynyň peselmegi, has netijeli alternatiw maliýe gurallarynyň döremegi bilen bagly bolup biler *(9.3-nji tablisa).*

9.3-nji tablisa

Gymmatly kagyzlar bazarynda maýa goýum töwekgelçiligiň esasy parametrleri

Töwekgelçiligiň görnüşi	Töwekgelçiligiň esasy parametrleri
1	2
Syýasy töwekgelçiligi	Jemgyýetde syýasy ulgamyň üýtgemegi we syýasy güýçleriň ýerleşdirilmegi, syýasy durnuksyzlyk
Umumy ykdysady töwekgelçiligi	Sosial we ykdysady ýagdaýyň durnuksyzlygy, gymmatly kagyzlaryň bazarynyň düşmek mümkinçiligi
Kanunçylyk töwekgelçiligi	Bar bolan kadalaşdyryjy-hukuk namalarynyň üýtgemegi ýa-da täzeleriniň döredilmegi
Inflýasiýa töwekgelçiligi	Gymmatly kagyzlaryň satyn alyş mümkinçiligi nukdaýnazaryndan olardan alynýan girdejililigiň peselmegi
Göterim töwekgelçiligi	Merkezi bankyň gaýtadan hasap möçberiniň, girdejililigiň göterim möçberiniň, depozit şahadatnamasynyň möçberiniň üýtgemegi
Selektiw töwekgelçiligi	Gymmatly kagyzlaryň takyk görnüşleriniň maýa goýum hiliniň takyk däl baha berilmegi we olaryň ýalňyşlykly saýlawy
Pudaklaýyn töwekgelçilik	Gymmatly kagyzlaryň maýa goýum hiliniň we hümmet gymmatynyň emitentiň pudaklaýyn degişliligine baglylygy

1	2
Sebitleýin töwekgelçilik	Sebitiň maýa goýum klimatynyň gymmatly kagyzlaryň maýa goýum hillerine, girdejililigine täsiri
Iş töwekgelçiligi	Tehniki işgärleriň işiniň pes hili, gymmatly kagyzlar boýunça amallaryň tehnologiýasynyň bozulmagy, insaýderlik
Tehniki töwekgelçilik	Maglumatyň işlenilip taýýarlanylmagy boýunça kompýuter ulgamlarynyň işinde näsazlyklar, gymmatly kagyzlar boýunça hasaplaşyklaryň amallarynda buýrulmalar, gymmatly kagyzlaryň doly däl we toplumlaşdyrylmadyk üpjün edilmegi, serişdeleriň geçirilmegindäki bökdençlikler

Gymmatly kagyzlar bazaryndaky maýa goýum töwekgelçiliginiň takyk ölçegi onuň esasy çäkleriniň toplumlaýyn seljermesiniň esasynda kesgitlenilip bilner.

Gymmatly kagyzlaryň gymmatyna harajatlar (çykdajylar) olaryň goýberilmegi, ýerleşdirilmegi, aýlanyşygy, hususyýetçiniň üýtgedilmegi, indiwidual bolan we gymmatly kagyzlara maliýe goýumlarynyň aýratyn alnan hasabynyň ýörite tehnologiýalaryny talap edýän maýa goýum girdejileriniň ýa-da çykdajylarynyň emele gelmegi hem täsirini ýetirýändir.

X bap

GYMMATLY KAGYZLARYŇ GÖRNÜŞLERI

10.1. Gymmatly kagyzlaryň görnüşleri we olaryň toparlandyrylyşy

Gymmatly kagyzlar bazaryň işiniň obýekti hökmünde dürli görnüşli maliýe gurallary, esasan hem, gazna gurallary çykyş edýärler. Gymmatly kagyzlaryň hereket etmegi maýanyň hereketi bilen utgaşykly alnyp barylýar, şonuň üçin hem gymmatly kagyzlaryň ykdysady mazmunyny kesgitlemek wajyp meseleleriň biridir.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň emele gelmegi we ösmegi üçin bazar gatnaşyklarynyň kämilleşdirilen hukuk binýady ýurdumyzyň Garaşsyzlygyna eýe bolan günlerinden başlap döredildi. Şu maksat bilen hem ýurdumyzda ilkinji nobatda bu maliýe ulgamyň täze düzüminiň kanunçylyk binýadyny berkitmek zerur boldy. 1993-nji ýylda kabul edilen «Türkmenistanda gymmatly kagyzlar we fond biržalary hakyndaky» Türkmenistanyň Kanuny gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmek üçin esas boldy (häzirki döwürde bu kanun güýjüni ýitiren diýip hasap etmeli).

Türkmenistanda döwletiň gysga möhletli obligasiýalarynyň (DGO) 1994 – 1998-nji ýyllarda jemi 52 goýberilişi amala aşyryldy. Gymmatly kagyzlaryň köp bölegi (umumy möçberiniň 57% – ine çenlisi) maýa goýujylaryň (ätiýaçlandyryş guramalarynyň, maýa goýum gaznalarynyň, hususy kärhanalaryň) hasabyna satyn alyndy.

Döwletiň gysga möhletli obligasiýalarynyň bazarynda, esasan, 1, 3, 6 we 9 aý möhletli goýberilişler geçirildi, bu bolsa pul serişdeleriniň dolanyşygyny artdyrmaga mümkinçilik berdi. Döwletiň gysga möhletli obligasiýalarynyň goýberilişleri her aýda geçirildi we olar býujetiň gündelik ýetmezçiligini maliýeleşdirmek mümkinçiligini döretdi. DGO boýunça girdejiniň möçberi, esasan, Türkmenistanyň

Merkezi bankynyň gaýtadan maliýeleşdiriş möçberiniň derejesinde bellenildi. Häzirki wagtda bu bazar düýpli özgerişi başdan geçirýär.

Gymmatly kagyzlar bazaryny emele getirmek we onuň kadaly hereket etmegi üçin ýurdumyzda «Türkmenistanda gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmegiň 2012–2016-njy ýyllar üçin döwlet Maksatnamasy» we ony amala aşyrylmak boýunça çäreleriň meýilnamasy kabul edildi. **Şu maksatnamany** durmuşa geçirmegiň üçünji tapgyrynda (2016-njy ýyl) gymmatly kagyzlar bazaryndaky işi düzgünleşdiriş ulgamyny kämilleşdirmek we Türkmenistanyň gymmatly kagyzlar bazarynyň maliýe bazarlarynyň halkara ulgamyna goşulmagy üçin şertleri döretmek boýunça çäreler toplumyny amala aşyrmak göz öňünde tutulýar. Korporatiw gymmatly kagyzlaryň we döwletiň gymmatly kagyzlarynyň söwdasy boýunça gazna biržasyny döretmek we oňa hünärli gatnaşyjylara gazna biržasynyň agzasy bolmak mümkinçiligini bermek Maksatnamany durmuşa geçirmegiň üçünji tapgyrynyň wezipeleriniň biri bolup durýar. Şu wezipelerden ugur alyp, 2015-nji ýylyň 18-nji dekabrynda Hormatly Prezidentimiz Karara gol çekdi, resminama laýyklykda Türkmenistanyň döwlet gazna obligasiýalaryny 5 ýyla çenli möhlet bilen Türkmenistanyň merkezi bankynyň gaýtadan maliýeleşdiriş göterim derejesinden ugur almak bilen goýbermek barada tabşyryk berilýär.

Gymmatly kagyzlar bazary maliýe bazarynyň bölegi hökmünde, ol häzirki zaman ykdysadyýetinde wajyp orny eýeleýär. Eýeçiligiň dürli görnüşleriniň, paýdarlar jemgyýetleriniň barlygy, gymmatly kagyzlary goýbermek arkaly zerur serişdeleri çekmek mümkinçiligi, pul serişdelerini makro we mikro derejede toplamaga hemaýat edýän gymmatly kagyzlar bazarynyň üsti bilen pul toplumlaryny gaýtadan paýlamak mehanizminiň döredilmegini şertlendirýär. Mundan başga-da, gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň üsti bilen döwlet we ýerli býujetleriň gündelik we toplanan ýetmezçiliginiň öwezini dolmak üçin pul serişdeleriniň jemlenmegi amala aşyrylýar.

«Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» Türkmenistanyň Kanunynda gymmatly kagyzlaryň indiki kesgitlemesi berlen: **gymmatly kagyzlar** mälim edilende, birine geçirilmegi we amala aşyrylmagy

mümkin bolan, özünde berkidilen emläk hukuklaryny tassyklaýan resminamalar.

Dünýä ýüzünde gymmatly kagyzlaryň görnüşleri çenden aşa köpdürlüdir. Gymmatly kagyzlar emitentler, dolanyşyk wagty, girdejiniň töleniş usuly, ykdysady tebigaty, töwekgelçilik derejesi, çäkleri we ş.m. boýunça toparlara bölünýärler.

Gymmatly kagyzlaryň esasy emitentleri telekeçiligiň hususyýetçilige degişli bölegi (hususy sektor), döwlet we daşary ýurt subýektleridir, şonuň üçin emitentler boýunça gymmatly kagyzlar hususy, döwlet we halkara görnüşleri boýunça tapawutlandyrylýar.

Gymmatly kagyzlaryň hukuklarynyň berjaý edilişine baglylykda *atly* we *teklip ediji üçin emissiýaly* görnüşlere bölünýärler. Emissiýaly gymmatly kagyzlaryň atly görnüşi, özlerine bolan hukuklaryň geçmegi we olarda berkidilen emläk hukuklarynyň durmuşa geçirilmegi eýesiniň hökmany kybaplaşdyrylmagy we onuň adynyň gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawynda bellige alynmagy talap edilýän gymmatly kagyzlar. Atly gymmatly kagyzlara hukuklaryň geçmegi we berkidilen hukuklaryň berjaý edilmegi eýäniň hökmany laýyk gelmegini talap edýär.

Teklip ediji üçin gymmatly kagyzlar – özlerine bolan hukuklaryň geçmegi we olarda berkidilen emläk hukuklarynyň durmuşa geçirilmegi eýesiniň hökmany kybaplaşdyrylmagy talap edilmeýän gymmatly kagyzlar. Gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän amallaryň we hukuklaryň tassyklanyş tertibiniň dürlüliginiň nukdaýnazaryndan, nusgawy, *gymmatly kagyzlardan döredilen kagyzlar* (ýasama) we maliýe gurallary tapawutlandyrylýar. Olar hem öz gezeginde kiçi toparlara bölünýärler *(10.1-nji surat).*

Gymmatly kagyzlaryň birinji topary ***nusgawy*** görnüşidir. Oňa *paýly* we *bergidarlyk* gymmatly kagyzlar degişlidir. Paýly gymmatly kagyzlara paýnamalar, bergidarlyk gymmatly kagyzlara bolsa hususy we döwlet obligasiýalary degişlidir.

Paýnamalar. «Paýnama» adalgasy XVII asyryň başynda peýda bolýar. Ol golland sözünden gelip çykyp, başda kärhana paýdarlar jemgyýetiniň agzasy tarapyndan girizilen paý diýmekligi aňladypdyr.

Paýdarlar jemgyýetleri gadym eýýamdan bellidir. Heniz Müsürde, soňra bolsa Gadymy Rimde söwdagärler beýleki ýurtlaryň söwda wekilliklerine (flotiliýalaryna, kerwenlerine) ugratmak üçin maýalary we harytlary birleşdirmek maksady bilen jemlenişipdirler. Soňra paý banklary we karz bileleşikleri döräpdir. Muňa garamazdan, XVII asyryň paýdarlar kompaniýalary ilkinji paý guramalaryndan we bileleşiklerinden tapawutlanypdyr. Öňi bilen, ol adaty kapitalistik guramalardyr. Kompaniýalaryň hususy maýasyny emele getiren paýdarlar maýasynyň adaty kapitalistik guramasynyň bir görnüşi bolup hyzmat etmegi we «pul–haryt–pul» dolanyşyk kesgitlemesini emele getirmegi ähmiýetli mana eýe boldy. Paýdarlar kompaniýalary paý guramalaryny döreden şahslar toparynyň mümkinçilikleri (maýalary) bilen çäklenmändir, olaryň biržalaryň ýardam eden uly gorlaryny almaga ygtyýary bolupdyr. Aslyýetinde paýdarlar kompaniýalary biržada olary döretmek üçin zerur bolan maýalary ýygnamak mümkinçiliginiň bolanlygy sebäpli ýüze çykypdyr.

Paýdarlar jemgyýeti XVII asyrda Gollandiýada we Beýik Britaniýada döräpdir. Olar bakna ýerleri özleşdirmek meselesi we goýlan meseleleri iş ýüzüne geçirmek üçin şahsy maýalaryň ýetmezçilik etmegi sebäpli ýüze çykypdyr.

Angliýanyň Ost-Ind kompaniýasy (1600) we Gollandiýanyň Ost-Ind kompaniýasy (1602) şol döwrüň iri paýdarlar kärhanalary bolupdyr. Olaryň birinjisi, Angliýanyň, ikinjisi, Gollandiýanyň korollaryndan Hindistan bilen söwda etmäge monopoliýa hukugyny alýarlar. Şol maksat bilen olar dürli ownuk, orta we iri maýa goýujylaryň maýalaryny özüne çekdiler. Söwda işleri girdejili bolupdyr, paýdarlar öz baýlygyny az wagtyň dowamynda diňe iki ýa-da üç esse däl, eýsem, on esse ýokarlandyryp bilipdirler. Şeýdip, döredilenden bir ýyl geçenden soňra, Gollandiýanyň Ost-Ind kompaniýasynyň paýnamalarynyň ugry 130 %, 1607-nji ýylda bolsa 200%-e çenli ýokarlandy[1].

Ilkinji paýdarlar jemgyýeti döwlet tarapyndan gönüden-göni goldanypdyr we olaryň öz harby floty we goşuny bolupdyr.

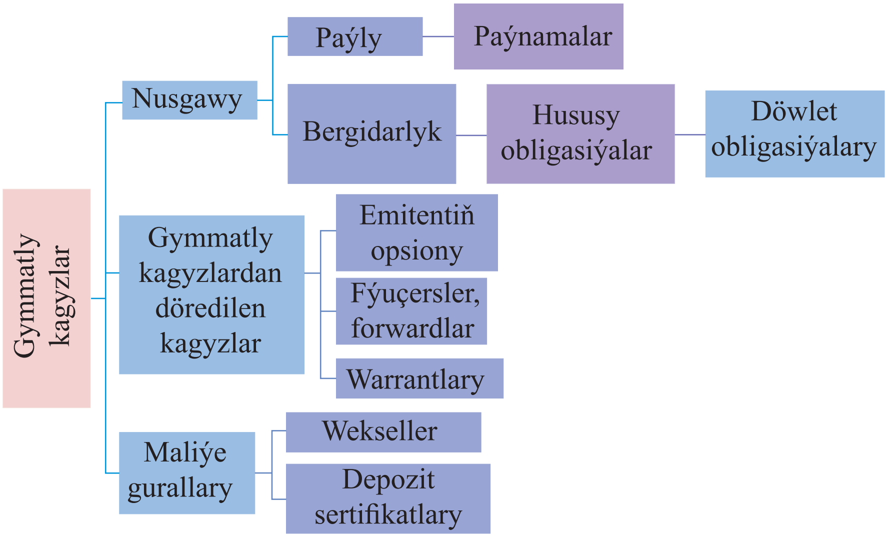
---

[1] Ser.: Банковская энциклопедия. Том 2. Киев, 1916.

Paýdarlar jemgyýetiniň harby flotunyň Ýewropadan Hindistana bolan ýolda galtamançylyk (pirat) meselesini çözmegi, söwda gatnaşyklarynyň ösmegi üçin möhüm wakalaryň biri bolýar. Mundan başga-da, ilkinji daşary ýurt paýdarlar jemgyýetleri deňiz aňyrsyndaky ýurtlarda Beýik Britaniýanyň we Gollandiýanyň nusgasy boýunça döwlet diwanhanasynyň emele getirilmegine gatnaşypdyrlar. Olar deňiz we gury ýollarynyň howpsuzlygyny üpjün etdiler, täze ýerlerde tertibi we kanunylygy saklaýardylar, içki uruşlara we taýpalaryň arasyndaky uruşlara garşy durupdyrlar. Şol bir wagtyň özünde Günbataryň hususy maýadarlary täze döwletleriň hojalyk ösüşine we onuň dünýä hojalygyna goşulmagyna ýardam edýärdi. Elbetde, munuň ters taraplary hem bardy: ýerli ilatyň ýokary derejede ulanylmagy (ekspluatirlenmegi), alyş-çalşyň deňsizligi, tebigatyň weýran edilmegi we gorlaryň ýok edilmegi. Geljekde hem paýdarlar jemgyýetinde bu ösüş we yza gaýtma taraplar utgaşypdyr. Umuman, ilkinji paýdarlar jemgyýeti maýanyň ilkinji toplanmasynda we kapitalizmiň emele gelmeginde uly orun eýeleýär. K. Marks özüniň «Kapital» eseriniň birinji tomunda maýanyň ilkinji toplanmasynyň dört şertini belleýär: 1) bakna ýerlerini; 2) söwdany; 3) karz we birža ulgamlaryny; 4) hemaýaty. Bu nukdaýnazardan karz, paýnamalar we biržalar bakna ýerleri özleşdirmekde, söwdany güýçlendirmekde, karz we paýdarlar ulgamynyň kämilleşmeginde, jemgyýetiň häzirkizaman institutlaşan düzüminiň emele gelmeginde wajyp orun eýeleýär.

Paýnama – öz eýesiniň-paýdaryň paýdarlar jemgyýetiniň emitentiň diwidendler görnüşindäki girdejisiniň bir bölegini almaga, paýdarlar jemgyýetiniň dolandyrylmagyna gatnaşmaga we ol ýatyrylandan soň galýan emlägiň bir bölegine hukugyny berkidýän emissiýaly maýa goýum gymmatly kagyzy. Paýnamalaryň görnüşleri ýeterlik derejede köpdürlüdir we emitente, paýdarlaryň hukuklarynyň berjaý edilişiniň usulyna, maýa goýuş häsiýetlerine we ş.m. alamatlaryna baglylykda tapawutlandyrylýandyr.

Paýnamalar – munuň özi gymmatly kagyzlar bolup, emitent tarapyndan çykarylýar we onuň derejesine we görnüşine baglylykda paýdarlaryň aşakdaky hukuklaryny tassyklaýar, ýagny:



10.1-nji surat. Gymmatly kagyzlaryň topara bölünişi

1) paýdarlar jemgyýetiň işlerini dolandyrmaga gatnaşmaga;

2) paýdarlar jemgyýetiň sap girdejisiniň bir bölegini diwidendler görnüşinde almaga;

3) paýdarlar jemgyýeti ýatyrylandan soňra, onuň galan emlägi-niň bir bölegine hukugynyň barlygyny tassyklaýar.

Paýnama ýönekeý (ses hukukly) ýa-da hukuklaryň möçberiniň kepillendirilmegi bilen ýeňillikli (ses hukuksyz) bolup biler. Ýeňillikli paýnamalaryň möçberi emitentiň bellige alnan tertip-nama gaznasynyň (maýasynyň) 10%-inden ýokary bolup bilmez. Paýnamalaryň goýberilmegi paýdarlar jemgyýeti tarapyndan tertip-nama 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 goýberil-megini amala aşyrmaga haklydyr. Türkmenistanyň kanunçylygyna laýyklykda paýnamalaryň olaryň goýberilen mahalyndaky nominal bahasyndan pes bahadan satylmagyna we paýnamalaryň emitentiň ýitgileriniň öweziniň dolunmagy üçin goýberilmegine ýol berilmeýär.

Paýnamalar boýunça diwidendler dowam edýän ýyl üçin Türkmenistanyň kanunçylygynda bellenilen salgytlar we beýleki hökmany tölegler tölenenden soň paýdarlar jemgyýetiniň ygtyýarynda galan peýdanyň hasabyna, emissiýanyň şertlerinde göz öňünde tutulan tertipde tölenilýär.

Ýeňillikli paýnamalar boýunça diwidendler paýdarlar jemgyýetiniň degişli ýylda alan peýdasynyň möçberine garamazdan, bellenilen kepillendirilen möçberden az bolmadyk möçberde tölenilýär. Peýda ýeterlik bolmadyk halatynda ýeňillikli paýnamalar boýunça diwidendleri tölemek ätiýaçlyk gaznasynyň serişdeleriniň hasabyna amala aşyrylýar, ol serişdeler ýeterlik bolmadyk mahalynda bolsa geljek ýyla geçirilip bilner 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.

Paýnamalaryň goýberilişine ***emissiýa***, olary goýberen paýdarlar jemgyýetine bolsa ***emitent*** diýilýär. Girdeji almak maksady bilen paýnamalara goýum goýýan alyjylara *maýadarlar (inwestorlar)* diýilýär.

Paýnamalar üçin aşakdaky binýatlyk (fundamental) häsiýetler mahsusdyr:

– paýnama – munuň özi, paýdarlar jemgyýetiniň emlägi, paýnamalaryň goýberilmegi boýunça eýeçilik tituludyr;

– ol karz däl (obligasiýadan, depozit we amanat sertifikatlaryň we ş.m. tapawutlylykda);

– paýnamalaryň üzlüşmek boýunça ahyrky möhleti ýok (nusgawy ýagdaýda);

– bu öçürilmeýän gymmatly kagyzdyr (meselem, obligasiýadan tapawutlylykda);

– çäklendirilen jogapkärçilik. Maýadar özüniň paý boýunça eden goýumyndan köp ýitirmeýär. Maýadar umuman jemgyýetiň borçnamalary boýunça jogapkärçilik çekmeýär (bu diňe XIX asyryň başlarynda giňden ýaýrady);

– paýnamalaryň bölünmeýänligi (olaryň hukuklarynyň bölünmezligi). Birmeňzeş sesli paýa eýe bolan iki sany paýdar, hemişe, islendik ýagdaýda, paýdarlaryň umumy ýygnagynda diňe bir sese wekilçilik ederler. Başgaça aýdylanda, eger-de paý birnäçe şahsa degişli bolsa, onda olaryň ählisi paý boýunça ýeke-täk eýelik edijiler diýip kabul edilýär.

«Paýdarlar jemgyýetleri hakynda» Türkmenistanyň Kanunyna laýyklykda **paýdarlar jemgyýeti** paýdarlar jemgyýetine gatnaşyjylaryň paýdarlar jemgyýeti babatdaky hökmanylyk hukuklaryny tassyklaýan, paýnamalaryň bellibir sanyna bölünen, fiziki we (ýa-da) edara görnüşindäki şahslaryň goýumlarynyň ustaw gaznasyna (maýasyna) birleşen kärhanasydyr.

Paýdarlar jemgyýetiň tertipnamasy (ustawy) ýa-da paýdarlaryň umumy ýygnagynyň karary bilen dürli derejelerdäki ýeňillikli paýnamalary çykarmak nazarda tutulyp bilner. Dürli derejelerdäki ýeňillikli paýnamalary çykarmak hakyndaky mesele çözülende, olary ýerleşdirmegiň şertleri we gymmatly kagyzlaryň ikinji gezekki bazardaky dolanyşygynyň tertibi kesgitlenilýär.

Paýdarlar – ýeňillikli paýnamalaryň eýeleri aşakdaky meseleler çözülende, paýdarlaryň umumy ýygnagyna gatnaşmaga haklydyrlar:

– jemgyýeti üýtgedip guramak we ýatyrmak;

– jemgyýetiň tertipnamasyna (ustawyna) bu derejedäki ýeňillikli paýnamalaryň eýeleri bolup durýan paýdarlaryň hukuklaryny çäklendirýän üýtgetmeleri we goşmaçalary girizmek;

– ýeňillikli paýnamalaryň başga derejelerdäkisiniň eýeleri bolup durýan paýdarlara diwidendi tölemegiň nobatynda artykmaçlyklar we (ýa-da) paýnamalaryň ýatyryş gymmatyny bermek hakynda.

Paýdarlar jemgyýetiniň ýönekeý paýnamalary

Ýönekeý paýnama paýdara ses bermäge girizilen ähli meseleler çözülende, paýdarlaryň umumy ýygnagyna ses hukugy bilen gatnaşmaga hukuk berýär. Ýönekeý paýnama paýdara ýeňillikli paýnamalar boýunça diwidendler tölenenden soň jemgyýetiň umumy ýygnagy tarapyndan kesgitlenýän möçberde diwidendleri almak hukugyny, jemgyýet ýatyrylan mahalynda şu Kanunda we Türkmenistanyň gaýry kanunçylyk namalarda bellenilen tertipde onuň emläginiň bir bölegini almak hukugyny berýär.

Paýdarlar jemgyýetiniň ýeňillikli paýnamalary

Paýdarlar jemgyýetiň ýeňillikli paýnamasy paýdara öňünden kesgitlenen möçberde diwidendler almaga, şeýle hem şu Kanunda we Türkmenistanyň gaýry kanunçylyk namalarynda bellenen tertipde jemgyýet ýatyrylan mahalynda emlägiň bir bölegini almaga ýönekeý paýnamalaryň eýeleriniň öňünde artykmaç hukuk berýär.

Bir görnüşdäki ýeňillikli paýnamalar olaryň eýelerine hukuklaryň birmeňzeş möçberini berýär hem-de birmeňzeş hakyky (nominal) gymmata eýedirler. Paýdarlar jemgyýetiň tertipnamasy (ustawy) arkaly bu paýnamalar boýunça goşmaça artykmaç hukuklar göz öňünde tutulyp bilner.

Paýdarlar jemgyýeti ýeňillikli paýnamalaryň aşakdaky görnüşlerini çykarmaga haklydyr:

– diwidendleriň kepillendirilen möçberi bilen;

– paýnamany saklaýjynyň hukuklarynyň gaýry möçberi bilen.

Paýdarlar jemgyýetiň düzgünnamasynda ýeňillikli paýnamalary ýönekeý paýnamalara konwertasiýa etmegiň mümkinçiligi we şertleri hem kesgitlenip bilner. Ýeňillikli paýnamalar boýunça diwidendleri tölemek degişli ýylda jemgyýetiň maliýe işiniň jemlerine garamazdan, olarda görkezilen möçberde geçirilýär. Sap girdeji ýeterlik bolmadyk mahalynda ýeňillikli paýnamalar boýunça diwidendleriň tölegi ätiýaçlyk gaznasynyň hasabyna geçirilýär.

Ýönekeý paýnamalar boýunça paýdarlara tölenýän diwidendleriň möçberi ýeňillikli paýnamalar boýunça tölenmäge degişli tölegleriň möçberinden ýokary geçen halatynda, bu paýnamalary saklaýjy tarapyndan ýönekeý paýnama boýunça tölenilýän diwidendiň möçberine çenli goşmaça töleg geçirilmelidir.

Ýeňillikli paýnamalar boýunça bölekleýin ýa-da doly tölenmedik diwidendiň toplanýandygy we soňra tölenýändigi (kumulýatiw ýeňillikli paýnamalar) jemgyýetiň tertipnamasy (ustawy) arkaly bellenilip bilner. Tölenmedik diwidendli ýeňillikli paýnamalary aýrybaşgalamak täze hususyýetçi tarapyndan onuň aksiýa almak hukugy bilen amala aşyrylýar. Paýdarlar jemgyýeti ýatyrylan mahalynda ýeňillikli paýnamalaryň eýeleri beýleki paýdarlaryň öňünde bellenilen¸ ýöne tölenmedik diwidendi ilkinji nobatda almak hukugyna eýedirler. Ýatyrylýan jemgyýetiň emlägini soňraky paýlamak-

lyk ähli paýdarlaryň arasynda, şol sanda ýeňillikli paýnamalaryň eýeleriniň arasynda olara degişli paýnamalaryň sanyna degişlilikde, amala aşyrylýar

Paýnamalaryň dürli görnüşliligi

Dünýä tejribesinde paýnamalaryň dürli görnüşliliginiň birnäçesi mälimdir. Olardan Russiýada ygtyýar berlen we ulanylýan bir bölegi aşakda seredilýär.

Kumulýatiw ýeňillikli paýnamalar – bu görnüşli paýnamalarda paý girdejisi hasaplanylyp goşulýan döwürde tölenilmeýän bolsa (çeşme ýok bolanynda), onda tölemek borçnamasy saklanyp galýar, olar emitentiň maliýe ýagdaýynyň durnuklaşmagyna we onuň paý girdejileri boýunça umumy bergisini üzmek üçin maliýe çeşmeleriniň döremegine çenli toplanyp durýarlar.

Ýeňillikli paýlaryň absolýut köp bölegi kumulýatiw hökmünde goýberilýär (*ABŞ*-nyň tejribesi). Paý girdejileriniň kumulýatiw toplanmasy baradaky şert (onuň gündelik tölenmedik ýagdaýynda) ýeňillikli paýnamalaryň emissiýalarynyň maýadarlaryň töwekgelçiligini peseltmeklige gönükdirilen köp böleginiň üýtgewsiz elementi bolup durýar.

Konwertirlenýän ýeňillikli paýnamalar. Olar bellibir döwrüň dowamynda bu kagyzlary, şol bir emitentiň paýnamalaryna çalyşmaklygy (konwertirlemek) ýerine ýetirmeklige hukuk berýärler. Konwertirlenýän kagyzlaryň goýberilmegi – kompaniýanyň ýönekeý paýnamalarynyň durnukly ýa-da ýokarlanýan hümmet bahasy, şeýle-de onuň ýeterlik derejede paý girdejisini getirjekdigi boýunça ynamsyzlyk bildirýän maýadaryň töwekgelçiligini peseltmek usulydyr. Bu ýagdaýda ol şol emitentiň konwertirlenýän obligasiýalaryny ýa-da onuň konwertirlenýän ýeňillikli paýnamalaryny edinip biler, olar boýunça emitent ileri tutulýan tertipde fiksirlenen girdeji tölemeklige borçludyr (ýönekeý paýlar boýunça ortaça deňeşdirilende, kiçi ölçegli bolmagyna garamazdan). Eger-de kompaniýa özüniň berk işleýändigini we maliýe babatynda durnuklydygyny, onuň ýönekeý paýnamalary boýunça paý girdejileriniň (diwident) bellenen döwrüň dowamynda pugta ýokarydygyny iş ýüzünde subut etse, onda maýadar obligasiýalary ýa-da ýeňillikli paýlary şol kompaniýanyň ýönekeý paýlaryna çalyşmaklygy makul biler.

Obligasiýalar. Obligasiýa – öz eýesiniň emitentden obligasiýanyň emissiýanyň şertlerine laýyklykda we bellenilen möhletde onuň nominal bahasyny ýa-da başga emläk ekwiwalentini almaga bolan hukugyny berkidýän emissiýaly maýa goýum gymmatly kagyz. Olar boýunça hasaba alnan göterim (her ýarym ýyldan ýa-da ýylda bir gezek) ýa-da goýberýän tarapyň belleýän tölegi tölenýär. Paýnamadan tapawutlylykda, obligasiýalar korporasiýada eýeçiligiň bir bölegini görkezýär. Obligasiýalar kesgitli möhlet bilen, ýagny bir ýyldan 30 ýyla çenli möhlet bilen goýberilýär. Gysga möhletli (bir ýyldan üç ýyla çenli), orta möhletleýin (üç-bäş ýyla çenli) we uzakmöhletli (üç-bäş ýyldan) obligasiýalary tapawutlandyrýarlar. *ABŞ*-da aýratyn obligasiýalar 30 ýyldan gowrak möhletde hereket edýär. Obligasiýalar başga biriniň adyna hem, görkezýäniň adyna hem bolup biler. Olaryň soňkusyny biržalarda erkin dolandyryp bolýar.

Obligasiýalaryň görnüşleri. Obligasiýalar korporatiw, şäher (munisipal) we döwlet kärhanalaryň we guramalaryň (poçtanyň, demir ýollarynyň, energetika kärhanalarynyň we galyndylary gaýtadan işleýän zawodlaryň) obligasiýalary diýen görnüşlere bölünýärler. Taryhda döwlet obligasiýalary we aýry şäherleriň obligasiýalary ilki döräpdir. Korporatiw obligasiýalar biržalarda hem, biržadan daşarky bazarda hem dolandyrylýar. Döwlet kärhanalarynyň we şäherleriň obligasiýalary, esasan, birža bazaryna düşüpdir, döwlet obligasiýalary, köplenç, biržadan daşarky bazarda aýlanýar. Emma käbir ýurtlarda ilkibaşky ýerlemede aýratyn harytlar toplumy (lotlar) biržalara çykarylýar. Russiýada obligasiýalar biržalarda hem biržadan daşarky bazarda aýlanýar.

Döwlet obligasiýalary (governments bonds) döwlet we dürli hökümet edaralary tarapyndan goýberilýär. Mysal üçin, *ABŞ*-da Ginnie Maes obligasiýalary hökümetiň milli ipoteka birleşigi, Fannie Maes obligasiýalary Federal milli ipoteka birleşigi tarapyndan goýberilýär. Bu obligasiýalaryň ählisi arzan ipoteka karzlaryna bolan islegi kanagatlandyrmaga we ýokarlandyrmaga gönükdirilen. Bu bolsa alyjylaryň isleginiň, ýaşaýyş jaý gurluşygynyň we şol sanda ýurduň ykdysadyýetiniň ösmegi üçin zerur şert bolup durýar.

Şäher obligasiýalary (municipal bonds, gysgaça ady – bondis). Şäher obligasiýalaryň şu aşakdaky esasy görnüşleri bellidir: general

obligation bonds, revenue bonds, industrial revenue bonds ýa-da industrial development bonds, special tax bonds, new housing authority bonds. Bu obligasiýalaryň soňkusy täze ýaşaýyş jaý gurluşygyny ipoteka karzlaşdyrmak üçin gorlary toplamaga gönükdirilendir. Bu obligasiýalar şäher derejesinde dolandyrylýar.

Korporatiw obligasiýalarynyň hem görnüşi köpdürlüdir. Olaryň arasynda şulary belleýärler: mortgage bond, collateral trust, equipment trust, debentures, income bonds, floating rates bonds, zero coupon bonds. Obligasiýalaryň agzalan görnüşleriniň her biri kärhanalaryň häsiýetli zerurlyklaryny kanagatlandyrmaga gönükdirilendir.

Obligasiýalar emitentler, goýberiliş maksatlary, karz möhletleri, hasaba alnyş usuly we girdejiniň tölenişiniň görnüşleri boýunça tapawutlandyrylýar.

Emissiýanyň şertlerine laýyklykda obligasiýa özüniň eýesiniň obligasiýanyň nominal bahasynyň bellenilen göterimini ýa-da başga zatlara bolan hukuklaryny almaga bolan hukugyny hem göz öňünde tutup biler. Obligasiýa boýunça girdeji göterim we (ýa-da) diskont bolup durýar. Obligasiýa öz eýesine emitentiň-paýdarlar jemgyýetiniň dolandyrylmagyna gatnaşmaga hukuk bermeýär.

Emissiýanyň şertlerine laýyklykda obligasiýalar bu paýdarlar jemgyýetiniň–emitentiň paýnamalaryna çalşyrylyp bilner.

Emitentiň ähli goýberilişleriniň obligasiýalarynyň nominal bahasy oňuň bellige alnan tertipnama gaznasynyň (maýasynyň) möçberinden ýokary geçip bilmez. Obligasiýalaryň emissiýasyna diňe emitentiň bellige alnan tertipnama gaznasynyň (maýasynyň) bahasy doly tölenilenden soňra rugsat berilýär.

Emitentiň tertipnama gaznasynyň (maýasynyň) emele getirilmegi we üstüniň doldurylmagy üçin, şeýle hem onuň ýitgileriniň öweziniň dolunmagy üçin obligasiýalaryň emissiýasyna rugsat berilmeýär. Obligasiýalaryň emissiýasy: emitentiň emlägini girewine goýmak arkaly, üçünji şahslaryň kepillikleri arkaly, şeýle hem onuň arassa aktiwleriniň bahasynyň möçberinden ýokary geçmeýän möçberde üpjün edilmezden amala aşyrylýar. Obligasiýalaryň emissiýasy deň nominal bahasy bolan her tapgyrynda goýberiliş we üzüliş şertleri deň bolan gymmatly kagyzlardan durýan tapgyrlarda amala aşyrylýar.

Obligasiýalar adaty we utuşly, göterimli we göterimsiz (maksatly), erkin dolanyşykdaky ýa-da dolanyşyk topary çäklendirilen bolup bilýärler. Obligasiýalar boýunça girdeji döwürleýin tölegler, obligasiýalar üzlüşilen mahalynda bir gezeklik töleg ýa-da olaryň emissiýasynyň şertlerinde göz öňünde tutulan başga usul arkaly tölenilip bilner. Obligasiýalaryň üzlüşmegi emitent tarapyndan ýerleşdirilen obligasiýalaryň geljekde satmazlyk maksady bilen dolanyşykdan aýrylmagy arkaly göz öňünde tutulan höweslendirmäniň we obligasiýanyň nominal bahasynyň tölenilmeginiň hasabyna ýa-da onuň şol emitentiň paýnamalaryna çalşylmagy arkaly amala aşyrylýar.

10.2. Gymmatly kagyzlardan döredilen kagyzlaryň görnüşleri

Gymmatly kagyzlaryň ikinji toparyna ***gymmatly kagyzlardan döredilen kagyzlar*** degişlidir. Gymmatly kagyzlardan döredilýän kagyzlar – *deriwatiwler* – degişli gymmatly kagyzyň esasynda duran binýatlyk aktiwiň bahasynyň üýtgemegi bilen baglanyşykly ýüze çykýan emläk hukuklaryny (borçlaryny) berkidýän gymmatly kagyzlar. Gymmatly kagyzlardan döredilýän gurallaryň esasy manysy we niýetlenmesi olaryň töwekgelçiligi dolandyrmaga we ilkinji gurallaryň elýeterliligini saklamaga mümkinçilik bermeginden ybarat. Maýa goýumynda töwekgelçiligi azaltmaga däl, eýsem, bir birža şertnamalaryny beýlekilere çalyşmaga we olaryň möhletini uzaltmaga (möhleti dolup barýan şertnamalary has giçki möhletli şertnamalar bilen çalşyp) mümkinçiligiň bolmagy swoplaryň aýratynlygy bolup durýar. Mysal üçin, bu işiň kömegi bilen girdejiniň üýtgeýän haklary (stawkalary) bolan şertnamalary kesgitli haky bolan gurallara çalyşýarlar, bu bolsa bazaryň elýeterliligini has hem ýokarlandyrýar.

XX asyryň üçünji çärýeginde ilkinji maliýe şertnamalaryndan emele gelen şertnamalary satmak üçin ýöriteleşdirilen biržalar döredi. Ol şertnamalar şol bir wagtyň özünde üç sany esasy meseläni ýerine ýetirýär. Birinjiden, ylalaşyklary bir görnüşe getirip, haryt çalşygyny ýeňilleşdirýär. Ikinjiden, ylalaşygy ätiýaçlandyrýar, sebäbi satyjylar ýa-da alyjylar şol bir wagtda şertnamalary alyp we satyp, bahalaryň

duýdansyz üýtgemesinden ätiýaçlanýarlar: satyjylar harytlary satan pursadynda (bellenen bahalar durnukly girdejini kepillendirýär we bahalaryň düşmeginden mümkin bolan ýitgileri aradan aýyrýar), alyjylar bolsa olary satyn alan mahalynda (bahalaryň ýokary galmagyndan ätiýaçlanmak). Üçünjiden, bazaryň elýeterliligine ýardam edýär. Şertnamalaryň güýçli depginli satuwy ilkinji önümleriň bazaryny goldaýar, ýagny zerur bolan mahaly pul akymlary bazarlaryň arasynda täzeden paýlanýar we şertleriň üýtgemegine baglylykda bir bazardan beýleki bazara geçirilýär.

Gymmatly kagyzlardan döredilýän kagyzlar opsionlar, fýuçersler we Türkmenistanyň kanunçylygynda kesgitlenilýän beýleki maliýe gurallary görnüşinde goýberilip bilinýär.

Emitentiň opsiony – bu öz eýesiniň onda göz öňünde tutulan möhletde we (ýa-da) onda görkezilen ýagdaýlar ýüze çykan mahalynda şeýle opsionyň emitentiniň anyk mukdardaky paýnamalaryny emitentiň opsionynda kesgitlenilen nyrh boýunça satyn almaga bolan hukugyny berkidýän atly gymmatly kagyz.

Emitentiň – paýdarlar jemgyýetiniň opsionlarynyň ýerleşdirilmegine diňe onuň tertipnama gaznasy (maýasy) doly tölenilenden soň rugsat berilýär. Satyn almak hukugyny opsionlar berýän anyk kysymdaky paýnamalaryň mukdary emitentiň opsionlarynyň goýberilmegi döwlet tarapyndan bellige alynmagy üçin resminamalaryň berlen senesine ýerleşdirilen şeýle kysymdaky paýnamalar 5%-den ýokary geçip bilmez.

Dünýäniň gazna bazarlarynda opsionlaryň, esasan hem, iki görnüşi hereket edýär: **koll** we **put opsionlar**. Aktiwi satyn almaga hukuk berýän opsiona **koll opsion** diýilýär. Aktiwi satmaga hukuk berýän opsiona **put opsion** ýa-da satmak üçin niýetlenen **opsion** diýlip atlandyrylýar.

Opsionlar iki topara bölünýärler: birža opsionlar we biržadan daşary opsionlar. Birža opsionlary diňe biržalarda baglaşylýar we hereket edýän mehanizmi fýuçers şertnamasyna gabat gelýär. Birža opsionlary doly standartlaşdyrylan, olar ýerine ýetirmegiň kepillendirilen mehanizmine eýedirler (diňe opsionda ony satyjy marža töleýär). Birža opsionlary, adatça, gysga möhletli bolup, onuň möhleti bir ýyla

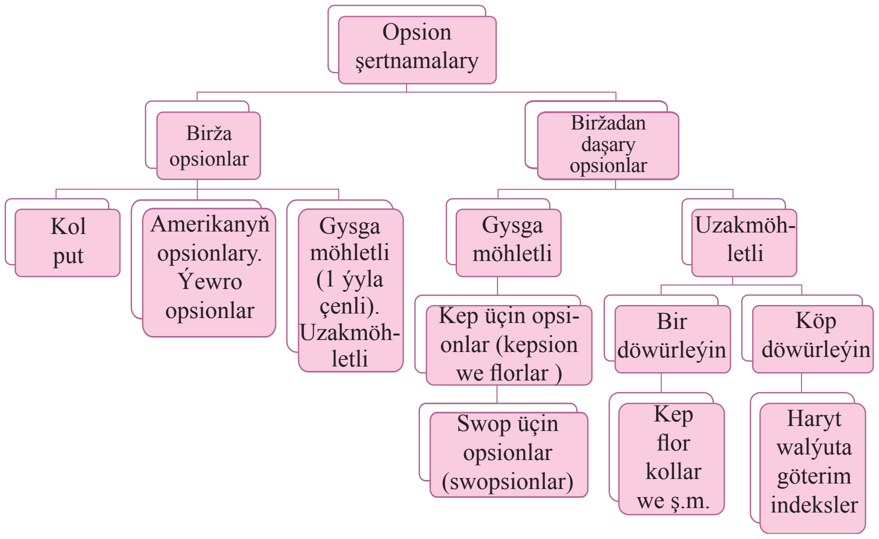
çenli bolýar. Birža opsionlary, esasan hem: harytlara, walýuta, göterim derejesine we indekslere baglaşylýar.

Biržadan daşary opsionlaryň bazaryny diller – banklar döredýär (market-meýker), olar biržadan daşarky söwdany üpjün etmekde hasaplaşyk (kliring) palatasynyň wezipesini ýerine ýetirýärler.

Biržadan daşary opsionlar gysga möhletli we uzakmöhletli görnüşde hereket edip bilýärler. Gysga möhletli bazardan daşary opsionlar swoplara ýa-da swopsionlara baglaşylýar.

Uzakmöhletli opsionlar öz gezeginde bir döwürleýin we köp döwürleýin görnüşlere bölünýärler. Bir döwürleýin opsionlar – bu opsion boýunça hasaplaşygyň ýa-da ýerine ýetirilişiň onuň hereket etmeginiň möhletiniň tamamlanýan döwri bilen gabat gelýän görnüşidir. Köp döwürleýin opsion – bu opsionyň möhletiniň hereket etmeginiň dowamynda hasaplaşygyň birnäçe senesiniň bolmagydyr.

Uzakmöhletli köp döwürleýin opsionlaryň esasynda koll opsion bar bolsa ol **kep** diýlip atlandyrylýar, eger-de onuň esasynda put opsion bar bolsa, onda ol **flor** diýlip atlandyrylýar. Kep we flor opsionlaryň kombinasiýasyna **kollar** diýilýär *(10.2-nji surat)*.



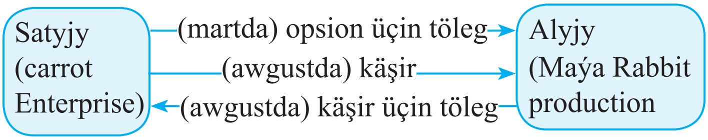
10.2-nji surat. Opsionlaryň toparlandyrylyşy

Opsionyň ulanylyşyna has ýönekeý mysal bilen düşündiriş bereliň, ýagny men «Carrot Enterprise» käşir öndürýän firmanyň eýesi. Häzir mart aýynda käşiri ekdim. Bazarda onuň häzirki bahasy 6 *manat*. Bu baha meniň üçin amatly, sebäbi şol bahadan satyp bilsem, men hemme harajatlarymy ýapýaryn we az möçberde girdeji gazanyp bilýärin. Emma käşir awgust aýynda ýetişýär, bu döwürde eger-de ýurtda ykdysadyýet durnuksyz bolsa, men öz öndüren önümimiň bahasynyň näçe boljagyny bilemok. Eger *kg*-y 7 *manat* bolsa, meniň üçin has gowy ýa-da 5 *manat* bolsa, onda men hiç hili girdeji alman harajatlarymy hem doly ýapyp bilmezligim mümkin. Näme etmeli? Onda men häzirden mart aýynda, awgust aýynda käşiri satyn aljak alyjyny gözleýärin. Goý, «Maýa Rabbit production» towşan fermasy bolsun. Ol hem awgustda bahalaryň nähili boljagyny bilenok. Eger-de awgust aýynda käşiriň bahasy 5 *manat* bolsa, onda ol köpräk käşir almaga mümkinçiligi bar, emma 7 *manat* bolsa onda mümkinçiligi peselýär. Şonuň üçin 6 *manat* onuň üçin hem amatly baha.

Biziň ikimiz üçin hem amatly bahany we biri-birimizi tapdyk. Men awgustda oňa 6 *manatdan* käşir satmana razy we ol satyn almaga razy. Biziň ikimiz hem düşünýäris: awgust aýynda men käşiri gymmat satyp bilmegim mümkin bolardy ol arzan satyn alyp bilmegi bolup biler, emma töwekgelçilik etmek ikimize hem gerek däl. Diýmek, biz mart aýynda şertnama baglaşýarys.

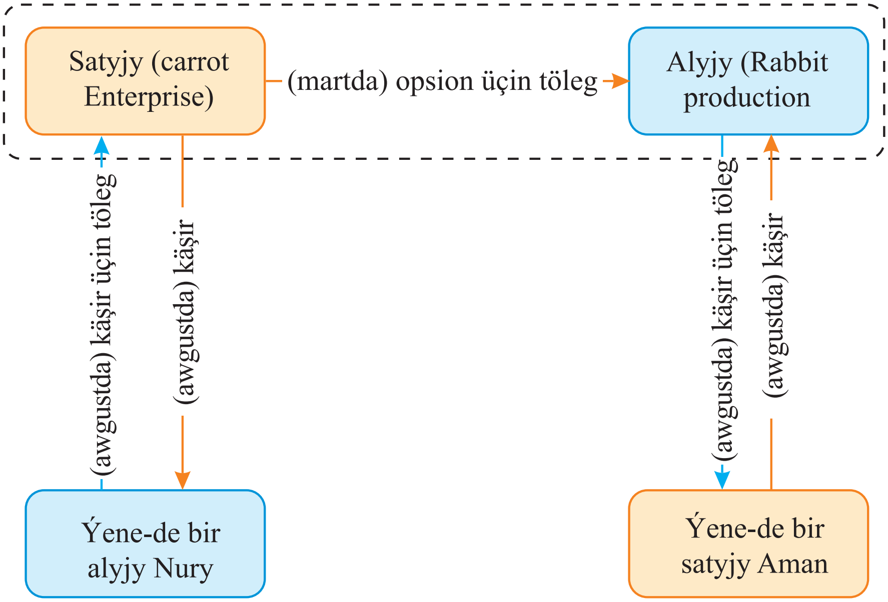
Biz şu gün mart aýynda ylalaşyk baglaşýarys, ýagny awgust aýynda men öz saýlawym boýunça käşiri 6 *manatdan* satmagym ýa-da satmazlygym barada. Meniň saýlawym bazardaky ýagdaýa görä bolar. Emma, Maýa hem meniň saýlawyma bagly bolasy gelenok. Näme üçin ol meniň saýlawyma bagly bolmaly. Şonuň üçin ol öz töwekgelçiligini ätiýaçlandyrýar (hejirleme). Men satmak ýa-da satmazlyk hukugymyň barlygy üçin Maýa şu wagt, ýagny mart aýynda tölemeli (näçe möçberdedigini aktiwiň bahasyna görä ylalaşmaly, esasan hem, ol şertnamanyň 10 %-ine çenli bolup biler). Eger-de men oňa käşir satmadyk ýagdaýymda, bu hem onuň mümkin boljak geljekki harajatlaryny ýapar. Şeýlelikde, men mart aýynda Maýa awgust aýynda käşiri satmak üçin put opsion baglaşýaryn.

Eger-de men awgustda satmagy saýlan bolsam, onda bu ýagdaýy şu aşakdaky ýaly görkezmek bolar *(10.3-nji surat)*.



10.3-nji surat. Opsionyň ýerine ýetirilen ýagdaýy

Eger-de awgust aýynda men ylalaşygy ýerine ýetirmedik halatymda şekil şu aşakdaky görnüşe eýe bolar (opsiona degişli gatnaşyklar punktir bilen bellenilen) *(10.4-nji surat)*.



10.4-nji surat. Opsionyň ýerine ýetirilmedik ýagdaýy

Fýuçers (fýuçers şertnamasy)–maýa goýujynyň emitentiň paýnamalarynyň ýa-da obligasiýalarynyň anyk kysymlaryny bellenilen nyrh boýunça we anyk wagtyň aralygyndan soň satyn almak ýa-da satmak barada gürrüňsiz borçnamasyny tassyklaýan gymmatly kagyz. Fýuçers şertnamasy gazna birža söwdasynyň düzgünlerine laýyklykda gazna biržasynda baglaşylýar. Fýuçers şertnamasynyň ýerine ýetirilmegi biržanyň kliring merkezi tarapyndan kepillendirilýär. Fýuçers

şertnamasynyň eýesi eger, ýapylmagynyň şeýle tertibi şertnamada göz öňünde tutulan bolsa, gaýduwly geleşigi amala aşyrmak arkaly islendik wagt ony ýapyp biler.

Fýuçers şertnamasy doly standartlaşdyrylan, ýagny, şertnamanyň nyrhyndan başga ähli parametrleri öňünden belli bolup, ol şertnamanyň taraplarynyň isleglerine bagly däl. Bu şertnama birža söwda döwründe baglaşylýar. Onuň ýerine ýetirilişiniň kepili hökmünde biržanyň özi çykyş edýär, ýagny birža söwdasyna hyzmat edýän, adatça, kliring palatasy diýlip atlandyrylýan hasaplaşyk guramasy çykyş edýär.

Fýuçers şertnamalary iki synpa bölünýär: haryt we maliýe fýuçersleri.

Haryt fýuçersleri birža harytlarynyň indiki görnüşleri boýunça toparlandyrylýar:

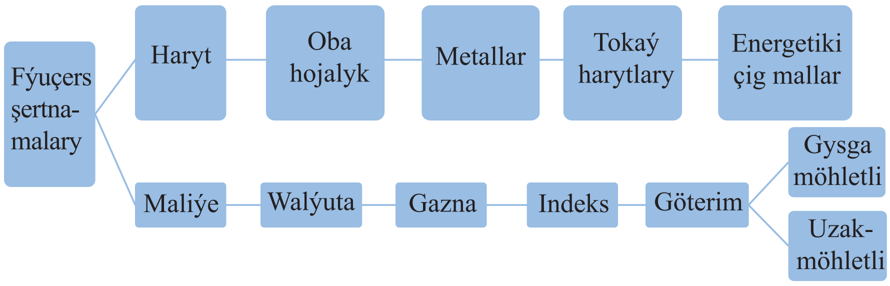
a) oba hojalyk çig mal we ýarym fabrikatlar: däne, mal, et, ösümlik ýagy tohum we ş.m.;

b) tokaý we tokaý harytlary;

ç) reňkli we gymmat bahaly metallar: alýumin, simap, gurşun, mis, nikel, altyn, kümüş, platina;

d) nebit gaz çig mallar: nebit, gaz, benzin, mazut we ş.m.

Maliýe fýuçersleri dört esasy toparlara bölünýärler: walýuta, gazna, göterim we indeks *(10.5-nji surat).*



10.5-nji surat. Fýuçers şertnamalarynyň klassifikasiýasy

Walýuta fýuçersleri – islendik konwertirlenýän walýutanyň satylmagy we satyn alynmagynyň fýuçers şertnamasy. Olar walýuta forwardlaryna meňzeş bolup, ondan baglaşylýan ýeri (birža), standartlaşdyrmagyň derejesi (doly) we kepillendiriş mehanizmi (marža ýygymlaryň mehanizmi) bilen tapawutlandyrylýar.

Gazna fýuçersleri – bu paýnamalaryň käbir görnüşlerini satmak ýa-da satyn almak üçin şertnamalary bolup, olar biržalarda giňden ulanylmaýar.

Göterim fýuçersleri – bu göterim möçberleriniň üýtgemeginiň (gysga möhletli göterim fýuçersleri) we uzakmöhletli obligasiýalaryň satylmagyna ýa-da satyn alynmagyna fýuçers şertnamalary.

Indeks fýuçersleri – gazna bazaryň indeksleriň görkezijileriniň üýtgemegine fýuçers şertnamalary.

Gymmatly kagyzlardan döredilýän kagyzlary ýene-de bir görnüşi bu forwardlar. Forwardlar hem öz gezeginde iki topara bölünýärler adaty forward şertnamalary we likwidli forward şertnamalary.

Adaty forward şertnamalary – bu geljekde, kesgitli möhletde bellibir aktiwi satmak ýa-da satyn alynmak boýunça şertnama. Bu şertnamanyň ikisi tarapyndan hem hökmany ýerine ýetirilmegi talap edýän möhletli şertnama.

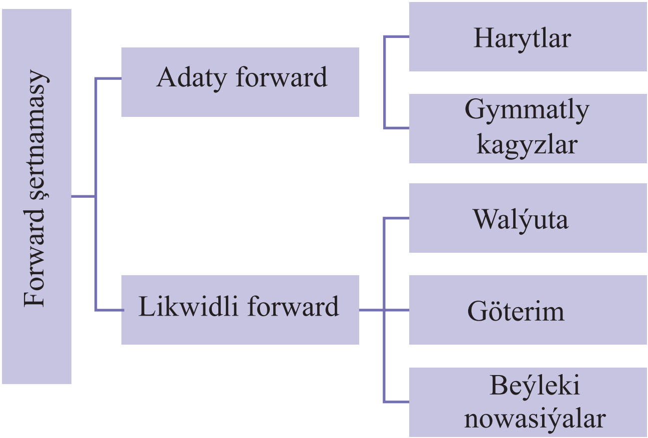
Forwardlaryň şertleri onuň baglaşylan döwründe şertnamanyň taraplary tarapyndan ylalaşylýar. Şertnamanyň forward bahasy, adatça, geleşigiň baglaşylan mahalynda kesgitlenilýär. Emma bahany kesgitlemegiň beýleki görnüşleri hem bar, şertnamada onuň kesgitleniş mehanizmi görkezilip bilinýär, ýagny forwardyň bahasy şertnamanyň ýerine ýetirilýän döwründäki aktiwiň bahasyna deň bolup biler. Adaty forward şertnamasy geljekde onuň esasynda bar bolan aktiwi (haryt, walýuta, gymmatly kagyz) satmak ýa-da satyn almak maksady bilen baglaşylýar, emma şertnamanyň baglaşylan wagtyndaky kesgitlenen şert bilen.

Forward şertnamasynyň baglanyşylmagy öňünden taraplaryň hiç hili harajatlaryny talap etmeýär, ol geleşige gatnaşyjylaryň arasyndaky uzak wagtyň dowamynda emele gelen ynamdarlyk gatnaşyklara esaslanýar, sebäbi geleşigiň şertleriniň ýerine ýetirilmegi şertleşýän taraplaryň tölege ukyplylygyna bagly.

Forward şertnamalary, ony baglaşmagyň şertleriniň standartlaşmagy, bazar araçyllarynyň bolmagy bilen (dellal, diller), döredilýän kagyzlara öwrülýärler. Bu şertlere laýyklykda hem degişli forward şertnamalaryň ikinji bazary döreýär ýa-da başgaça *likwidli forward* şertnamalar.

Forward şertnamasynyň likwidliligi ony bazaryň gymmatly kagyzlardan döredilýän kagyza (proizwodnyý) öwürýär, başgaça aýdylanda, spekulýasiýa ýa-da hejirlemek maksady bilen ulanylýar.

Likwidli forward şertnamasynyň kömegi bilen differensirlenen peýdany almaga mümkinçilik berýär bu hem ony döredilýän kagyzlara degişli etmäge mümkinçilik berýär. Likwidli forward şertnamalaryň esasy görnüşleri hökmünde walýuta we göterim forward şertnamalary hereket edýärler. Bu şertnamanyň iki görnüşinde hem araçy (diler ýa-da market-meýker) hökmünde dünýä bazaryna hyzmat edýän banklar çykyş edýär *(10.6-njy surat)*.



10.6-njy surat. Forward şertnamasynyň görnüşleri

Warrantlar – öz eýesine geljekde gymmatly kagyzlaryň bellibir sanyny öňünden bellenilen bahadan satyn almaklyga hukuk berýän gymmatly kagyzlar bolup durýar.

Hakykatda warrantlar koll-opsionlar bilen meňzeş, emma opsionlar birnäçe aýyň dowamynda hereket edýär we çykarylyş mehanizmi bilen warrantlardan tapawutlanýar. Ondan başga-da, warrantlaryň hereket ediş möhleti, köplenç, 10-dan 20 ýyla çenli dowam edýär. Olaryň käbirleriniň dolanyşyk möhleti çäklendirilmedik hem bolup bilýär.

Warrantyň koll opsiondan tapawudy şu aşakda görkezilen:

a) warrant bu kompaniýa tarapyndan emitirlenýän gymmatly kagyz, opsion bolsa, opsion geleşiginiň baglaşylmagy netijesinde emele gelýän möhletli şertnama;

b) warrantlaryň möçberi degişli gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň möçberi bilen çäklendirilen, emma baglaşylan opsion geleşigiň möçberi bazaryň islegi bilen kesgitlenilýär;

ç) warrantlar, adatça, uzakmöhletli goýberilýär emma koll opsionlar gysga möhletli şertnamalardyr;

d) kompaniýa tarapyndan warrantlaryň goýberilmegi we ýerleşdirilmegi onuň maýasynyň ýokarlanmagyna täsir edýär, opsion geleşikleriň baglaşylmagy bolsa, kompaniýanyň maýasyna täsir etmeýär.

Warrantlar dolanyşyga indi goýberilmeli paýnamalara (obligasiýa) çykarylýar, emma warrantlaryň hereket edýän möhletiniň dowamynda paýnamalar bazarda ýok bolup, diňe warrantlar paýnamalara çalşylanda döreýär.

Warrantyň eýesi üçin onuň gymmaty, paýnamanyň geljekki bahasy bilen warrantda kesgitlenen nyrhyň aratapawudy görnüşindäki differensirlenen girdeji hökmünde almaga mümkinçilik berýär.

Gazna warrantlary kompaniýa tarapyndan paýnama çalyşmazdan satyn alnyp bilinýär.

10.3. Maliýe gurallary barada düşünje

Gymmatly kagyzlaryň üçünji topary ***maliýe gurallary*** bolup, ol hem wekselleri we depozit sertifikatlaryny öz içine alýar.

Weksel –wekselde görkezilen möhletiň ýetip gelmegi bilen onuň eýesine bellibir pul jemini tölemek boýunça weksel berijiniň (ýöne-

keý ýa-da solo-weksel) ýa-da wekselde görkezilen beýleki töleýjiniň (geçirilýän weksel ýa-da tratta) hiç zat bilen şertlendirilmedik borçnamasyny tassyklaýan gymmatly kagyz.

Wekseliň şu aşakdaky aýratynlyklaryny bellemek bolar:

1. Weksele – bu **abstrakt** borçnama, ýagny kesgitli geleşigiň netijesinde emele gelmek bilen, onuň döremegine hiç hili gatnaşygy bolmadyk we weksel boýunça tölegi talap edýän islendik başga tarapa geçirilip bilinýär.

2. Weksele **hökmany** borçnama hökmünde seredilýär, ýagny weksel boýunça tölegi amala aşyrmak hiç hili şertlere bagly däl.

Mysal üçin, *A* kärhana *B* kärhana bilen harydy getirmek boýunça şertnama baglaşýar. Bu geleşik boýunça hasaplaşyk wekseliň esasynda amala aşyrylýar, ýagny *A* kärhana (harydy satyn alyjy) *B* kärhana (satyjy) ýazyp berýär. *B* kärhana bellibir ýagdaýlara görä, öz harydyny getirmek boýunça borjuny doly ýerine ýetirmeýär. Bu ýagdaýda *A* kärhana satyjynyň borçlaryny ýerine ýetirmedik halatyny esas hökmünde ulanyp bilmeýär we weksel boýunça tölegi ýerine ýetirmek boýunça borjundan boşadylmaýar. Şunda hem wekseliň esasy mazmuny görkezilýär ýa-da başgaça aýdanyňda, wekseliň güýji – weksel boýunça taraplardan tölegiň hökmany ýerine ýetirilmegini talap etmäge bolan hukugynyň barlygy. Wekseliň tekstinde onuň tölegini amala aşyrmazlyk üçin mümkinçilik bolan hiç hili çykgytlar ýazylmaýar, ol şertsiz pul borçnamasy.

3. Weksel – bu berk bellenen rekwizitli **pul resminamasy**.

Emma häzirki zaman şertlerde senagat taýdan ösen ýurtlarda weksel bazarlarynyň möçberi we maliýeleşdirmegiň guraly hökmünde olaryň orny uly däl. Beýik Britaniýada, ABŞ-da we Kanadada, aýratyn hem daşary söwda amallarynda geçirilýän wekseliň bank akseptleri diýen görnüşi giňden ulanylýar *(10.1-nji tablisa)*.

10.1-nji tablisa

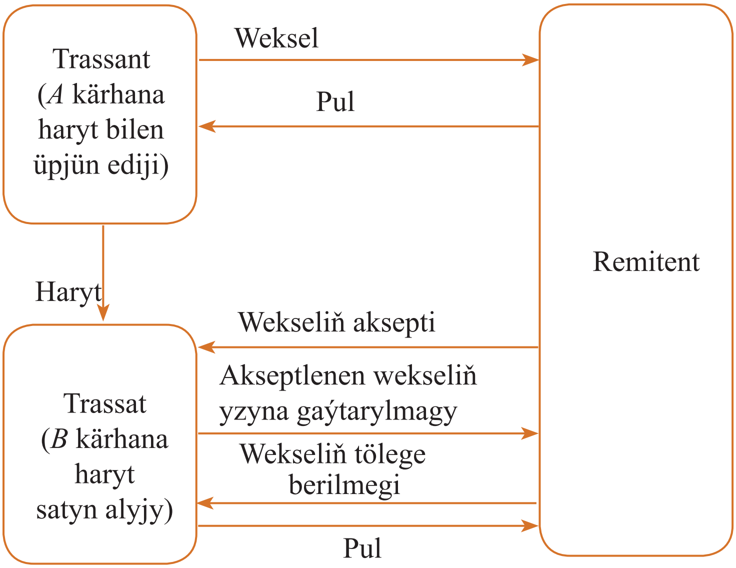
Wekseliň görnüşleri

Toparlandyrylyşyň alamatlary	Wekseliň görnüşleri	Wekseliň aýratyn görnüşleri boýunça gysgaça häsiýetnama
1. Emitent	Gazna	Döwletiň wekili hökmünde Merkezi bank ýa-da Maliýe we ykdysadyýet ministrligi tarapyndan çykarylýan bergi borçnamalary
	Ýerli	Döwlet häkimiýeti bilen ylalaşylan, ýerli häkimiýet we dolandyryş edaralary tarapyndan çykarylýar
	Hususy	Hususy taraplar, banklar, maliýe senagat toparlary, korporasiýalar çykarýar
2. Ykdysady mazmuny	Täjirçilik	Onuň esasynda harydy (önümi) satmagyň (getirmegiň) berk bellenen haryt geleşigi hereket edýär. Mazmuny-tölegiň yza süýşürilmegi, täjirçilik karzynyň berilmegi
	Maliýe	Esasynda – berlen karz. Mazmuny, berlen karzynyň yzyna gaýtaryljakdygynyň kepillendirilmegi
	Fiktiw	Esasynda harydyň hereketi ýa-da puluň hereketi ýok

3. Weksel boýunça töleýji	Ýönekeý (solo)	Töleýji we weksel beriji şol bir tarap. Mazmuny – wekseli beriji – bergidar, wekseli saklaýjy – kreditor
	Geçirilýän (tratta)	Töleýji we wekseli beriji – dürli taraplar. Töleýji – – weksel berijä bergidar, weksel beriji – ilkinji weksel saklaýjynyň öňünde bergidar
4. Tölegiň möhleti	Kesgitli möhlet	Tölegiň bellenen möhletini (gününi) kesgitlemek bolýar
	Kesgitsiz möhlet	Tölegiň güni öňünden kesgitlenilmedik, esasan hem, weksel saklaýja bagly
5. Kepilligiň bolmagy	Üpjün edilen	Weksel kepillik bilen üpjün edilen, ol hem öz gezeginde bergi doly üzlüşilýänçä kreditoryň ygtyýarynda galýar
	Üpjün edilmedik	Weksel kepillik bilen kepillendirilmedik
6. Beýleki tarapa geçirmäge mümkinçiligiň bolmagy	Indossirlenen	Indossament boýunça beýleki tarapa geçirilip bilinýär, erkin dolanýarlar
	Indossirlenmedik	Atly, beýleki tarapa geçirmeklik mümkin däl
7. Töleg ýeri	Domisirlenen	Töleg ýeri tölegi amala aşyrýanyň ýerleşýän ýeri bilen gabat gelmeýär. Wekselde goşmaça görkezilen
	Domisirlenmedik	Töleg ýeri bolup, trassatyň ýerleşýän ýa-da weksel berijiniň ýeri bilen gabat gelýär

Wekselleriň, esasan hem, iki görnüşini tapawutlandyrýarlar: **geçirilýän** we **ýönekeý**.

Geçirilýän weksel – (tratta) – weksel berijiniň wekselde görkezilen pul möçberiniň bellenilen möhletde ýa-da talap edilmegi boýunça weksel saklaýja ýa-da onuň buýrugy boýunça gymmatly kagyz görkezilende başga adama tölenilmegi baradaky töleýjä gönükdirilen gürrüňsiz buýrugyny özünde jemleýän gymmatly kagyz (ýazmaça bergi borçnamasy). Şeýlelikde, geçirilýän weksel (tratta) – bu üç tarapyň weksel gatnaşyklaryny kadalaşdyrýan resminama: weksel berijiniň (trassant); bergidar (trassat) we weksel saklaýjy – wekseli alyjy (remitent); muňa laýyklykda trassant – remitentiň öňünde bergidar; trassat – trassantyň öňünde bergidar. Weksel geleşigiň şekilini şu aşakdaky ýaly görkezmek bolar *(10.7-nji surat)*.



10.7-nji surat. Geçirilýän wekseli ulanmak bilen weksel geleşigiň şekili

Ýönekeý weksel – bu weksel berijiniň (bergidar) wekseli saklaýja bellibir ýerde, bellenen möhletde kesgitli pul möçberini tölemek baradaky ýönekeý we hiç zat bilen şertlendirilmedik borçnamany özünde jemleýän ýazmaça resminama. Ýönekeý wekselde wekseli beriji göni bergidar bolup çykyş edýär.

Depozit sertifikaty – eýesi tarapyndan karz edarasynyň salgysyna şertnamanyň şertleri boýunça hasaplanylýan göterimiň möçberine görä bellibir möhlete goýlan goýumy tassyklaýan teklip ediji üçin gymmatly kagyz. Sertifikatyň eýesi emitentiň razylygy bolmazdan ony başga birine tabşyrmaga ýa-da satmaga haklydyr. Depozit sertifikatlary boýunça goýumyň möçberi bellenilen, şonuň ýaly-da üýtgäp durýan bolup biler.

10.4. Halkara gymmatly kagyzlar

Dünýäde bolup geçýän globallaşma hadysalary, netijeli maýa goýum syýasatyny geçirmek üçin umumy maliýe bazarynyň döredilmegini talap edýär. Halkara maýa goýum taslamalarynyň amala aşyrylmagynyň uly tejribesi toplandy. Bir ýurtlaryň banklary we korporasiýalary tarapyndan beýleki ýurtda ýaýratmak üçin emitirlenen kagyzlar doly möçberde halkara gymmatly kagyzlaryň bazarynda aýlanýar. 1970-nji ýylda maýany ösen ýurtlara geçirmek babatynda çäklendirmeleriň doly ýatyrylmagy gymmatly kagyzlaryň halkara bazaryny döretmek üçin şert döretdi. Diňe 1980 – 1990-njy ýyllarda *ABŞ*-nyň *JIÖ*-de gymmatly kagyzlar bilen ýerine ýetirilýän halkara amallaryň paýy 9-dan 93 %-e çenli ýokarlandy Germaniýada 8-den 58%-e çenli, Ýaponiýada 7-den 11%-e çenli artdy. Häzirki ýüz ýyllykda halkara maýa bazarynda umumy möçberde alnan serişdeleriň köp bölegi ösen ýurtlara degişli edilýär (90 %).

Milli bazarlar ýaly gymmatly kagyzlaryň halkara bazary birinji we ikinji derejeli bazardan ybarat. *Birinji derejeli bazarda* bir ýurduň emitenti öz gymmatly kagyzlaryny beýleki ýurtda ýa-da beýleki ýurtlarda ýerleşdirýär, *ikinji derejeli bazarda* bolsa ýörite maliýe edaralary arkaly gymmatly kagyzlaryň gaýtadan satylmagy amala aşyrylýar. Ikinji derejeli bazarda gymmatly kagyzlaryň esasy satyn alyjylary we satyjylary bolup merkezi we täjirçilik banklary, ätiýaçlandyryş kompaniýalary we beýleki bank bolmadyk institutlar bolup durýar. Soňky ýyllarda ýewro kagyzlar bazarynyň özüne çekijiligi artdy. Ýewro gurallar – bu emitentiň ýurduna degişlilikde, daşary bolup duran halkara maliýe bazarlarynda ýerleşdirilýän paýnamalar, notalar, obligasiýalar, deriwatiwlerdir.

Ewroobligasiýalar ýurtlaryň hökümetleri, munisipalitetler, banklar, halkara kredit edaralary, transmilli korporasiýalar tarapyndan emitirlenýär. Ýewroobligasiýalar görnüşdäki daşary karzlar olar tarapyndan maliýeleşdirmegiň goşmaça çeşmesi hökmünde, aýratynda «*BB*» karz reýtingli ösýän ýurtlarda pul serişdeleriniň çäklendirilen şertlerde (Meksika, Argentina, Wenesuela, Gündogar Ýewropanyň birnäçe ýurtlary, Russiýa) işjeň ulanylýar.

Şeýle hem PAR-Bonds diýlip atlandyrylýan obligasiýalaryň aýratyn görnüşi çykdy. Olar nominal boýunça ýurtlaryň degişli bergilerine çalşylýar. Şu obligasiýalara bellenilen kupon tölegleriň toplumy laýyk gelýär. Olaryň stawkasy, köplenç, bazaryňkydan pes. Görkezilen obligasiýalara *ABŞ*-nyň maliýe ministrliginiň ady boýunça bredi-obligasiýalar hem diýilýär. Haçanda 1980-nji ýylyň ahyrynda 1990-njy ýyllaryň başynda halkara maliýe institutlary ösýän ýurtlar tarapyndan iri karz serişdeleriniň yzyna gaýtarylmazlyk meselesine seredilende, *ABŞ*-nyň maliýe ministri bergileri täzeden guramagyň şeýle usulyny hödürledi. *PAR*-obligasiýalar 25-den 30 ýyla çenli möhlet bilen çykarylýar, bu emitentlere bergileriniň borçnamalaryny üzmegiň ýeňillikli tertibini üpjün edýär.

Ýewroobligasiýalar, köplenç, görkezijä degişli gymmatly kagyzlar, ýagny olaryň eýeleri hasaba alynmaýar. Bu obligasiýalar özüniň gymmatynyň görkezilen pul görnüşiniň içerki bazarynyň daşynda çykarylýar we satylýar. Şonuň bilen birlikde ýewroobligasiýalar halkara söwdada öňdebaryjy orny eýeleýärler.

Obligasiýalaryň emissiýasy arkaly uly goşmaça serişdeleri çekmek bilen, iri karz alýan halkara bazara çykmak mümkinçiligine eýe bolýar. Obligasiýalaryň emissiýasy daşary bazarda *daşary ýurt çykarylyşy üçin we ýewroobligasiýalaryň emissiýasy üçin* diýen görnüşlere bölünip bilinýär. Daşary ýurt obligasiýalary bellibir ýurtda şol ýurduň pulunda rezident däl tarapyndan emitirlenýär, başgaça aýdanyňda, Londonda daşary ýurt çykarylyş sterling funtlarda, Tokioda – iýenlerde we ş.m. ýerleşdirilýär. Ýewroobligasiýalar birnäçe milli bazarlarda, ýerleşýän ýurdunyň puly üçin daşary ýurt puly bolup duran pulda ýerleşdirilýär.

Ýewrobazarda gymmatly kagyzlaryň aşakdaky görnüşleri dolanýar:

– bellenilen girdejilik stawkaly obligasiýalar (kupon tölegleri bilen);

– üýtgäp durýan girdejilik stawkaly obligasiýalar. Kupon tölegleriň möçberi 2 sany bölekden, ýagny has ulanylýan möçberiniň ululygyndan (mysal üçin, *LIBOR*)[1] üstesine-de üýtgewsiz galýan bellenilen kanagatlanarly markadan ybarat. Şeýle obligasiýalaryň dolanyşyk möhleti 5-15 ýyl;

– emitentiň paýnamalary bilen baglanyşykly obligasiýalaryň iki görnüşi – öňünden gepleşilen şertlerde emitentiň adaty paýnamalaryna konwertirlenýän obligasiýalar we warrantly obligasiýalar. Warrant koll-opsiona meňzeş, emma has uzakmöhletiň dowamynda ýerine ýetirilip bilner, bu bolsa obligasiýalaryň özüne çekijiligini artdyrýar.

Ilkinji ýewroobligasiýalar 1960-njy ýylyň başynda hojalyk işiniň internasionalizasiýalaşmasy we *ABŞ*-nyň, Germaniýanyň we Ýaponiýanyň maliýe bazarlarynyň liberallaşmagy bilen baglylykda döredi. 1987 – 1991-nji ýyllarda ýewrobazarda alnyşlaryň uly bölegi ýapon emitentlerinde (banklar we senagat korporasiýalary) görünýärdi. 1995 – 1996-njy ýyllarda ýewroobligasiýalaryň bazaryna Gündogar Ýewropa ýurtlarynyň hökümetleri we şol ýurtlaryň iri şäherleriniň administrasiýalary çykdy. Russiýa öz ýewroobligasiýalaryny ilkinji gezek 1996-njy ýylyň noýabrynda ýerleşdirdi. Şol ýyllarda hem Federasiýanyň birnäçe subýektleriniň: Moskwanyň, Sankt-Peterburgyň, Nižegorodsk, Swerdlowsk welaýatlarynyň, Tatarystanyň hökümetleri, şeýle-de Gazprom, Lukoýl, Rustelekom, Tatnebit ýaly hususy emitentleriň we banklaryň birnäçesi ýewroobligasiýalaryň bazaryna çykdy.

Bergidarlyk gymmatly kagyzlaryň arasynda ýewrobazarda *ýewrobergi borçnamalary (ýewronotalar)* ýaýrandyr. Orta möhletli bu gymmatly kagyzlar täze emissiýalaryň 50-60%-ini düzýär. Amerikan pulunda nominirlenen borçnamalar bazaryň ýarysyna golaýyny tutýardy, nemes markalarynda 15%, ýapon iýenlerinde 10%. Ondan başga-da, argentin peso, polýak zlotyýlary, horwat kunlary we rus rublleri ýaly walýutalar döredi, 1999-njy ýyldan başlap bolsa ýewro nominaldaky ýewroobligasiýalar çykarylýar.

[1] *LIBOR* – Londonyň bankara teklip möçberi, ýagny ortaça göterim möçberi.

Ýewrobazarda dolanyşyk möhleti 1-den 6 aýa çenli bolan gysga möhletli bergi borçnamalary bar. Olaryň her çykarylyşy anderraýtingden[1] geçýär, sindisirlenýär we ýerleşdirilýär. Eger-de karz alýan bergi borçnamalarynyň nobatdaky çykarylyşyny ýerleşdirip bilmeýän bolsa, sindikatyň agzalary ýerleşdirilmän galan gymmatly kagyzlary yglan edilenden (*LIBOR*) pes bahadan töläp almaklyga borçlanýar.

Täjirçilik borçnamalary ýewrobazarda täze gural. Anderraýtingden geçmeýändigi olaryň aýratynlygy bolup durýar. Sindikatyň agzalary bolup, banklar ylalaşylan şertleriň esasynda karz alýanyň kagyzlaryny ýerleşdirmek boýunça borçnamalary öz üstüne alýar, ýöne şunuň bilen birlikde ýerleşdirilmän galan obligasiýalary töläp yzyna almaklyga borçlanmaýar. Ýewrobazarda täjirçilik borçnamalarynyň dolanyşyk möhleti – birnäçe aýdan birnäçe ýyla çenli. *ABŞ*-da şulara meňzeş kagyzlardan tapawutlylykda ýewrotäjirçilik borçnamalary has uzak möhlet bilen çykarylýar (*ABŞ*-nyň içerki bazarynda olaryň dolanyşyk möhleti 60-180 gün). Mundan başga-da, şu kagyzlaryň emitentleri reýtingden geçmeli, munuň bilen şu kagyzlaryň 1990-njy ýylda ýewrobazarda paýynyň peselmegi we maýa goýujylaryň orta möhletli bergi borçnamalaryna bolan ýokary gyzyklanmasy düşündirilýär.

Esasan, iri institusional maýa goýujylar üçin niýetlenen ýewrodepozit şahadatnamalaryna (*DŞ*) Ýewrokagyzlaryň bazarynda uly orun degişlidir. *DŞ*-nyň esasy emitentleri – öňdebaryjy amerikan, iňlis, kanada, ýapon we ýewropa banklarynyň bölümleri. *DŞ* 3-6 aýa çenli möhlet bilen çykarylýar we bellenilen göterim möçberine eýe. Has uzakmöhletli we üýtgeýän göterim zähmet haky DŞ hem bar. 1999-njy ýylyň 1-nji ýanwarynda Ýewropa ykdysady we pul bileleşiginiň döreýşiniň 3-nji tapgyry we Ýewropanyň 11 ýurdunyň çäginde täze bitewi pul birligi – ýewronyň girizilişiniň tapgyry başlandy, täze pul-maliýe birleşigi – ýewro zolak peýda boldy. Şol ýurtlaryň 11 sany maýa bazarlary Ýewropa Bileleşiginiň birleşdirilen içerki maýa bazaryna öwrüldi. Munuň netijesinde bazar ösüşiniň düzüminde we meýillerinde, ýewro zolagyň çäginde maýa goýujylaryň we karz alýanlaryň özüni alyp barşynda möhüm üýtgeşmeler bolup geçdi.

---

[1] Dellalyň üsti bilen adamlara satmak üçin emission gymmatly kagyzlaryň ýerleşdirilmegi.

11. Sargyt № 2448

Ygtybarly döwlet gymmat kagyzlaryny artyk hasap edýän ätiýaçlandyryş we maýa goýum kompaniýalary, hususy pensiýa gaznalary we banklar has girdejili korporatiw gymmatly kagyzlaryna we bergi borçnamalarynyň ikinji bazarynyň täze gurallaryna üns berdiler. Öz gezeginde likwid bazasyny giňeltmek isleýän karz alýanlar obligasiýalara we dürli ýasalan gymmatly kagyzlara ýüz tutýar. Ilkinji nobatda, bu ygtybarly üpjünçiligi bolan kompaniýalara we ipoteka banklaryna degişli. Halkara bazarynda gymmatly kagyzlaryň çykarylýan pullarynda üýtgeşmeler bolup geçdi. 1998-nji ýyla çenli esasy pul bolup dollar çykyş etdi (70%-e çenli), emma bitewi ýewropa puluna geçilenden soňra, ýewrodaky halkara gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň möçberi baryp, 1999-njy ýylda dollarda çykarylýanlardan artdy. Bu ýagdaý 2002-nji ýylda has-da güýçlendi.

Ýewroobligasiýalaryň ýerleşdirilmegi anderraýterleriň sindikatyndan maýa goýujylaryň çäklendirilmedik toparlarynyň arasynda açyk ýazylyşygyň üsti bilen geçirilýär. Şunda listing hem talap edilýär. Ol London ýa-da Lýuksemburg biržalarynda geçirilýär. Listing köpsanly ýewropa ýurtlary pensiýa gaznalaryna we ätiýaçlandyryş kompaniýalaryna biržada listingden geçmedik gymmatly kagyzlary satyn almaklaryny gadagan edýändigi sebäpli talap edilýär. Şunuň bilen birlikde şu gymmatly kagyzlaryň söwdasy biržanyň daşyndaky bazarda amala aşyrylýar. Eger-de karz maýa goýujylaryň uly bolmadyk toparyna niýetlenen bolsa, onda ol hususy ýerleme hökmünde kwalifisirlenip bilinýär we gazna biržasynda listingiň geregi bolmaz.

Hakykatda düzgünleşdirmegiň milli kadalary biržanyň daşyndaky bazarda ulanylmaýar, emma ol maýalaryň halkara bazaryna gatnaşyjylaryň birleşigi tarapyndan berk düzgünleşdirilýär. Onuň düzgünlerini we maslahatlaryny ähli gatnaşyjylar berjaý etmäge borçly. Ýewroobligasiýalaryň biržadan daşary bazarda satylýandygy sebäpli söwdalaşyklaryň wagty bellenilmedik, ýöne maýa bazaryna gatnaşyjylaryň birleşigi dillerleriň söwdany bölüp berlen wagtyň dowamynda ýöretmeklerini talap edýär.

1995-nji ýylyň ortasyndan başlap geleşik baglaşylan gününden 3 senenama güni geçen güni (T 4-3) ýerine ýetirilýär. Ewroobligasiýalar bilen geleşikler boýunça hasaplaşyklar kagyzlaryň ýerini üýtgetmän, Euroclear we Clearstream depozitar – kliring hasaplarynda ýazgy etmek arkaly geçirilýär.

XI bap

GYMMATLY KAGYZLAR BILEN GEÇIRILÝÄN AMALLARYŇ ESASLARY

11.1. Gymmatly kagyzlary alyp-satmak boýunça sargytlaryň görnüşleri

Dellallar öz müşderileriniň tabşyryklaryny (sargytlaryny) ýerine ýetirýärler. Şonuň üçin hem birža söwda zalynda dellalyň ýerine ýetirýän işine, onuň dellalfirmada müşderi bilen işleşmegi bagly bolýar. Dellalfirmasyna, müşderiden gymmatly kagyzyň kesgitli görnüşini satmaga ýa-da satyn almaga sargydy gelip gowuşýar. Taraplaryň ikisine hem (müşderä we dellala) amatly bolmagy hem-de dellalhyzmatynyň unifisirlemek üçin, müşderiniň dellala sargydy düzgün bolşy ýaly, ýörite resmi kagyzda (blank) ýerine ýetirilýär, onuň görnüşi biržada tassyklanýar. Dürli biržalaryň buýruklarynyň görnüşlerinde tapawudyň bolmagyna garamazdan, buýrukda, adatça, aşakdaky maglumatlar bolýar:

– amallaryň görnüşi (satyn almak ýa-da satmak); gymmatly kagyzyň ady; gymmatly kagyzlaryň möçberi; sargydyň ýerine ýetirilmeginiň bahasy; sargydyň ýerine ýetirilmeginiň möhleti; sargydyň ýerine ýetirilmeginiň göwrümi; çylşyrymly sargydyň (zakaz) ýerine ýetirilmeginiň tertibi; müşderiniň kody we ady, şeýle-de, sargydyň gowuşmagynyň senesi; biržanyň düzgünleri bilen göz öňünde tutulan beýleki maglumatlar.

Sargydyň ýerine ýetirilmeginiň bahasy boýunça olary 3 görnüşe bölmek mümkindir: ***bazar, çäkli we stop buýruklar.***

Bazar buýrugy *(market)*, gymmatly kagyzlaryň bellibir möçberini «iň gowy bahadan» satmaklygyň ýa-da satyn almaklygyň dellal üçin zerurdygyny, ýagny alyjy-müşderi üçin iň pes bahadan, satyjy-müşderi üçin bolsa iň ýokary bahadandygyny aňladýar. Eger-de dellala berlen buýrukda baha görkezilmedik bolsa, onda şeýle buýruk bazar buýrugy diýip hasaplanylýar. Birža seansynyň wagtynda dellala

gelip gowşan bazar buýruklary dessine ýerine ýetirilmelidir. Eger-de şeýle buýruk dellala birža mejlisiniň başlanmazyndan öň gowşan bolsa, onda ol buýrukda onuň haçan ýerine ýetirilmelidigi, ýagny «biržanyň açylan pursadynda» ýa-da «biržanyň ýapylan pursadynda» ýerine ýetirmelidigi barada şert edilen bolmalydyr.

Çäkli buýrukda, müşderi geleşigiň aňryçäk bahasyny, ýagny satylýan gymmatly kagyzlara minimal baha we satyn alynýan üçin maksimal baha görkezýär. Sargyt görkezilen aňryçäk ýa-da iň amatly baha boýunça ýerine ýetirilip bilner. Şuňa meňzeş sargyt alnanda, dellal mümkinçilik bolan badyna ýerine ýetirmelidir.

Stop buýruk, bu müşderiniň bellibir baha gazanylanyndan soňra gymmatly kagyzlar bilen geleşigi başlamalydygy ýa-da bes etmelidigi barada dellala berýän buýrugydyr.

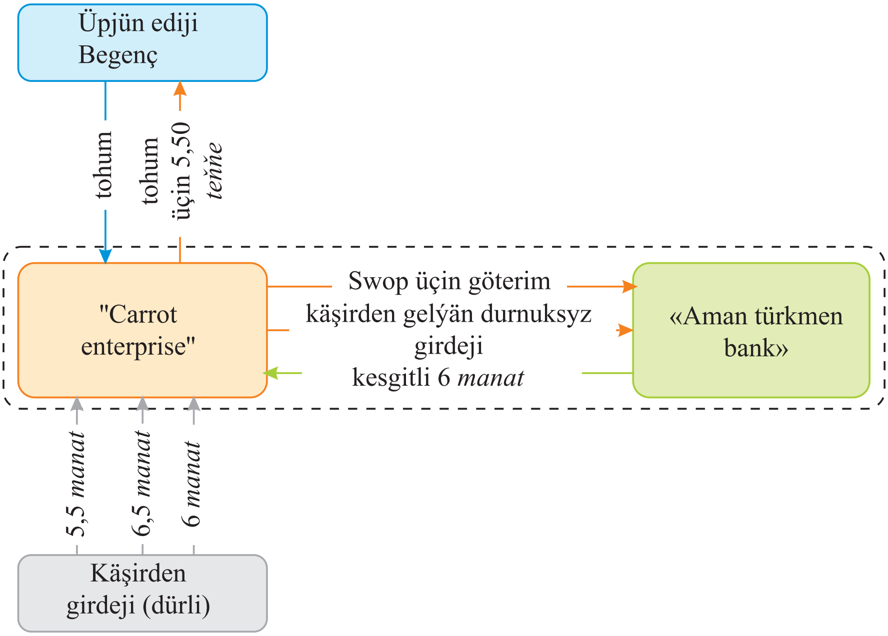
Biržalarda dürli ylalaşyklar gazanylýar. Şol sanda: *SPOT*, fýuçers, *SWOP* we başga görnüşli ylalaşyklar.

SPOT ylalaşyklar gazanylanda alyjy we satyjy bilen arasynda hasaplaşyklar bir gije-gündiziň dowamynda geçirilýär.

Fýuçers ylalaşyklary, fýuçersler (iňlisçe – «Futures – geljekki») sözünden emele gelen söz. Ol çig mallary, harytlary, walýutalary, altyny, gymmatly kagyzlary biržada alynjak we geljekki takyk günlerde hasaplaşmak barada öňünden baglaşylan ylalaşyklara düşünilýär. Fýuçers ylalaşyklar ylalaşyk baglaşylan günde hereket edýän nyrhlara esaslanyp baglaşylýar. Ylalaşyk ýerine ýetirilmänkä alyjy öňünden kepil üçin deslapky tölegiň kiçiräk bölegini satyja geçirýär. Köplenç, fýuçers ylalaşyklary soňky haryt alyş-satyş maksady bilen baglaşylanok. Olaryň esasy maksatlary ylalaşyklaryň ätiýäçlandyrmagy ýa-da peýdanyň almagy.

SWOP ylalaşygy baglaşylanda, öňünden alyjy satyja alan gymmatlygy (gymmat bahaly kagyzy, walyutany we ş.m.) belli döwrüň içinde gaýtarar diýip ylalaşyk baglaşýar. Biz geçen temalarda opsionlaryň düşündirilişini ýönekeý mysal hökmünde iki sany gatnaşyjylar, ýagny «Carrot enterprise» we «Rabbit production» arkaly düşündirdik. Şu ýagdaýda hem ýönekeý şekil arkaly düşündiriş bereliň *(11.1-nji surat)*.

Indi «Carrot Enterprise» öz hemişeki durnukly 6 *manat* girdejisini has täze görnüşdäki maliýe guraly arkaly almagy niýetlenýär. Onuň üçin ol «Aman türkmen bankyny» tapýar we oňa öz geljekki ýüzýän (floating) girdejisini kesgitli 6 *manat* tölegine çalyşmagy hödürleýär.



11.1-nji surat. Swop ylalaşygyna gatnaşyjylaryň hereketi

11.2. Gazna indeksler

Gazna bazarynyň dinamikasyny we ýagdaýyny bahalandyrmaklygy beýan etmek üçin iň amatly gural hökmünde gazna indeksi bolup durýar. Gazna indeksi, munuň özi gymmatly kagyzlar bazarynyň ýagdaýyny umumylaşdyryjy görkezijidir, ol indekse girýän gymmatly kagyzlaryň hümmet bahasynyň esasynda orta ululyk hökmünde hasaplanýar.

Gazna indeksleri gymmatly kagyzlaryň seljerme geçirilýän böleginiň gündelik we öňki başlangyç ýagdaýynyň arasyndaky gatnaşygynyň üýtgemegini görkezýär. Indeksiň gündelik aňlatmasyny onuň öňki aňlatmalary bilen deňeşdirmek arkaly, bazaryň ol ýa-da

beýleki makroykdysady hadysalara we korporatiw transformasiýalara täsirlenmesini seljerip bolýar.

Gazna indeksleri boýunça gymmatly kagyzlar bazarynyň aýry-aýry segmentinde, aýry-aýry emitentlerde sebitleýin we pudaklaýyn gazna bazarlarynda işleriň ýagdaýlarynyň üýtgemegini seljerme edip bolýar.

Gazna indeksleri birnäçe esasy meseleleri çözmeklige mümkinçilik berýär, olardan aşakdakylary tapawutlandyrmak mümkindir:

1) indeks maglumat bermek wezipesini ýerine ýetirýär. Ol biržada bahalandyrmagyň hereket ugruny şekillendirýär, birža bazarynyň kabul edýän ýörelgelerini beýan edýär we olaryň ösüş tizligini kesgitleýär;

2) indeks – bu ykdysadyýetiň ýagdaýynyň indikatorydyr. Indeksiň durnukly ösüş ýörelgesi ýurtda ykdysady ösüşi aňladýar we tersine. Munuň özi uzakmöhletli meýilnamada maýalaşdyrmaklygyň dogry syýasatyny saýlap almaklyga mümkinçilik berýär;

3) indeks çaklama wezipesini ýerine ýetirýär. Dünýä tejribesinde bazaryň ýagdaýynyň meňzeş hadysasyny geçmişde hem tapmak mümkindir, öň görkezilen indeksiň hereketi häzirki wagtda hem gaýtalanyp bilner;

4) gazna indeksi aýratyn, garaşsyz gymmatly kagyz hökmünde çykyş edip bilýär. Indeksiň aňlatmasy boýunça söwdalar ýerine ýetirilýär, opsionlar we fýuçers şertnamalary satylýar;

5) indeksler gymmatly kagyzlary bukja (portfel) saýlap almakda gözükdiriji bolup, maýalaşdyrmaklygyň ugruny we proporsiýalaryny kesgitleýär;

6) indeks başlangyç nokadynyň ornunda oýnaýar. Meselem, gazna indeksiň üpjün edýän netijeliligi, köplenç hem, ynam esasynda dolandyrmak ýagdaýynda gymmatly kagyzlaryň bukjasynyň girdejililigi üçin minimal ygtyýar berýän hökmünde kesgitlenýär;

7) indeksler zerur bolan maglumatyň ýoklugy boýunça meseläni çözmek bilen statistiki görkezijileriň ornuny wagtlaýyn çalyşýar.

Iş ýüzünde ulanylýan indeksleri hasaplamak usuly, hasaplaşyk bazasy, ölçeg birlikleri, indeksleri hasaplaýan subýektler boýunça klassifisirlemek mümkindir[1].

---

[1] D goşundy

Gazna indeksleri, özleriniň köpdürlüligine garamazdan, üç esasy usullar boýunça hasaplanylýar: ýönekeý orta arifmetiki; orta geometriki; orta deňagramly arifmetiki usuly. *Orta arifmetiki ýönekeý usulynda* – indekse girýän ähli emitentleriň paýnamalarynyň bahalary, söwdanyň ýapylýan pursadynda jemlenýär we onuň möçberi orta ululygy almak üçin düzüjileriň möçberine bölünýär. Ýönekeý orta arifmetiki usulda hasaplamaklygyň otnositel ýönekeýligi bilen bir hatarda düýpli kemçilikler hem bardyr: ol anyk emitentiň paýnamalar bazarynyň hakyky masştabyny göz öňünde tutmaýar; onuň gurluşynda «iň güýçli» we «iň gowşak» kompaniýa saýlap almak üçin birmeňzeş orun bölünip berilýär.

Orta geometriki usul boýunça, indeksi düzýän paýnamalaryň bahalarynyň biri-birine köpeldilmegi arkaly hasaplanylýar. Bu köpelmekden *n-nji derejäniň köki alynýar*, bu ýerde *n* – indeksdäki paýnamalaryň sany.

Orta deňagramly arifmetiki usuly indeksde göwrümli görkezijileriň täsirini şekillendirmek üçin ulanylýar, ýagny paýnamalaryň bahalaryny ölçemek usulyýeti ulanylýar. Bu ýerde, köplenç, terezi hökmünde kompaniýanyň bazar kapitalizasiýasy ulanylýar. Bu usul gazna indeksleriň dünýä tejribesinde has meşhurdyr, sebäbi ol maýalaşdyrmasy ýokary we likwidli paýnamalaryň täsiriniň hakyky ýagdaýyny göz öňünde tutýar. Adatça, terezi hökmünde kompaniýanyň bazar kapitalizasiýasyny, ýagny saýlanyp alnan kompaniýalaryň paýnamalarynyň bazar bahasyny alýarlar.

Birža girdejilerini emele getirmegiň esasy ugurlary.

Birža girdejileriniň esasy maddalary hökmünde şu aşakdakylar çykyş edýärler:

– birža zalynda ýerine ýetirilen her bir sargyt üçin, birža söwdasynyň gatnaşyjylaryndan alynýan komission töleg;

– listing üçin töleg;

– giriş, ýyllyk we biržanyň agzalarynyň maksatlaýyn gatançlary;

– gündelik çykdajylary ýapmak üçin ýa-da zerur bolan rezerwleri döretmek üçin gatançlar.

Nýu-Ýork biržasynda bir ýer üçin bahasy, takmynan, 2,6-5,65 *mln* dollardan ybaratdyr.

Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda paýnamalaryň nyrh bellemeklige kabul edilmegi üçin töleg aşakdaky möçberlerden (01.01.1989-njy ýyldan bäri) netije çykarmak bilen kesgitlenilýär.

Dolanyşykdaky paýnamalar töleg dollarda:

1-nji we 2-nji *mln.* – 14750;

3-nji we 4-nji *mln.* – 7400;

5-*mln*-dan 300 *mln.* – 3500;

300 *mln*-dan ýokary – 1900;

Başlangyç möçber – 36800.

Paýnamalary bahalandyrmany kabul etmek üçin birwagtlaýyn töleg bilen birlikde, Nýu-Ýorkuň gazna biržasy emitent - firmalardan ýyllyk tölegi alýar. 1989-njy ýylyň 1-nji ýanwaryndan bäri aşakdaky nyrh möçberleri bellendi.

Dolanyşykdaky paýnamalar her biri üçin töleg

1 *mln* paýnamalar (*doll*):

1-nji we 2-nji *mln* paýnamalar – 1 500;

3-nji we indiki *mln* paýnamalar – 750.

Goýberilen paýnamalaryň umumy sany. Minimal töleg (*doll*):

10 *mln*-dan az –14 640;

10-dan 20 *mln*-a çenli –21 950;

21-den 50 *mln*-a çenli –29 260;

51-den 100 *mln*-a çenli –43 780;

101-den 200 *mln*-a çenli –58 400;

200 *mln*-dan ýokary –2 800.

Russiýa Federasiýanyň kanunçylygyna laýyklykda («Gymmatly kagyzlaryň bazary hakyndaky» Kanunyň 13-nji maddasy), her bir gazna birža tutum möçberini we tertibini özbaşdak kesgitleýär: birža geleşigine gatnaşandygy üçin, onuň agzalary tarapyndan alnan baýraklardan tutumlar; gatançlar, ýygymlar we birža hyzmatlary üçin,

biržanyň agzalary tarapyndan girizilýän beýleki tölegler; söwdasynyň düzgünleriniň we gazna biržanyň içerki resminamalarynyň düzgünleriniň bozulanlygy boýunça tölenilýän jerimeler.

Täjirçilige degişli bolmadyk «Moskwanyň gazna biržasynyň» hyzmatdaşlygy şu aşakdakylary belleýär: *GB*ü*S* hasaba alynmazdan töleg günündäki *RF*-iň *MB*-niň hümmeti boýunça *rubl* ekwiwalentinde 500 ş.b.(şertli belgi) möçberinde bir gezeklik akkreditasiýa ýygymy; *GB*ü*S* hasaba alynmazdan, her bir treýderiň (treýderiň kömekçisiniň) hasaba alynmagy we akkreditasiýa üçin bir gezeklik, akkreditasiýa ýygymyndan 10% möçberinde hasaba alyş ýygymy (500 ş.b.); *GB*ü*S* hasaba alynmazdan treýderler üçin zala ygtyýarnama taýýarlamak üçin 35 ş.b. möçberinde bir gezeklik töleg.

Gymmatly kagyzlar bilen geleşikler («Gazprom» *APJ*-niň (Açyk paýdarlar jemgyýeti) paýnamalaryndan başgalary) boýunça alynýan birža ýygymlarynyň ölçegi, *GB*ü*S* hasaba almak bilen geleşik boýunça taraplaryň her birinden geleşigiň bahasyndan 0,01% ybarat bolýar. «Gazprom» *APJ*-niň paýnamalary bilen geleşikler boýunça birža ýygymynyň möçberi, *GB*ü*S* hasaba almak bilen geleşik boýunça taraplaryň her birinden geleşigiň bahasyndan 0,04% ybarat bolýar.

Gymmatly kagyzlar bilen ähli geleşikler boýunça depozitar ýygym möçberi (şol sanda «Gazprom» *APJ*) nola deň diýlip bellenendir.

«Gazprom» *APJ*-niň paýnamalary bilen geleşikler boýunça kliring ýygymynyň möçberi, birža ýygymynyň möçberine girýär we GBüS hasaba almak bilen birža ýygymynyň möçberinden 25% ybarat bolýar.

Möhletli bazar seksiýasyndaky söwdalaryň gatnaşyjylary üçin giriş we agzalyk gatançlary nola deň diýlip bellenendir. Möhletli bazardaky geleşikler boýunça birža ýygymynyň möçberi, *GB*ü*S* hasaba almak bilen geleşigiň bahasyndan 0,01% ybarat bolýar.

Gazna biržasy birža geleşikleriniň ýerine ýetirilmegi üçin onuň agzalaryndan alynýan töleg möçberlerini kesgitlemeklige hukuksyzdyr.

XII bap

GYMMATLY KAGYZLARA MAÝA GOÝMAGYŇ TÖWEKGELÇILIKLERI WE MÜMKINÇILIKLERI

12.1. Gymmatly kagyzlaryň bazarynda töwekgelçilikleriň düşünjesi, görnüşleri

Maýa goýum prosesiniň, şol sanda gymmatly kagyzlar bazaryň esasy düzümi hökmünde – töwekgelçilik faktory çykyş edýär. Şol bir wagtyň özünde maýanyň gymmatly kagyzlara goýulmagy däp bolşy ýaly, iň töwekgelçilikli görnüşleriň biri hasaplanylýar. Maýa goýujy tarapyndan islendik çözgüdiň kabul edilmeginde bu ýagdaýyň nazarda tutulmagy hökmany bolup durýandyr.

Dünýäniň jemgyýeti öwreniş edebiýatynda «töwekgelçilik» düşünjesiniň birmanyly düşündirilişi ýokdur. Adatça, bu düşünjäniň bellibir babatda özara baglanyşykly bolan, emma birmeňzeş bolmadyk hadysalary göz öňünde tutýarlar. Birinjiden, göz öňünde tutulan maksada ýetmezlik mümkinçiligidir[1]. Ikinjiden, çözgüdi kabul etmezden öňki ýagdaýdan hem beter şertlere getirip biljek hereketiň saýlawy[2]. Üçünjiden, saýlaw ýagdaýynda kesgitsiz netijeleriň aradan aýrylmagyna gönükdirilen hereketlerdir[3].

Islendik ýagdaýda hem göz öňünde tutulan netijä ýetmek üçin mukdar we hil taýdan baha berip bolýandygy bellenilip geçilýär. Şunuň bilen birlikde hem töwekgelçilik kesgitsizlik ýagdaýyndan çäklendirilýär we ol ýa-da beýleki netijäniň ähtimallygy bilen baglanyşýar.

Nukdaýnazarlaryň şeýle umumylygy has laýyk bolan kesgitlemeleriň birini ulanmaga mümkinçilik berýär.

[1] Takmynan, şeýle çemeleşmä ser.: Грабовый П.Г., Петрова С.Н., Полтавцев С.И. Риски в современном бизнесе. М. Из-во «Аланс», 1994.

[2] Ser.: meselem, Цалый-Прилуский В.А. Базар ве төвекгелчилик. М. СИНТЕК. Центр, 1994.

[3] Алгин А.П. Төвекгелчилик ве онуң жемгыетчилик дурмушындакы орну. М. Мысль, 1989.

Umumy manyda **töwekgelçilik** – bu maddy we maliýe ýitgileri bilen bagly bolan haýsydyr bir oňyn bolmadyk wakanyň bolup biljekdigini aňladýar. Bu hadysa bolup hem bilýär we bolman hem bilýär. Şonuň üçin hem töwekgelçilik bilen üç sany ykdysady netijäni baglaşdyrýarlar:

1. *Oňyn*. Ol utuşy, peýdany, girdejini aňladýar;

2. *Ýaramaz*. Bu utulyş, zyýan, çykdajy, ýitgi;

3. *Nol*. Ol peýdanyň, şonuň ýaly-da ýitginiň bolmazlygyny aňladýar.

Töwekgelçilik ykdysady kategoriýa hökmünde toparlandyrylyşa (klassifikasiýa) sezewar edilýär. Onuň manysy, bellibir maksatlaryň esasynda we kesgitli alamatlar boýunça töwekgelçilikleriň birmeňzeş toparlara paýlanylmagyny aňladýar. Töwekgelçilik hadysasynyň ähtimallyk netijesi boýunça iki topary tapawutlandyrylýar:

1. *Arassa töwekgelçilikler*. Oňa ýaramaz ýa-da nol netijäniň mümkinçiligi bilen bagly bolan töwekgelçilik degişli bolup durýar. Arassa töwekgelçilikler adaty bolşy ýaly, hojalyk işine, şonuň ýaly-da onuň barşynda amala aşyrylýan maliýe amallaryna degişli bolýar;

2. *Alyp-satmak (spekulýatiw)* töwekgelçilikler. Olar oňyn, şonuň ýaly-da ýaramaz netijäniň alynmagynyň mümkinçiligini beýan edýärler. Gymmatly kagyzlar bilen bagly bolan töwekgelçilikler hem hut şu topara degişli bolup durýar.

Pul goýýan maýa goýujy hemişe öz maýasyny yzyna almaga we ol boýunça girdeji almaklyga umyt bildirýär. Şonuň üçin hem gymmatly kagyzlar bazaryndaky oňyn bolmadyk wakalaryň spektrini indiki görnüşde görkezmek bolýar:

– goýlan maýanyň dolulygyna ýitirilmegi;

– maýa goýlan maýanyň bir böleginiň ýitirilmegi;

– nominal ölçeginiň saklanylmagynda goýlan maýanyň nyrhynyň peselmegi;

– garaşylýan girdejiniň tutuşlygyna tölenilmezligi;

– garaşylýan girdejiniň bir böleginiň tölenilmezligi;

– girdejiniň töleginiň gijikdirilip saklanmagy.

Gysga wagtyň dowamynda kesgitlenen girdejini üpjün edýän gymmatly kagyzlar *otnositel töwekgelçiliksiz* diýlip hasaplanylýar. Wagtyň dowamynda girdejililigi üýtgäp duran şol bir kagyzlar belli-bir töwekgelçilik derejeli kagyzlar hökmünde seredilýärler.

Gymmatly kagyzlaryň bazarynda maýa goýumynyň jemi töwekgelçiligini düzýän töwekgelçilikleriň iki sany uly toparyny tapawutlandyrýarlar: *ulgamlaýyn* we *ulgamlaýyn däl.*

Ulgamlaýyn töwekgelçilikler umumy bazar şertleri bilen kesgitlenen bolup, şonuň üçin hem olary, adatça, *bazar töwekgelçilikleri* diýip atlandyrýarlar. Olaryň möhümleri şu aşakdakylardan ybaratdyr:

– *kredit serişdeleri boýunça göterim möçberiniň üýtgemeginiň töwekgelçiligi.* Ol bu goýumyň we gymmatly kagyzlaryň bazar hümmetiniň arasyndaky ters baglanyşyk bilen şertlendirilendir. Töwekgelçiligiň bu görnüşiniň iki sany ýüze çykmasy bardyr: gyýtaklaýyn ýitgiler ýa-da elden goýberilen peýda almak mümkinçiligi we maýanyň göni ýitgisi. Bazar bahasynyň ýokarlanmagynda bellenen möçberli bergidarlyk gymmatly kagyzlara orta möhetleýin we uzakmöhletleýin goýumlar üçin gyýtaklaýyn maliýe zyýanynyň mümkinçiligi bolup biler. Maýanyň göni ýitgileri gymmatly kagyzlary, aýratyn hem obligasiýalary satmak synanyşygynda we karz bazarynda göterim goýumynyň ýaramaz ýagdaýda üýtgemeginde ýüze çykýar. Bu bazar hümmetiniň täze «nyrh/peýda» gatnaşygy bilen kesgitlenjekdigi bilen baglylykda olary bu nominal boýunça satmak mümkinçiliginiň az bolup durýandygy bilen şertlendirilendir. Şol bir nominala göterim goýumynyň artmagynda hem gymmatly kagyzyň hümmeti pese düşer;

– *gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň umumybazar derejesinde pese düşmeginiň töwekgelçiligi.* Şeýle pese düşmäniň sebäpleri ykdysady, durmuş, syýasy häsiýetli wakalar bolup durýar. Munuň netijesinde tutuş bazar boýunça gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň peselmegi başlanýar. Bu, ilkinji nobatda, paýnamalara degişli bolup durýar. Olar boýunça kagyz girdejisi diýlip atlandyrylýanlar kagyz çykdaja öwrülýänçä gowşap başlaýar. Netijede, paýnamalaryň doly girdejililigi pese gaçýar, hatda ýaramaz ölçeg hem emele gelýär. Eger-de paýnamalar bu ýagdaýda satylan halatynda maýany ýitir-

mek mümkinçiligi bardyr. Ýokarda aýdylanlary paýnamanyň doly girdejililiginiň formulasynda ($I_m = [Di\upsilon + (KA_1 - KA_0)] / KA_0 \times 100\%$) indiki üýtgetmelere ýol berlen ýagdaýynda: häzirki hümmet ilkinjä degişlilikde pese düşýär, paýnamalary satmagyň häzirki hümmeti satyn almak hümmetine deň boldy, satuwyň häzirki hümmeti satyn alyş hümmetinden az boldy görnüşinde ýeňil beýan etmek mümkindir (I_m – paýnamanyň doly girdejililigi, Diυ – paýnama boýunça diwidend, I – stawka, KA_1 – paýnamanyň satyn alnan bahasy, KA_0 – gaýtadan satylan bahasy). ($KA_1 - KA_0$) berleni, köplenç, kagyz girdeji ýa-da kagyz çykdajy diýlip atlandyrylýar. Sebäbi bu ululyk, köplenç, hasaba alynýar, emma ýerlenmeýär;

– *inflýasiýa töwekgelçiligi.* Onuň esasy ýüze çykmasy – bu gymmatly kagyzlara goýumlaryň özüniň, şonuň ýaly-da olar boýunça girdejileriň hem nyrhynyň pese gaçmagy bolup durýar.

Diýmek, hümmetsizlik (inflýasiýa) näçe ýokary bolsa, goýum hem şonça-da pes bolýar. Bellibir şertlerde soňky otrisatel bolar (meselem, eger-de inflýasiýa nominal goýumdan ýokary bolan ýagdaýynda). Mundan başga-da, inflýasiýada karz serişdeleri boýunça goýumlar hem ýokarlanýar, diýmek, ulgamlaýyn töwekgelçiligiň ilkinji ýüze çykmasy güýçlenýär.

Gymmatly kagyzlaryň bukjasyny döredip, ýagny maýany diwersifisirlemek arkaly ulgamlaýyn töwekgelçiliklerden gaça durup bolmaýar. Şonuň üçin hem olary *diwersifisirlenmeýänler* diýlip hasaplaýarlar.

Ulgamlaýyn däl töwekgelçilikler gymmatly kagyzlaryň takyk emitentleriniň işiniň ýagdaýy bilen baglydyr, şonuň üçin hem *hususy* ýa-da *özboluşly* töwekgelçilik adalgalary ulanylýar. Olara şu aşakdakylar degişlidir:

– *pudaklaýyn töwekgelçilik we kärhananyň töwekgelçiligi.* Ol indiki şertler bilen şertlendirilendir: çig mal bazasynyň azalmagy; pudagyň gurluşlaýyn çökgünlige girmegi; sarp edijileriň islegleriniň oruntutar – harytlara geçmegi; pudaklaýyn önümiň ýaşaýyş aýlawynyň pese gaçma fazasy. Bu ýagdaýlaryň ählisinde gymmatly kagyzlaryň pudaklaýyn emitentleriniň girdejileri azalýar. Emma hut salgyt salmazdan öňki we soňraky peýda gymmatly kagyzlar boýun-

ça girdejileriň tölenilmeginiň çeşmesi bolup hyzmat edýär. Munuň netijesinde, olaryň girdejililigi pese düşýär we hümmetler peselip başlaýar;

– *maliýe töwekgelçiligi.* Bu ýerde sözüň dar manysynda düşünilýär we emitentiň hususy serişdelerindäki hususy we karz maýanyň gatnaşygy bilen şertlendirilen bolup durýandyr. Has takygy, bu emitentiň maliýe durnuklylygynyň töwekgelçiligidir. Kadadan ýokary karz maýanyň paýy näçe ýokary boldugyça, diwidendleri tölemegiň mümkinçilikleri hem şonça-da pesdir, şeýle hem kreditorlara bolan esasy berginiň göterimleri we mukdarlary birinji orunda däldir[1];

– *likwidlilik töwekgelçiligi.* Bu gymmatly kagyzlary satyp bolmazlyk we goýlan maýany yzyna alyp bolmazlyk ýa-da şeýle satuwyň barşynda maýanyň ýitgisiniň mümkinçiligi bolup durýandyr.

Gymmatly kagyzlaryň bukjasy döredilende we onuň gurluşynyň üýtgemegi bilen bu toparyň töwekgelçiliklerini peseldip, azaldyp we tutuşlygyna minimizirläp bolýandyr. Degişlilikde, olary *diwersifisirlenýänler* diýlip atlandyrýarlar. Şunlukda, bukjanyň döredilmeginde gymmatly kagyzlaryň nädogry saýlanylmagynyň mümkinçiligi aradan aýrylýan däldir. Şonuň üçin hem, adatça, edebiýatda töwekgelçiligiň şeýle görnüşi sellektiw hökmünde aýratyn tapawutlandyrylýar.

Diýmek, gymmatly kagyzlara islendik görnüşdäki maýanyň goýulmagy, bazar we unikal töwekgelçilikleri özünde jemleýändir. Şunuň ýaly töwekgelçiligiň derejesi üçin ýörite görkeziji *beta-koeffisiýent* (β) ulanylýar. Ol ortaça girdejili diwersifisirlenen bukja ýa-da ortaça paýnama boýunça girdejilere seredeniňde, berlen gymmatly kagyzlar boýunça girdejileriň durnuksyzlygyny, üýtgäp durýanlygyny görkezýär. Ortaça paýnama – bu onuň hümmeti bazaryň umumy hereketi bilen gabat gelýän paýnamadyr. Munuň üçin beta-koeffisiýent 1-e deňdir. Şu aşakdaky baglylyk bardyr:

– eger-de $\beta < 0$, onda maýa goýmagyň töwekgelçiligi ortaça bazar töwekgelçiligi bilen otrisatel korrelýasiýadadyr;

– eger-de $\beta = 0$, bu maýanyň töwekgelçiliksiz goýumydyr;

– eger-de $\beta = 1$, goýumlaryň töwekgelçiligi ortaçadyr;

[1] Şeýle-de bolsa, maliýe gurallarynyň täsiri hem ýatdan çykarylmaly däldir.

– eger-de $\beta > 1$, töwekgelçilik ýokary;

– eger-de $\beta < 1$, töwekgelçilik pes.

Umuman alnanda, beta-koeffisiýent gymmatly kagyz boýunça girdejiniň we bazar bukjasy boýunça girdejiniň arasyndaky görkeziji bolup durýar:

$$\beta = k \times x\ \sigma_n / \sigma_m,$$

bu ýerde k – gymmatly kagyzlaryň takyk görnüşi boýunça girdejililigiň derejesiniň we şeýle gymmatly kagyzlaryň bazar boýunça tutuşlygyna girdejiliginiň ortaça derejesiniň arasyndaky korrelýasiýa koeffisiýenti, σ_n – gymmatly kagyzlaryň takyk görnüşi boýunça girdejililigiň standart üýtgemesi, σ_m – gymmatly kagyzlaryň bazar boýunça girdejililigiň standart üýtgemesi.

Ulgamlaýyn we ulgamlaýyn däl töwekgelçilikler gymmatly kagyzlara maýa goýmagyň *bukja töwekgelçiliklerini* düzýärler. Ol üýtgeýji netije bilen emele getirilip bilner. Şonuň üçin hem töwekgelçilikleriň ähtimal ýitgileriň derejesi boýunça toparlandyrylmagy aýratyn ähmiýete eýe bolýar. Bu ýerde kabul ederlikli (minimal), ýol berilýän, howply (critical) we weýrançylykly (catastrophic) töwekgelçilikleri tapawutlandyrýarlar.

Kabul ederlikli hasaplanan peýdanyň minimal möçberinden köp bolmadyk ýitgiler diýmegi aňladýar.

Ýol bererlik hasaplanan peýdanyň möçberinde ýitgileri göz öňünde tutýar. Onuň çäkleri – minimal hasaplanan peýdanyň nokadyndan çykdajysyzlyk nokadyna çenli bolup durýandyr. Bu ýagdaýda maýa goýujynyň çykdajylary ýokdur, şonuň ýaly-da onuň girdejisi hem ýokdur.

Howply (critical) – bu hasaplanan girdejiniň möçberindäki ýitgilerdir. Bu töwekgelçiligiň çägi, çykdajysyzlyk nokadyndan girdejisizlik nokadyna çenli bolup durýandyr. Degişlilikde, maýa goýujynyň eýýäm çykdajylary emele gelip we olar onuň harajatlaryna deňdir.

Weýrançylykly (catastrophic) töwekgelçilik ýagdaýynda hususy maýanyň ähmiýetli bölegi ýa-da onuň tutuş mukdary ýitýär. Bu batmaklygyň (bankrot) töwekgelçiligidir. Diýmek, degişlilikde bu töwekgelçiligiň çäkleri – girdejisizlik nokadyndan batmaklyk nokadyna çenli bolup durýandyr.

12.2. Töwekgelçiligi hasaba almak bilen gymmatly kagyzlara goýulýan goýumlara baha bermek

Gymmatly kagyzlara maýa goýmak bilen siz özüňiz üçin muny aslyýetinde ýerine ýetirmek zerurlygyny, eger-de hawa bolan ýagdaýynda, onda bazarda gymmatly kagyz üçin näçe tölemeli boljakdygyny çözmek zerurdyr. Munuň üçin hem gymmatly kagyzlara goýumlaryň bahalandyrylyşy geçirilýär.

Gymmatly kagyzlara goýumlaryň mümkinçiligini kesgitlemek, ilkinji nobatda, gymmatly kagyzlaryň özüniň seljermesini göz öňünde tutýar, ol ähtimal geljekki girdejiler, olaryň şu günki harajatlar bilen gatnaşygy, girdejililigiň talap edilýän derejesi hakynda netijä gelmeklige ýardam edýär. Şeýle seljerme «pul-wagt» modellerine esaslanan bolup, onuň üçin gerek bolan maglumatlar hökmünde başlangyç maýanyň ululygy, goýulýan möhleti we girdejililik çykyş edýär.

Şeýle bahalandyrylyşa iki sany çemeleşme bardyr: göterimleriň hasaplap çykarmasy (gymmatynyň artdyrylmagy) we diskontirleme.

Göterimleriň hasaplanylyp çykarmasy bellibir möhletden soňra artan maýanyň möçberini bilmäge ýardam edýär. Şunlukda, birinji ýylyň ahyryna köpelen maýa indikä deň bolar:

$$K_1 = K + K_i = K(1 + i),$$

bu ýerde K – başlangyç maýa, K_1 – birinji ýylyň ahyryndaky maýa, i – göterim goýumy (artdyrylan goýum).

Onda ikinji ýylyň ahyryna göterimler eýýäm bu möçbere hasaplanylyp çykarylýar:

$$K_2 = K(1 + i) + K(1 + i)i = K(1 + i)^2.$$

Degişlilikde, maýa goýmagyň döwrüniň ahyryna artan maýa indiki möçberi emele getirer:

$$K_n = K(1 + i)^n,$$

bu ýerde K_n – artan maýa, n – ýyllaryň sany.

Bu çylşyrymly göterimleriň formulasydyr, ol geljekki girdejileriň kesgitlenilmegi üçin ulanylýar.

Göterimler ýylda bir gezekden köp hasaplanylyp çykarylyp we gaýtadan maýa goýlup bilinýärler. Onda çylşyrymly göterimleriň formulasy indiki görnüşe eýedir:

$$K_n = K(1 + i / m)^{n \times m},$$

bu ýerde m – göterimleri hasaplap çykarmagyň yzygiderliligidir (ýygylygydyr).

Bu çemeleşmäni ulanmaklyk bilen gymmatly kagyza maýa goýmak gerekmi? Bu sowala jogap bermek mümkindir. Diýmek, başlangyç maýany we onuň goýulmagynyň möhletini kesgitlemeklik bilen çylşyrymly göterimleriň formulasy boýunça goýumlaryň dürli görnüşlerini hasaplaýarlar. Soňra hem geljekki girdejileriň maksimizasiýasynyň ýörelgesi ulanylýar. Bu ýagdaýda umumy ykdysady netijeliligiň ýüze çykmagynyň biri hakynda gürrüň edilýär: şol bir harajatlarda uly netije gazanmak.

Ters formula hem bu ýagdaýda möhüm bolup durýar, ol häzirki wagtda geljekki gymmaty, ýagny häzirki pulda artan maýanyň gymmatyny kesgitlemeklige mümkinçilik berýär:

$$K = K_n / (1 + i)^n.$$

Bu formula ol ýa-da beýleki bir möçbere artmagy üçin pullaryň haýsy mukdarynyň bu pursatda bellibir göterim bilen maýa goýulmalydygy baradaky sowala jogap berýär. Şeýle mukdaryň kesgitlenilmegi hem diskontirlenmedir, mukdaryň (summa) özi hem *getirilen gymmat* diýlip atlandyrylýar.

Çykyş görkezijileri hökmünde islenilýän girdejini we ony almagyň möhletlerini saýlamak bilen dürli gymmatly kagyzlar ýa-da şol bir kagyzyň dürli görnüşleri üçin başlangyç maýalaryň ähtimal möçberlerini deňeşdirmeklik arkaly gymmatly kagyza maýa goýmagyň gerekdigini ýa-da gerekli däldigini kesgitläp bolýar. Şunlukda, gymmaty artdyrmakdan tapawutlylykda maýa goýumlarynyň minimizasiýasynyň ýörelgesi ulanylýar. Şeýlelik bilen, netijeliligiň ýokarlanmagynyň ikinji ýüze çykmagy: az harajatlarda şol bir netijäni gazanmak ulanylýar.

12. Sargyt № 2448

Görkezilen çemeleşmeleri ulanmaklyk bilen, şol bir wagtyň özünde bu görnüşdäki çözgütleriň diňe deslapky hökmünde seredilip bilinýändigini nazarda tutmak gerekdir. Çünki olaryň kabul edilmeginde maliýe bazarynyň islendik çözgüdiniň möhüm şerti hökmünde – girdeji nazarda tutulýandyr. Ikinji ýagdaý – maýa goýmagyň töwekgelçiligi bolsa nazarda tutulýan däldir.

Gymmatly kagyzlara baha bermegiň has ýaýran modeli, ýagny töwekgelçilik faktorynyň nazarda tutulmagy bilen olaryň hakyky ýa-da takyk gymmatynyň kesgitlenilmegi hem diskontirleme ýörelgesine esaslanandyr. Munuň üçin gymmatly kagyzlar geljekde bellibir möhletiň dowamynda durmuşa geçirilýän pul akymlary hökmünde görkezilýär we akymlaryň her biri hem diskontirlenýär. Diskontirleme koeffisiýentinde *peýdanyň talap edilýän derejesiniň* görkezijisi ulanylýar. Onuň astynda töwekgelçilik faktorynyň nazarda tutulmagy bilen özüň üçin elýeterli bolan maýa goýujynyň maýanyň haýsydyr bir goýulmagyna seredýän minimal girdejililigine düşünilýär. Eger-de girdejililik pes bolanda, maýa goýujy bu görnüşden ýüz dönderer. Peýdanyň talap edilýän derejesiniň kesgitlenilmegi üçin iň azyndan üç ýagdaýy göz öňünde tutmak zerurdyr: girdejililigiň töwekgelçiliksiz derejesi, inflýasiýa göterimi, töwekgelçilik üçin töleg.

Umuman peýdanyň talap edilýän derejesi indiki formula boýunça kesgitlenilýär:

$$r = I_t + I_i + (d - I_t)\beta,$$

bu ýerde r – peýdanyň talap edilýän derejesi, I_t – töwekgelçiliksiz girdejililik, I_i – inflýasiýa göterimi, d – gymmatly kagyzlaryň bazary boýunça ortaça girdejililik, $(d - I_t)\beta$ – töwekgelçilik üçin töleg.

Obligasiýanyň hakyky gymmatyny (*OHG*) kesgitlemeklik üçin, ony iki sany pul akymy görnüşinde görkezmek zerurdyr. Birinjisi, göterim tölegleri, ikinjisi, nominal gymmatydyr. Bu akymlaryň diskontirlenmesi indiki görnüşinde görkezilendir:

göterim tölegleri üçin:

$$\sum_{i=n}^{n} C_i / (1 + r)^i.$$

Nominal üçin:

$$N / (1 + r)^n,$$

bu ýerde $C-$göterim tölegleri, $i-$tölegleriň haýsydyr bir ýyly, $r-$peýdanyň talap edilýän derejesi, $N-$obligasiýanyň nominaly, $n-$karz alnan ýyllaryň mukdary.

Onda obligasiýanyň girdejililiginiň we töwekgelçilik derejesiniň nazarda tutulmagy bilen hakyky gymmaty indikä deň bolar:

$$OHG= \sum_{i=n}^{n} C_i / (1 + r)^i + N / (1 + r)^n.$$

Kesgitlemäniň bu modeli göterimleriň yzygiderli tölegi bolan obligasiýalar üçin ulanylýar. Şeýle-de bolsa, göterimler obligasiýanyň tölenilmegi bilen birlikde birwagtda hem tölenilip bilinýär. Bu ýagdaýda birnäçe başgaça çemeleşme ulanylýar:

$$OHG = (C + N) / (1 + r)^n.$$

Diskont obligasiýasy üçin indiki formula ulanylýar:

$$OHG = N / (1 + r)^n.$$

Paýnamanyň hakyky gymmatynyň (PHG) kesgitlenilmeginde ol diwidend tölegleriniň we bazarda ony satyp boljak hümmetiň akymlarynyň jemi hökmünde görkezilýär. Degişlilikde, eger-de paýnama kesgitli bir möhlete gaýtadan satmak we alyp-satmak girdejini almak maksady bilen alynmaýan bolsa, indiki çemeleşme ulanylýar:

$$PHG = \sum_{i=1}^{\infty} Div_i / (1 + r)^i,$$

bu ýerde Div – üýtgewsiz pul mukdaryndaky paýnama boýunça diwidenddir.

Şeýle-de bolsa, adatça, paýnamalar bellibir möhletden soňra gaýtadan satmaklyk maksady bilen satyn alynýarlar. Şonda olaryň hakyky gymmaty biraz başgaça kesgitlenilýär:

$$PHG = \sum_{i=1}^{\infty} Div_i / (1 + r)^i + KA / (1 + r)^n.$$

Eger-de paýnamalar boýunça diwidendler tertipleşdirilen bolsa, indiki formula dogrudyr:

$$PHG = Div / r.$$

Şeýle-de bolsa, diwidendleriň ösüşi hem göz öňünde tutulyp bilner. Bu ýagdaýda *Gordonyň ösüş görnüşini* ulanýarlar:

$$PHG = Div\,(1 + p)\,/\,(r - p),$$

bu ýerde p – diwidendiň birlik paýlarynda göz öňünde tutulýan ösüşi.

Bu model diwidendleriň ösüş depgini hemişelik bolan ýagdaýynda ulanarlykdyr. Eger-de ol üýtgeýän bolsa, onda baha bermäniň beýleki görnüşi ulanylýar:

$$PHG = Div_0 \sum\nolimits_{i=n}^{k} (1 + p)^i / (1 + r)^i + Div_k \sum\nolimits_{i=k+1}^{t} (1 + g)^i / (1 + r)^i,$$

bu ýerde Div_0 – wagtyň esaslyk pursadynda tölenilen diwidend, Div_k – – diwidendiň k döwürdäki çaklamasy, p – diwidendiň k döwre çenli ösüşi, g – diwidendiň k döwürden soňraky ösüşi.

Gymmatly kagyzlaryň hakyky bahasyny islegiň bahasy hökmünde seretmek zerurdyr. Ony teklibiň bazar bahasy bilen deňeşdirilende, gymmatly kagyzyň satyn alynmagy hakyndaky karary kabul etmek bolar. Hakyky bahasynyň girdejililiginiň talap edilýän derejesiniň hasaba alynmagy bilen geçirilýändigi üçin, onuň teklibiň bazar bahasyndan üýtgemegini onuň ortaça bazar girdejililiginden üýtgemesiniň netijesi hökmünde kabul etmek bolar.

Degişlilikde, eger-de hakyky gymmaty bazar bahasyndan pes bolan ýagdaýynda, gymmatly kagyzyň garaşylýan girdejililigi peýdanyň talap edilýän derejesinden pesdir. Şeýle gymmatly kagyzyň hümmeti ýokarlandyrylandyr. Ol aşa baha berlendir we ony satyn almak zerurlygy ýokdur. Eger-de hakyky gymmaty bazar hümmetinden ýokary bolan ýagdaýynda garaşylýan girdejililik talap edilýän derejeden ýokarydyr. Şeýle gymmatly kagyzyň hümmeti peseldilendir, bazar tarapyndan kem baha berlendir. Onuň satyn alynmagy barada pikirlenip çözülse, ýerlikli bolar.

Bu gatnaşyklary *alfa-faktorynyň* (α) kömegi bilen has takyk kesgitläp bolýar, ol gymmatly kagyzyň kem baha berilmeginiň ölçegi diýlip hasaplanylýar. Ol hakykatda garaşylýan girdejililigiň, girdejililigiň talap edilýän derejesine laýyklykda zerur bolan girdejililiginden köpdügini ýa-da azdygyny görkezýär:

– eger-de $a > o$, gymmatly kagyza kem baha berlendir;

– eger-de $a < o$, gymmatly kagyza aşa baha berlendir;

– eger-de $a = o$, gymmatly kagyza talabalaýyk baha berlendir.

Soňky ýagdaýda gymmatly kagyzyň hakyky gymmaty onuň teklibiniň bazar bahasy bilen gabat geler.

12.3. Gymmatly kagyzlara goýumlaryň görnüşlerini saýlamak

Kada bolşy ýaly, gymmatly kagyzlar bazarynda maýalary goýmagyň bir däl-de, birnäçe görnüşleri bardyr. Olaryň aglabasy töwekgelçilik derejesi we girdejililik derejesi boýunça tapawutlandyrylýar.

Bellenilip geçilişi ýaly, töwekgelçilik – ähtimal ölçegdir. Şonuň üçin hem onuň mukdar ölçegi birähmiýetli bolup bilmez. Hasaplama usulyna baglylykda töwekgelçiligiň derejesi üýtgäp durýar.

Töwekgelçilige statistiki baha bermäniň «töwekgelçilik − girdejililik» konsepsiýasy diýlip atlandyrylýan *girdejililigi ähtimal paýlamanyň seljermesi* hökmündäki usulyýeti hem mälimdir. Ol gymmatly kagyzlara goýumlaryň görnüşiniň saýlanylmagynda iň azyndan üç sowala jogap berilmegini zerurlygyny ýüze çykarýar:

– gymmatly kagyz boýunça garaşylýan girdejiniň möçberi nähili?

– garaşylýan töwekgelçiligiň derejesi nähili?

– töwekgelçilik girdeji bilen nä derejede öwezi doldurylýar?

Islenilýän jogaplary almaklyk üçin maýa goýumlarynyň girdejililiginiň ölçenilmeginiň, töwekgelçilik derejesine baha bermegiň we olaryň biri-birine deňeşdirilmeginiň zerurlygy görnetindir. Şunlukda, ykdysady ýagdaýlaryň iň köp görnüşde bolup bilýändigini nazarda tutulmalydyr. Diýmek, ol ýa-da beýleki bir ykdysady ýagdaýyň kesgitlenilmeginiň mümkinçiligine düzediş girizilmelidir. Şunlukda, şeýle mümkinçilik diskret, ýagny bölünmeli we her biri birlik paýlarynda görkezilýän aňlatmalaryň bellibir gutarnykly sany bolan ölçeg hökmünde seredilýändir[1].

Haýsydyr bir ykdysady ýagdaýyň bolup geçmegini P_j bilen belgiläliň. Ýokarda aýdylanlara laýyklykda indiki deňligi ýazmak mümkin:

[1] Şeýle çemeleşme seljerme üçin has şekillidir, emma ähtimallyklary üznüksiz paýlamagyň nazarda tutulmagy bilen hasaplama usullary hem bardyr.

$$\sum_{j=1}^{n} P_j = 1.$$

Mundan başga-da, ähtimallyklaryň paýlanylmagynyň maýa goýumlaryň ähli görnüşleri üçin birmeňzeşdigine hem ýol berilýär.

Ähtimallygyň obýektiw, şonuň ýaly-da subýektiw kesgitlenilýändigini hem bellemek zerurdyr. Birinji ýagdaýda, bu öň bolup geçen şeýle ýagdaýlaryň seljerilmegi arkaly bolup geçýär. Eger-de şeýle görnüşdäkiler ýygy-ýygydan gaýtalanýan bolsa, onda hil taýdan gowy obýektiw baha bermek we ähtimallyklaryň paýlanylmasyna baha bermek kyn däldir. Meselem, ol ýa-da beýleki ýagdaýyň emele gelmegindäki ýygylygy ýola goýmak bilen ol geljekde ekstrapolirlenýär. Şunlukda, ýygylyk statistiki saýlamanyň hadysalarynyň umumy sanyndaky ýagdaýyň paýy hökmünde seredilýär:

$$P_j = N_j / N_n,$$

bu ýerde N_j – statistiki saýlamanyň j ýagdaýynda ýüze çykmalaryň sany, N_n – saýlamadaky hadysalaryň umumy sany.

Eger-de şeýle hadysalara duşup bolmaýan bolsa, şeýle-de, olar seýrek bolan ýagdaýynda olaryň ýüze çykarylmagy mümkin däldir, ähtimallyga baha bermegiň subýektiw usuly ulanylýar. Bu aýratyn alnan bilermeniň ýa-da bilermenler toparynyň pikiridir.

«Töwekgelçilik – girdejililik» konsepsiýasynyň çäklerinde görkezijileriň özara baglanyşygy ykdysady statistikanyň düşünjeleriniň birnäçesi bilen beýan edilýär. Ilkinji nobatda, *girdejiniň garaşylýan kadasy bilen*, ol dürli ykdysady hadysalarda girdejiniň ortaça agramlaşdyrylan ähtimal kadalary hökmünde hasaplanylýar. Girdejiniň garaşylýan çägi indiki görnüşde kesgitlenilýär:

$$k = \sum_{j=1}^{n} K_j P_j,$$

bu ýerde k – girdejiniň garaşylýan çägi, K_j – haýsydyr bir ykdysady ýagdaýda gymmatly kagyzyň girdejililigi.

Bu ölçeg dürli ykdysady ýagdaýlarda maýany goýmak bilen nämä garaşyp boljakdygyny görkezýär. Ylaýta-da, eýýäm bu tapgyrda maýa goýumyň obýekti hökmünde seredilýän gymmatly kagyzyň nä

derejede kem baha berlendigini kesgitläp bolýar. Aslyýetinde, munuň üçin öň bellenilip geçilen alfa-ýagdaý herekete girizilýär.

Bu ýerde töwekgelçiligiň faktory, garaşylýan çägiň töwereginde pytradylmagyň, *dispersiýanyň* mümkin bolup durýandygynda ýüze çykýar. Onuň beýan edilmegi üçin *wariasiýa* görkezijisi ulanylýar. Ähtimallyklaryň diskret paýlanylmasynyň wariasiýasy kesgitlenilende, adatça, her bir dewiasiýanyň ähtimallygyndan agrama çekilen kwadrat üýtgemeleriň (dewiasiýalar) ortaça ölçeginden mukdar hökmünde seredilýändir:

$$SD^2 = \sum_{j=1}^{n} (K_j - k)^2 P_j,$$

bu ýerde SD^2 – wariasiýa, K_j – bellibir ykdysady ýagdaýda gymmatly kagyzyň girdejililigi, k – garaşylýan kadaly girdeji, P_j – bellibir ykdysady ýagdaýyň bolmagynyň ähtimallygy.

Indiki kanunalaýyklyk bellenilip geçilýär: üýtgeşme näçe köp bolsa çaklanylýan girdejililik bilen deňeşdirme boýunça dispersiýa hem şonça köpdür.

Wariasiýa diňe kwadrata köpeldilen netije ýaly şol bir birliklerde ölçenilýär. Bu ýagdaýda maýa goýujy üçin alnan netijä baha bermek we onuň hakyky ykdysady manysyny kesgitlemek kyn bolup durýandygy görnetindir. Şonuň üçin hem dispersiýanyň birligi hökmünde, adatça, *standart dewiasiýanyň (üýtgemeler) – SD* görkezijisini ulanýarlar. Ol özbaşyna ortaça ölçegden ortaça kwadrat üýtgeme bolup durýar:

$$SD = \sqrt{\sum_{i=1}^{n}} (K_j - k)^2 P_j.$$

Standart dewiasiýanyň ykdysady mazmuny onuň ortaça alnanda her bir görnüşiň garaşylýan ölçegden nähili derejede tapawutlanýandygyny görkezýär. Ony töwekgelçiligiň absolýut görkezijisi diýip hasaplaýarlar. Emma gymmatly kagyzlaryň girdejiniň garaşylýan dürli çägi bilen deňeşdirmeklik üçin ýeterlik derejede dogry däldir. Şonuň üçin hem tejribede, adatça, töwekgelçiligiň otnositel görkezijisi – wariasiýanyň (üýtgeşmäniň) koeffisiýenti *CV* ulanylýar:

$$CV = SD / k.$$

Üýtgeşmäniň koeffisiýenti garaşylýan ortaça girdejiniň haýsy bölegininiň töwekgelçiligini düzýändigini görkezýär. Edebiýatda bu koeffisiýent boýunça onuň kesgitlenilmeginde ýitgileriň töwekgelçiliginiň şkalasy getirilýär:

– 0,25-e çenli kabul edilýän töwekgelçilik;

– 0,25-den 0,5-e çenli ygtyýar berlen töwekgelçilik;

– 0,5-den 0,75-e çenli howply töwekgelçilik;

– 0,75-den ýokary weýrançylykly töwekgelçilik.

Ortaça garaşylýan girdejiliginiň we üýtgeşmäniň koeffisiýentiniň hasaba alynmagynda mundan başga-da, *ortaça üýtgeşme alamatlarynyň* ulanylmagy bilen hem saýlaw edip bolýar. Ol garaşylýan girdejiliginiň we üýtgeşmäniň koeffisiýentiniň dürli gymmatly kagyzlar boýunça deňeşdirilmegini göz öňünde tutýar we iki sany öňünden görmelere esaslanýandyr:

1) karar kabul edýän maýa goýujy töwekgelçilikden gaça durmak isleýär;

2) çözgüt kabul edilmeginde baha berilýän ähtimallyklaryň paýlanylmagy kadalydyr[1].

Bu alamatlara laýyklykda maýanyň goýumlarynyň *A* we *B* görnüşlerinden indiki ýagdaýlarda *A* görnüşi has maksadalaýykdyr:

$$\bar{k}a > \bar{k}b, aCVa = CVb,$$
$$\bar{k}a = \bar{k}b, aCVa < CVb,$$
$$\bar{k}a > \bar{k}b, aCVa < CVb.$$

Şeýlelik bilen, birmeňzeş töwekgelçilikde has girdejili görnüşiniň, birmeňzeş girdejililikde – has töwekgelçiliksiziniň saýlanylýanlygynda ykdysady many jemlenendir. Görkezilen ýagdaýlaryň üçünjisi, özbaşyna kadadan çykma görnüşinde bolup, oňa laýyklykda töwekgelçiligiň we girdejililigiň arasynda göni arabaglanyşyk bardyr. Ol elbetde, seýrek ýagdaýda gabat gelýär, emma maýa goýujy üçin uly gyzyklanma döredýändir.

---

[1] Her bir görnüş boýunça ähtimallyklar paýlanylan ýagdaýlar ýöriteleşdirilen bolanda stohastiki dominirleme ýaly seljerme usuly bardyr. Emma maliýe bazarynda çözgütleriň kabul edilmegi üçin, ol örän seýrek ýagdaýda ulanylýar.

Goýumlaryň görnüşleriniň saýlanylmagynda ortaça wariasiýaly alamat gürrüňsiz gowudyr, emma şeýle-de bolsa, onda öňünden görme hökmünde düşünilýän kadaly paýlamagyň bozulyp bilinjekdigini ýatdan çykarmaly däldir. Bu hem ýalňyş pikir netijelerine getirip biler. Şeýle ýagdaý *ortaça wariasiýaly paradoks* diýlip atlandyrylýar.

Seredilip geçilen usulyýetden başga-da, konýunkturanyň duýgurlygynyň seljermesi hem bardyr. Ol has ýönekeýdir: bu gymmatly kagyzyň girdejiliginiň üýtgeşmesiniň ýaýrawynyň hasaplanylmagydyr. Şunlukda, pessimistiki has ähtimal we optimistiki baha bermeden ugur alýarlar. Üýtgeşmäniň ýaýrawy hem töwekgelçilik çägi hökmünde seredilýär:

$$V = P_o - P_p,$$

bu ýerde V – üýtgeşmäniň ýaýrawy, P_0 – optimistiki kesgitleme, P_p – pessimistiki kesgitleme.

Adatça, hadysalaryň her birine ähtimallygyň bellibir derejesi berilýär, ylaýta-da:

– optimistiki – 0,25;

– has ähtimally – 0,5;

– pessimistiki – 0,25[1].

Üýtgeşmäniň ýaýrawy näçe az bolsa, gymmatly kagyzyň töwekgelçiliginiň derejesi hem şonça-da pes bolýandyr.

Netijede, maýa goýujynyň özüni alyp barşy, köp babatda onuň töwekgelçiligi psihologiki taýdan kabul ediş derejesi bilen şertlendirilýändigini bellemek zerurdyr. Gymmatly kagyzlara goýumlaryň görnüşiniň saýlanylmagy diňe bir ýokarda getirilen ykdysady-statistiki hasaplamalara däl, eýsem, maýa goýujynyň töwekgelçilige garaýşy boýunça hem kesgitlenilýändir. Tejribe diňe bu iki aspektiň talabalaýyk birleşmesiniň maliýe bazarynda maýa goýumlaryndan islenilýän netijäniň gazanylmagyny üpjün edýär.

---

[1] Рынок ценных бумаг. Учебное пособие для высших учебных заведений. Ростов – на – Дону, Феникс, 2000.

12.4. Gymmatly kagyzlaryň bukjasy

Çäkli ýagdaýda seredilip geçilýän, ýagny olaryň takyk alnan görnüşine degişlilikdäki gymmatly kagyzlara goýumlaryň töwekgelçiligi aşa uly bolup bilýändir. Şeýle-de bolsa, maýanyň gymmatly kagyzlaryň dürli görnüşlerine goýulmagy girdeji derejesi we töwekgelçilik derejesi boýunça tapawutlanýandyr. Şonuň üçin hem olaryň birleşmesi töwekgelçiligi ortaça derejä ýetirip, azaldyp we tutuşlygyna azaldyp bilýärler. Başgaça aýdylanda, köpgörnüşli goýumlar otnositel ýagdaýda töwekgelçiliksizdir. Şeýle goýumlaryň maksada gönükdirilen saýlawy hem özbaşyna gymmatly kagyzlaryň bukjasyny döretmek prosesi bolup durýar.

Gymmatly kagyzlaryň bukjasy – bu olaryň haýsydyr bir maksada ýetmek üçin saýlanylan jemidir we dolandyryşyň bitewi desgasy hökmünde çykyş edýändir.

Şeýle bukja maliýe maýa goýum syýasatynyň esasy ugurlarynyň üpjün edilmegine niýetlenendir, çünki has girdejili we howpsuz bolan maliýe gurallaryny jemlemeklige mümkinçilik berýär. Şeýle-de bolsa, bu gönükdiriji sözüň bellibir manysynda düýbünden abstrakt ýagdaýyndadyr. Onuň takyklamasy bolup maýa goýujy üçin ýerli maksatlar hyzmat edýärler:

– bu döwürde girdejiniň ýokary derejesiniň üpjün edilmegi;

– uzakmöhletleýin geljekde maýanyň ösmeginiň ýokary depginleriniň gazanylmagy;

– töwekgelçilikleriň derejesiniň peseldilmegi;

– maýa goýumlarynyň zerur bolan likwidliliginiň üpjün edilmegi;

– maýa goýum peýdasy üçin «salgyt şitiniň» täsiriniň ýokarlandyrylmagy.

Sanalyp geçilen maksatlaryň ählisi özbaşyna ähmiýetli bir derejede alternatiwa bolup durýarlar, ýagny olar ýa başga bir maksatdan ýüz döndermegiň hatyrasyna ýa-da olaryň berk tertipleşdirmeginde gazanylýandyr. Şunuň bilen baglylykda bukja maýa goýmagyň syýasaty hemişe bukjanyň takyk görnüşiniň bolmagyny talap edýär. Ony bir emitentiň gymmatly kagyzlaryndan ýa-da gymmatly kagyzlaryň bir görnüşinden düzmek mümkindir. Bu ýagdaýlarda bir görnüşli,

diwersifisirlenmedik bukja emele gelýär. Tejribäniň görkezişi ýaly, goýumyna gymmatly kagyzlaryň birden köp görnüşini birikdirýän diwersifisirlenenden şeýle bukjanyň töwekgelçiligi ýokarydyr.

Adatça, diwersifisirlenen bukjanyň döredilmeginde maýanyň saklanylmagy, girdejiniň alynmagy, maýanyň ösdürilmegi ýaly ymtylyşlar bilen görnüşini üýtgedip durýarlar. Degişlilikde, gymmatly kagyzlaryň bukjasynyň üç sany esasy görnüşini tapawutlandyrmak mümkindir:

– konserwatiw;
– aramlyk (ylalaşykly);
– agressiw (spekulýatiw).

Bu yzygiderlilik maýa goýujynyň töwekgelçiliginiň haýsy derejesine razylygyny görkezýär.

Konserwatiw bukjasy maýa goýum töwekgelçiliginiň azaldylmagy aýratynlygyna laýyklykda döredilýär we töwekgelçilik derejesi ortaça bazar derejesinden ýokary bolan hususy serişdeleriň ulanylmagyny aradan aýyrýandyr. Şonuň üçin hem bukjanyň hut şu görnüşi howpsuzlygyň has ýokary derejesini üpjün edýär. Emma onuň üçin goýumlaryň girdejililiginiň has pes derejesi hem häsiýetli bolup durýandyr.

Aramlyk (ylalaşykly) bukjasy – gymmatly kagyzlaryň şeýle bitewüligi bolup, ol boýunça töwekgelçilik derejesi ortaça bazar derejesine golaýdyr. Bu ýagdaýda girdejililik hem ortaça bazar derejesine golaý bolup durýandyr.

Agressiw bukja häzirki girdejiniň azaldylmagyny ýa-da töwekgelçiligiň ugurdaş derejesine garaşsyzlykda maýanyň ösüşini göz öňünde tutýar. Bu bukja maksimal girdejililigi almaga mümkinçilik berýär, emma kä halatda weýrançylykly zolakda bolan töwekgelçiligiň maksimal derejesini göz öňünde tutýandyr.

Tapawutlandyrylan görnüşler bukjany emele getirmegiň dürli toparlarynyň we görnüşleriniň esasyna goýlandyr. Şunlukda, esasy ähmiýet töwekgelçiligiň we girdejiniň gatnaşygy bolup durýar, emma girdejiniň nähili usul bilen we haýsy çeşmäniň hasabyna alnandygyna esasy üns berilýär.

Adatça, dürli görnüşleri özünde jemleýän bukjanyň indiki toparlaryny tapawutlandyrýarlar.

1. *Ösüş bukjasy.* Olar häzirki döwürde girdejiniň döremegine garamazdan, gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň ösüşine gönükdirilen bolup durýarlar. Bu topara şu aşakdakylar degişlidir:

1) *agressiw ösüş bukjasy*, maýanyň maksimal ösüşine gönükdirilendir. Adatça, ol tiz ösýän kompaniýalaryň ýeterlik derejede töwekgelçilikli bolan, emma şonuň bilen birlikde hem peýdaly bolan paýnamalaryny özünde jemleýändir;

2) *konserwatiw ösüş bukjasy*, hümmet bahasynyň ýokary bolmadyk durnukly ösüş depginine eýe bolan iri kompaniýalaryň paýnamalaryndan düzülendir;

3) *ortaça ösüş bukjasy* özünde geçenki görnüşleriň alamatlaryny jemleýändir. Onuň ygtybarlylygy konserwatiw ösüş kagyzlary bilen, girdejililigi bolsa – agressiw ösüş kagyzlary bilen üpjün edilýär. Munuň netijesinde maýanyň ortaça ösüşi we aram töwekgelçilik gazanylýar.

2. *Girdeji bukjasy.* Olar uzakmöhletleýin döwürde maýanyň ösüş depginlerine garaşsyzlykda göterim we diwidend tölegleriniň hasabyna häzirki ýokary girdejiniň alynmagyny göz öňünde tutýar. Bu ýere häzirki ýokary tölegleri bolan, emma hümmet bahasynyň aram depginine eýe bolan kagyzlar degişlidir. Şeýle bukjalary döretmegiň maksady – maýa goýujy üçin kabul ederlikli bolan minimal töwekgelçilige laýyk bolan girdejiniň bellibir derejesiniň alynmagydyr. Bu topara indikiler degişlidir:

1) *yzygiderli girdeji bukjasy*, ol minimal töwekgelçilikde ortaça girdeji bilen ýokary ygtybarlylykly gymmatly kagyzlardan düzülýändir;

2) *girdejili kagyzlaryň bukjasy*, ol ortaça töwekgelçilikli ýokary girdejili kagyzlardan düzülendir;

3) *ösüşiň we girdejiniň bukjasy.* Ony gymmatly kagyzlaryň hümmet bahasynyň pese gaçmagyndan ähtimal ýitgileri çekmezlik, şonuň ýaly-da häzirki pes tölegler ýagdaýynda döredýärler. Şeýle bukjanyň gymmatly kagyzlarynyň bir bölegi hümmet bahasyna ösüş berýär, beýlekisi hem – girdeji berýändir. Şunlukda, bir bölegi boýunça ýitgiler beýlekisiniň ösüşi bilen öwezi doldurylyp bilinýändir;

3. *Pul bazarynyň bukjasy.* Onuň maksady – maýanyň dolulygyna saklanylmagydyr. Şonuň üçin hem, şeýle bukjanyň düzümine aýratyn ýagdaýda pul nagtlylygy we tiz ýerlenilýän hususy serişdeler girizilýär.

Gymmatly kagyzlaryň bukjasynyň döredilmegi G. Markowisiň, U. Şarpyň we J. Tobiniň bukja nazaryýetleriniň ulanylmagyny göz öňünde tutýar.

Bukja nazaryýeti – bu statistiki usullara esaslanan, töwekgelçilik we girdejililik derejeleriniň gatnaşygy boýunça bukjany optimizasiýalaşdyrmak mehanizmidir.

Onuň esasynda bukjanyň netijeliliginiň konsepsiýasy ýatandyr. Onuň döredilmegi töwekgelçiligiň berlen derejesinde girdejililigiň maksimal derejesini ýa-da berlen girdejililikde töwekgelçiligiň minimal derejesini üpjün etmeklige gönükdirilendir. Ýagny bukjanyň haýsy çäkleriniň berlendigine garamazdan, girdejililigiň we töwekgelçiligiň optimal utgaşmasyny üpjün etmeklik zerurdyr.

Her bir takyk alnan ykdysady ýagdaýda bukjanyň girdejililigi onuň düzümine baglydyr:

$$K_p = \sum_{i=1}^{n} K_i X_i,$$

bu ýerde K_p – bukjanyň takyk alnan ykdysady ýagdaýdaky girdejililigi, K_i – bukjadaky haýsydyr bir hususy serişdäniň takyk alnan ykdysady ýagdaýdaky girdejililigi, X_i – bukjadaky bu hususy serişdäniň paýydyr.

Dürli ykdysady ýagdaýlaryň we olaryň ähtimallygynyň nazarda tutulmagy bilen bukjanyň garaşylýan girdejililigi, şeýle hem onuň töwekgelçilikleriniň derejesi aýratyn alnan gymmatly kagyz bilen bolandaky ýagdaý ýaly kesgitlenilýär. Şonuň üçin hem bu ýerde-de ortaça üýtgeýän çemeleşme geçerliklidir.

Şeýle-de bolsa, aýry saklanylýan goýumlaryň görnüşlerini saýlamakdan tapawutlylykda bukjanyň döredilmegi oňa girizilýän gymmatly kagyzlaryň girdejililiginiň kowariasiýasynyň kesgitlenilmegini talap edýär.

Bu ýagdaýda kowariasiýa – bu dinamikadaky, amplitudadaky we üýtgemeleriň ugrundaky gymmatly kagyzlaryň girdejililiginiň meňzeşliginiň ýa-da üýtgeme tapawutlarynyň häsiýetnamasydyr.

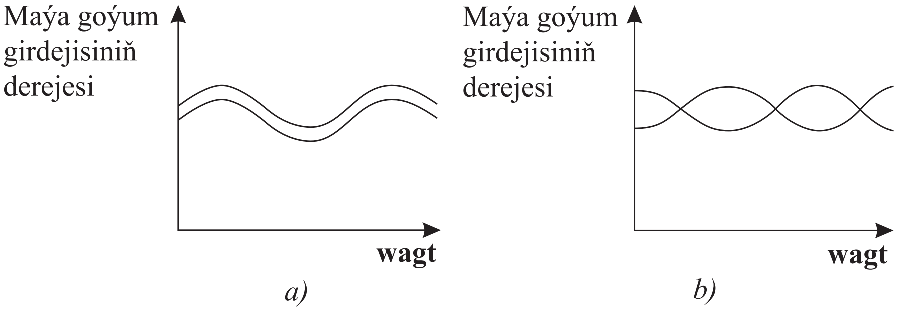
Kowariasiýa ýörelgesini grafiki şekilde görkezmek bolar *(12.1-nji surat)*.

Suratda görkezilen görnüşleriň birinjisinde *A* we *B* gymmatly kagyzlarynyň girdejililigi wagt boýunça bir ugra gönükdirilen üýtgemelere eýedir, degişlilikde ikinjisinde, gapma-garşy ugrukdyrylandyr.

Kowariasiýany indiki formula boýunça kesgitlenilýän korrelýasiýa *PTK*-sy esasynda kesgitlemek bolar:

$$KK_m = \sum P_{1,2}[(D_1 - D_{1od}) / \sigma_1)][(D_2 - D_{2od}) / \sigma_2)],$$

bu ýerde KK_m – maliýe gurallarynyň ikisiniň girdejililiginiň korrelýasiýa *PTK*-sydyr, $P_{1,2}$ – her bir gural boýunça girdejiliginiň üýtgemeginiň dürli görnüşleriniň ýüze çykmasynyň ähtimallygy, D_1 we D_2 – birinji we ikinji maliýe guralynyň girdejiliginiň görnüşleri, D_{1od} we D_{2od} – birinji we ikinji maliýe guralynyň girdejiliginiň ortaça derejesi, σ_1 we σ_2 – degişlilikde, maliýe gurallary boýunça girdejiliginiň standart üýtgemesi.



12.1-nji surat. *A* we *B* gymmatly kagyzlarynyň girdejiliginiň kowariasiýasy

Nazary taýdan bukjadaky gymmatly kagyzlaryň girdejililigi garşyfazada hereket edýär diýip çaklap bolar, ýagny (-1-e) deň bolan

korrelýasiýa *PTK*-syna deňdir. Bu ýagdaýda bukja boýunça töwekgelçilikler nola deň bolar. Şeýle-de bolsa, gymmatly kagyzlaryň ösen bazarlarynyň hakyky hakykaty maýa goýumlaryň dürli toparlarynyň aglabasynyň (+1-e) ýetmeýän oňyn korrelýasiýa *PTK*-syna eýedigini görkezýär. Bu bukjada ulgamlaýyn däl töwekgelçiligiň azalýandygyny, ulgamlaýyn töwekgelçiligiň bolsa islendik bukjada galýandygyny aňladýar. Şeýle-de bolsa, girdejiniň kowariasiýasynyň tapawutlaryny ulanmaklyk bilen bukjada töwekgelçiligi düýpli azaltmaga mümkinçilik berjek gymmatly kagyzlary toplap bolýar.

Kanunalaýyklyk bardyr: töwekgelçiligiň derejesi bukja girizilen gymmatly kagyzlaryň görnüşleriniň mukdaryna deňölçegli ýagdaýda üýtgeýändir. Aslyýetinde, tejribe eger-de hususy maýa goýujynyň bukjasy bazarda bar bolan toplumdan tötänleýin saýlawyň netijesinde girizilen gymmatly kagyzlaryň 10-20 dürli görnüşlerinden ybarat bolan ýagdaýynda, onda ulgamlaýyn däl töwekgelçilik minimuma getirilip bilner. Institusional maýa goýujynyň bukjasy gymmatly kagyzlaryň 100-den 200-e çenli görnüşlerini özünde jemleýär[1]. Bu we beýleki ýagdaýda hem özboluşly töwekgelçilik düýbünden ýok bolup gidýändir, bukjanyň töwekgelçiligi bolsa ulgamlaýyn (bazar) düzüjisine getirilýär *(12.2-nji surat).*

Şunlukda, bukjanyň ulgamlaýyn töwekgelçiligine β *PTK*-synyň oňa girýän maliýe hususy serişdeleriniň ortaça agramlaşdyrylan ölçegi hökmünde baha bermek bolar:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{n} \beta_i X_i,$$

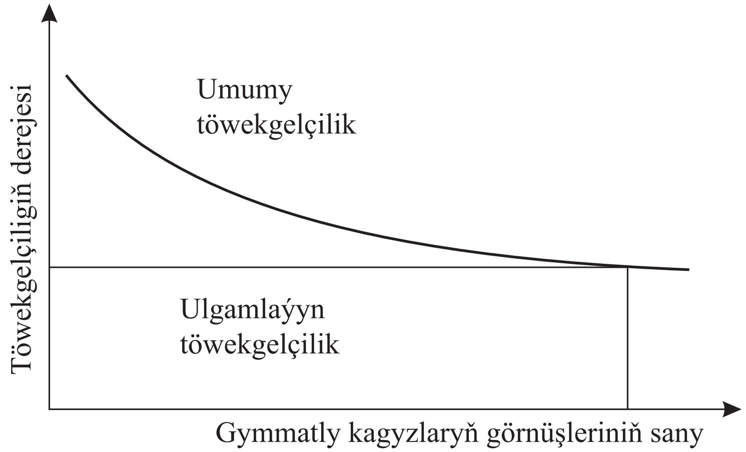
bu ýerde β_p – bukja üçin β koeffisiýentiniň ähmiýeti, β_i – bukjadaky *i*-hususy serişdesi üçin β *PTK*-synyň ähmiýeti, X_i – bukjadaky bu hususy serişdäniň paýydyr.

Bukjanyň umumy girdejililigi we töwekgelçiligi onuň gurluşynyň üýtgemeginde üýtgäp bilýärler. Bukjada gymmatly kagyzlaryň hemişelik çalşygy, (rotasiýasy) onuň *dolandyrylyşy* diýlip atlan-

[1] Institusional maýa goýujylara diňe bir institusional kompaniýalar we gaznalar däl, eýsem, ätiýaçlandyryş kompaniýalary, pensiýa gaznalary, dolandyryjy kompaniýalar hem degişlidir.

dyrylýar. Bukja nazaryýetleri töwekgelçiligiň, girdejiliginiň we likwidliligiň çäkleriniň nazarda tutulmagy bilen bukjanyň dolandyrylyşyna iki sany ýörelgeleýin çemeleşmäni tapawutlandyrýarlar.

1. *Passiw*. Ol «bazaryň farwaterine gönükmek» ýörelgesine esaslanandyr. Bu bukjanyň döredilmegi we gaýtadan gurluşy, gymmatly kagyzlaryň umumy göwrümini, şonuň ýaly-da düzümi boýunça bazaryň konýunkturasynyň dessurlaryny beýan etmelidir. Ýagny gymmatly kagyzlaryň bukjasynyň dinamikasy az mukdarda gazna bazarynyň dinamikasyny beýan etmelidir. Şunda esasy üns töwekgelçiligiň peseldilmegi maksady bilen çuň diwersifikasiýa berilýär.



12.2-nji surat. Bukja töwekgelçiliginiň diwersifikasiýasy

2. *Işjeň*. Bu çemeleşme «bazardan öňe geçmek» ýörelgesini göz öňünde tutýar. Bu ýagdaýda bukjanyň döredilmegi we gaýtadan gurluşy, bazardaky ýagdaýyň çaklama hasaplamalaryna esaslanmalydyr. Şunlukda, öňde duran gymmatly kagyzlaryň bazar bahasynyň özbaşdak kesgitlenilmegi ýerine ýetirilýär, bukja bolsa bazar tarapyndan kem baha berlen gymmatly kagyzlar girizilýär.

Bukjany dolandyrmagyň birnäçe esasly gurluşy bolup biler, has takygy: kesgitlenen goşmaça mukdar, kesgitlenen alyp-satmak mukdar, kesgitlenen deňeçerlik, ýüzýän deňeçerlikler.

Kesgitlenen goşmaça mukdaryň gurluşy bukjanyň wagtyň bellenen aralyklaryndan pullaryň bellenen mukdarynyň hasabyna doldurylýandygyny göz öňünde tutýar. Bazar hümmetleriniň dinamikasyna

baglylykda gymmatly kagyzlaryň köp ýa-da az mukdary gazanylýar. Birinjiden, bukjanyň gurluşy üýtgemeýär. Bu «tereziniň agyr şkalasy» diýip atlandyrylýar. Ikinjiden, onuň görnüşiniň saklanylmagynda bazaryň ýagdaýyna baglylykda bukjanyň gurluşynyň üýtgemesini göz öňünde tutýar. Bu – «terezileriň maýyşgak şkalasydyr». Bellibir derejede soňky görnüşi bukjanyň dolandyrylyşyna işjeň çemeleşmäni beýan edýär.

Kesgitlenen alyp-satmak mukdaryň gurluşy. Bu ýagdaýda bukja iki bölege bölünýär: *(latynça: speculatio – yzarlamak, äňetmek)* we konserwatiw. Birinjisi, özbaşyna ýokary girdejileri getirýän ýokary töwekgelçilikli kagyzlar bolup durýar. Ikinjisi, pes girdejili, töwekgelçiligi pes bolan gymmatly kagyzlar. Alyp-satmak böleginiň gymmaty kesgitlenilýär we bir derejede saklanylýar. Eger-de ol maýa goýujy tarapyndan bellenen möçbere ösýän bolsa, onda gazanylan girdejilere konserwatiw kagyzlar alynýar. Eger-de alyp-satmak böleginiň gymmaty pese gaçan bolsa, konserwatiw böleginiň kagyzlarynyň satylmagynyň hasabyna ony dikeldýärler.

Kesgitlenen deňeçerligiň gurluşy. Bukja bellibir gatnaşykda şol bir alyp-satmak we konserwatiw böleklere bölünýärler. Bölekleriň ilkibaşdaky gatnaşygynyň dikeldilmeginde amala aşyrylanda, gazanylýan deňeçerlik berilýär.

Ýüzýän deňeçerlikleriniň gurluşy. Bu ýagdaýda alyp-satmak we konserwatiw bölekleriň gymmatynyň kadalaşdyrylmagy üçin özarabaglanyşykly bolan gatnaşyklaryň birnäçesi ýola goýulýar. Bu gurluş gürrüňsiz ýagdaýda bukjany dolandyrmakdaky işjeň çemeleşmäniň çäklerinde ýerleşýändir.

Bellenilip geçilen şekilleriň ählisi binýatlaýyndyr we dürli üýtgemeler üçin esas bolup hyzmat edýärler.

Şeýle-de synag barlagyndan geçen bukja nazaryýetleri ulanylýan maliýe gurallarynyň görnüşiniň saýlanylmagy bilen peýdanyň 94%, bu görnüşdäki takyk gymmatly kagyzlaryň saýlanylmagy bilen 4% we gymmatly kagyzlara maýalaryň goýlan pursadyndan 2% görnüşinde kesgitlenilýändir.

13. Sargyt № 2448

XIII bap

BIRŽA IŞININ ÜPJÜNÇILIK ULGAMLARY

13.1. Gazna infrastrukturasynyň üýtgemegi

Birža infrastrukturasy gös-göni alyş-çalyş prosesiň özgerişleriniň, dellallaryň we olaryň müşderileriniň söwdanyň öňünde we soňunda bolan hyzmatlaryň, şeýle hem maglumat tilsimatlaryň dowamynda üýtgeýärdi. Mundan başga-da, jemgyýetdäki kanun çykaryjy hem umumy tehniki özgerişler, şeýle hem täze birža önümleriň döremegi birža infrastrukturasyna wajyp täsir edýärdi.

Kompaniýalaryň maýalaşmagy. Soňky onýyllykda Standard & Poor's agentligiň hasabyna alnan diňe Ýewropanyň kompaniýalarynyň maýalaşmagynyň derejesi on esse, ýagny 4,5 milliarddan 45 milliard dollara çenli köpelipdir. Maýalaşmagyň ösmegi birža geleşikleriniň ulalmagyna we birža dolanyşygynyň köpelmegine ýardam edýärdi. Netijede, hyzmat ediş çägi ösüp başlady. Emma göwrüm görkezijileriň adaty artdyrmagy täze wezipelerden üstün çykyp bilmedi. Onuň üstesine-de, mukdar we gymmat ölçegindäki ylalaşyklaryň tiz artmagy söwdanyň hyzmat edişiniň guramagyna bolan täze talaplary orta atýardy. Bu bolsa tutuş birža infrastrukturasynda ýokary hilli özgerişlere sebäp boldy. Ösen işi we täze wezipeleri başaryp biljek täze tilsimatlar emele geldi.

Söwdanyň tehnologiýasy. XX asyryň soňunda biržalaryň köpüsi elektron söwda geçdi. Düzgüne giren ýygnamalary saklan az sanly dellallaryň zallarynda hem möhüm tehnologiýa özgerişlikler bolup geçdi: maglumat üpjünçiligiň, hasabaty guramagyň, gymmatly kagyzlary saklamagyň we tabşyrmagyň mehanizmleri üýtgedildi.

Maglumatlary üpjün etmek. 1980-nji ýylda birža maglumatlaryň hereketini gymmatly kagyzlaryň alyş-çalşyna bolan talaplylygy bilen utgaşdyryp ugrady. Gymmatly kagyzlary satmaga we satyn almaga talapnamalaryň we maglumatlaryň esasy dolanyşygyny üç sany kompaniýa jemledi: Reuters, Telerate we Quorton. Olar ilki

Amerikanyň Birleşen Ştatlarynda, soňra başga döwletlerde hem wajyp bazar ýerleşmeleri tiz aldylar. Soňra bu maglumatlaryň üçlüginde üýtgemeler ýüze çykdy.

Söwdanyň maglumat üpjünçiliginiň häsiýeti we derejesi. Birža harytlarynyň alyş-çalşygynyň talaplarynyň esasy üpjün edijileri gerekli birža maglumatlary On-line görnüşde üpjün edip başladylar. 1980-nji ýyla çenli bu amatly ýagdaý ýokdy, ol wagt bolup geçýän birža maglumatlary almagy isleýänler diňe söwda zalyň özünde bolmalydylar. Mundan başga-da, ýöriteleşdirilen maglumat we seljeriş agentlikleri emele gelip ugraýar, olaryň arasynda dünýäniň esasy maliýe agentlikleriň sanyna gysga wagtda girip bilen Bloomberg tapawutlandy.

Ammar hyzmatlaryny guramak. Geçmişde biržalaryň işinde ammar hyzmatlaryny guramak işi möhüm orny eýeledi. Häzirki wagtda ýükleriň saklanmagy, eltilmegi we geçirilmegi diňe aýry-aýry harytlaryň gyssagly eltmegi bilen işleýän (kakao, kofe, şeker, galla, et, balyk, sitrus miweler, şeýle hem çig mal nebit we ş.m.) aýratyn söwda biržalar üçin öz gerekli bolan ähmiýetini saklaýar. Bu pudakda portlary, demir ýollary, ulag merkezleri, sowadyjylary, nebit satylanda bolsa, turbogeçirijileri nebit menzilleri dolandyrmak boýunça hyzmatlar wajyp orny eýeleýärler. Ahyrynda, güwänamalary, hil şahadatnamalary düzetmek boýunça, audit, birža harytlary bahalandyrmak we ekspertizalary geçirmek boýunça, girewleri guramak boýunça hyzmatlar bellibir ähmiýete eýe boldular.

Gazna biržalar üçin (ammar) hyzmatlary depozit edaralar ýerine ýetirýärler. Hasabaty guramagyň we gymmatly kagyzlary saklamagyň nagt pul görnüşden elektron enjamlara esaslandyrylýan nagt däl görnüşe geçmekligi bilen hem möhüm özgerişler baglanyşyklydyr.

Gymmatly kagyzlaryň hasabaty we getirilmegi. Biržalarda harytlaryň dolanyşygy üçin hasabatlary, ýöriteleşdirilen kliring kompaniýalary ýerine ýetirýär. Soňky wagtda olaryň köpüsi birleşip, olaryň arasynda habarçylar aragatnaşyk ulgamy emele geldi. Netijede, gymmatly kagyzlaryň diňe saklanmagy däl-de, eýsem, geçirilmegi nagt däl görnüşde ýerine ýetirilip ugrady. 20 ýyl mundan öň hem Nýu-Ýorkuň we Londonyň maliýe kwartallarynda meşhur bolan

gymmatly kagyzlary eltip berijiniň keşbi (agras gara geýimde, eline berkidilen keýsli) hemişelik geçmişde galyp ýitdi. Bu özgerişler diňe bir gymmatly kagyzlaryň iberilmegini arzanlaşdyrman hem howpsuzlaşdyrman, eýsem, biržanyň söwdasy bilen baglanyşykly başga amallaryň köpüsini tizleşdirdi we aňsatlaşdyrdy.

Kliring kompaniýalarynyň göwrüminiň ulalmagy, söwdanyň guramagyna, hem onuň özüne düşýän gymmatyna oňaýly täsir etdi. Umuman, birža amallarynyň netijeliligi ýokarlandy we täze maýadarlar üçin birža girmeklik aňsatlaşdy.

Gymmatly kagyzlaryň hasabatlaryny tabşyrmagyň we saklamagyň mehanizminiň kämilleşmegi, öz gezeginde, söwdanyň gidişini üýtgetdi we likwidlilik (tiz satylyp bilinijilik) derejesiniň ýokarlandyrylmagyna ýardam berdi.

Likwidli gymmatly kagyzlaryň gurluşy. XX asyryň aýagyna, ýokary tehnologik gymmatly kagyzlar birinji ýere geçdiler (tech stock). Hut şolar bazary, ýagny onuň esasy göwrümlerini, bahalanmagyň ösmegini we kiçelmegini, geleşikleriň görnüşlerini, alyjylaryň we satyjylaryň esasy höwes döredýän zatlaryny alamatlandyryp ugradylar. Hümmetleriň üýtgemegi we bu kagyzlaryň söwdasynyň göwrümi başga gymmatly kagyzlarda hem üýtgeşmeleriň ulgamly täsirini döretdiler. Umumy meýil hökmünde biržalaryň ösmegi çykyş etdi. Emma täze asyryň ilkinji onýyllygyň ortasynda iň likwidli kagyzlaryň gurluşynda ilerlemeler bolup geçdi. Internet-tehnologiýalar bilen aýratyn baglanyşykly ýokary tilsimatly gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň gysga möhletleýin gaçmagynyň yzyndan bahalar ep-esli çalt dikeldildi. Birža işjeňligiň, onuň esasynda-da, bazar bahalaryň ýene bir üýtgemesi bolup geçdi. Çig mal resurslara bolan bahalaryň ösmeginiň dowamynda energetiki, soňra bolsa käbir çig mal kompaniýalaryň gymmatly kagyzlarynyň hereketi ep-esli işjeňleşdi we likwidliligi ösdi. Şol bir wagtda energetiki we çig mal maliýe geleşikleriň nomenklaturasy (önümçilikde we ş.m. ulanylýan atlaryň, terminleriň we ş.m. jemi) ösdi we gazna biržalarda olaryň söwdasynyň möçberi artdy.

Soňky onýyllykda önümçiligiň gymmatly kagyzlarynyň tizleşdirilen ösüşi bellenildi, olaryň söwdadaky paýy artdy we nusgawy kagyzlaryň dolanyşygyndan ep-esli artyk geldi. Emma 2008-nji ýyl-

daky ykdysady çökgünligiň (krizis) netijesinde täze kagyzlaryň likwidliligi birden peseldi we alyjylar üçin olar öz hümmetini paýnamalara hem obligasiýalara garanyňda has köp ýitirdi. Ondan başga-da, gymmatly kagyzlardan döredilýän kagyzlaryň bir bölegi amatsyz hasaplanyp başlandy. Netijede, gazna söwdasyndaky gyşyklanmalary aýyrmak üçin niýetlenen meýil ýüze çykdy: täze gurallaryň güýji çalt depginde pese gaçdy we olar esasy ünsi nusgawy kagyzlara berdiler.

Birža söwdasyny guramagynyň iki dürli ulgamy. Bahalary bellemegiň we söwdany guramagyň elektron tilsimatlara esaslanan täze bazar ulgamynyň (quote-driven market system) garşysynda däp bolan, ýagny ýazuw we dilden jogap berilýän talapnamalara hem şahsy gatnaşykda edilýän söwda ylalaşyklara esaslanýan ulgam durýar. Ulgamlaryň hersine öz birža infrastrukturasy laýyk gelýär. Iki onýyllykdan köp wagtyň dowamynda olar öz kadalary boýunça ösdüler we has beter düýbünden dürli ulgamlara bölündiler. Emma soňky iki-üç ýylda utgaşdyrylan we bir nusgasyna getirilen bazarlara girmegiň we maglumatlary almaklygyň mehanizmlerini döretmek boýunça meýil ýüze çykýar.

Köne ulgam ýazuw talaplyklary düzetmegiň esasynda guraldy. Onda söwda gös-göni söwdanyň gidişinde alyjylaryň we satyjylaryň gykylyklary we görkezmeleri arkaly söwda zalynda geçdi. Ýörite «elleriň dili» ulanyldy. Dellallaryň hemmesi barmaklaryň ýörite görkezmelerini we duruşlaryny bilýärdiler, olaryň kömegi bilen söwda zalyň dürli çüňklerinde ýerleşýän dellallar we biržalaryň işgärleri ylalaşýarlar. Ýazuw kepilnamalar söwda taýýarlanmak işiniň we söwdadan soň ylalaşyklary resmileşdirmegiň esasyny düzýärler.

Söwdany guramagyň *täze ulgamy* zerur bolan maglumatlaryň elektron görnüşinde ibermeginden we gymmatly kagyzlaryň alyş--çalşy baradaky tabşyryklardan ybaratdyr.

Soňky 15 ýylyň dowamynda söwdanyň däp bolan ulgamy köp halatlarda häzirki zaman şertlerine gabat gelmeýän köneleşen hadysa hökmünde hasap edilýär we diňe az sanly biržalarda saklanyp galdy.

Söwdanyň onluk ulgamy we birža tehnologiýalarynyň täzeden gurulmagy. XXI asyrda Amerikanyň Birleşen Ştatlarynda söwda ulgamynyň gymmatly kagyzlaryň hasabatynyň onluk ulgamyna ge-

çilmegi bolup geçdi. Taryhy taýdan gymmatly kagyzlaryň Amerikan söwdasy sekize deň bolan ispan pul ulgamyna esaslanýandyr. Diňe täze müňýyllykda sekizlik ulgamy hemmeler tarapyndan kabul edilen onluk ulgama çalşyryldy. Bu üýtgeşmeler diňe tehniki özgerişlere getirmändirler. Olar söwdanyň tehnologiýasynyň hem tutuş birža hyzmatlarynyň ulgamynyň täzeden gurulmagyna sebäp boldular. Ondan başga-da, olar maglumatlaryň möçberiniň ösmegine getirdiler: onluk ulgamyna geçmekligiň dowamynda maglumat akymy üç esse diýen ýaly köpelipdir.

Bir umumy global ýa-da milli biržanyň döredilmegi mümkinmi?

Gazna bazarlaryň globallaşmagynyň meselesi diňe bir gazna wezipeleriň çözülmegi bilen bagly bolman, eýsem, gözegçilik edaralaryň gurulmagy we maýanyň erkin hereketine geçmekligi bilen baglanyşyklydyr. Aslynda bu mesele çözülip we gazna işiniň netijeliligini ýokarlandyryp bilýändir. Emma bir umumy dünýä biržasy monopoliýalaşdyrmaga we basdaşlygyň kamilleşdirýän bazar güýji hökmünde ýok bolmagyna getirer.

Käbir döwletlerde basdaşlary bolmadyk ýeke birža hereket edýär. Amerikanyň Birleşen Ştatlarynda we Ýewropanyň hem Aziýanyň öňdebaryjy döwletleriň köpüsinde köpsanly biržalaryň ulgamy yglan edilen bolsa-da, olarda hem birleşdiriji prosesler biržalary ulaldýarlar we birža pudagyndaky merkeze ymtylýan meýli güýçlendirýär. Biržalaryň ulalmagy we birža ulgamyndan ýeke birža geçmekligi söwdanyň üpjünçilik mehanizmlerinde üýtgeşmeler we olaryň bir nusga getirilmegi hem standartlaşdyrylmagy bilen baglydyr.

30 ýyl mundan öň hem Amerikanyň Birleşen Ştatlarynyň kongresi «Gymmatly kagyzlaryň bazarynyň milli ulgamynyň» döretmegine çagyrýardy. Geçen ýyllaryň dowamynda biržalaryň ulaldylmagy bolup geçdi – sebit biržalaryň ýedi sanysy öz işjeňligini bes etdi, dokuz sanysy bolsa başga biržalar bilen birleşdiler. Emma, Demirgazyk Koloradonyň uniwersitetiniň professory J. Pikiň pikirine görä, täze asyrda gymmatly kagyzlaryň bazary «Häzirki zaman tehnologiýalarynyň ulanylyşy baradaky kanunyň girizmeginden öň

we bazaryň bütewi ulgamyny döretmäge çagyrylyşlardan öň bolanyndan has bölekleýin we çylşyrymly» boldy.

2007-nji ýylyň noýabr aýynda Nýu-Ýork gazna biržasynyň wise-prezidenti Bostonda ylmy we okuw jemgyýetçiliginiň hem žurnalistleriň öňünde eden çykyşynda, döwletde ýeke biržanyň döredilmegi baradaky soraga ol birža işiniň netijeliligini nazary taýdan ýokarlandyrmaga getirmeli welin, emma tejribede bäsdeşligiň ýok edilmeginiň esasynda hemme zat tersine bolar diýip jogap berdi.

Emma 2008-nji ýylyň çökgünliginiň dowamynda biržalary birleşdirmegiň we olaryň işjeňliginiň üstündäki gözegçiligiň meseleleri düýbünden üýtgäp, täze gurluş boýunça işläp başladylar. Maliýe likwidliligiň we täze birža gurallarynyň çökgünligi (krizisi) biržanyň käbir däplere, hususan hem, biržalaryň ösüşiniň çäksizligi baradaky we täze birža gurallarynyň hakyky ykdysadyýetden aýryp bolýany baradaky düşünjeler bilen baglanyşykly bolanlara başgaça garamagy talap etdi. Netijede, birža işini has berk çäklendirmegiň meýilleri ýüze çykdy, biržalary düzgünleşdirmegiň mehanizminde üýtgeşmeler bolup geçip, biržalaryň işjeňliginiň we maýanyň hereketiniň halkara sazlaşygynyň zerurlygy baradaky soraglar, köpçüligiň ünsüni özüne çekdi. Ondan başga-da, netijeliligi ýokarlandyrmak we gazna işiniň üstündäki gözegçiligi kämilleşdirmek maksady bilen biržalary birleşdirmegiň meseleleri höwes döretdi.

Bazaryň ussatlyk derejesiniň agzalary. 1990-njy ýylyň başynda adamlaryň az sany Internediň birža infrastrukturasynyň ösüşindäki ornuny öňünden görüp bilýäni ýüze çykdy. Maglumatlaryň hereketiniň we birža talap edijiligi ýokarda bellenilen üýtgeşmeleri bilen bir hatarda Internediň giňden ulanylmagynyň esasy netijesi hökmünde bazara hünärmen bolmadyk adamlaryň girmegi boldy. Bazara «höwesjeň adamlar» geldi, bu söwdany üpjünleşdirmegiň döwrebap birža infrastrukturasynyň döredilmegi netijesinde ýüze çykdy. Bölek söwda müşderisi bolsa, öz gezeginde, bir topar üýtgeşmelere sebäp boldy: täze hyzmat ediş çägi guraldy, söwdanyň mehanizmi çalşyryldy, lomaý bazaryň özi bolsa lomaý-bölek bazara öwrüldi. Muňa laýyklykda, birža medeniýetliligi hem üýtgedi. Öň ol diňe uly bolmadyk ýapyk toparlara hyzmat edýän bolsa we onuň netijesinde

birža işi üçin saýlanan hem oňa goýberilen şahslaryň medeniýetliligi hökmünde gurulýan bolsa, indi birža medeniýetliligi köpçülikleýin bolup ýetişýär. Ol orta klasyň, ýagny bilimli, kompýuter we Internetden baş çykarýan, ortaça girdejili adamlaryň umumy medeniýetiniň bir bölegine öwrüldi. Şonda-da bazaryň lomaý tarapy saklanyp galmady-da, eýsem, ösdi. Biržanyň işgäri öz ýeňillikli ýagdaýyny saklady we berkitdi. Netijede, birža işiniň çäginde iki sany topar emele geldi. Olaryň biri toparlaýyn, biržanyň hünärmenleriň işi bilen çäkleşdirilen, ikinjisi bolsa köpçülikleýin, ilatyň uly we hemişe köpelip durýan gatlaklaryny özünde jemleýän topardyr.

Birža hünärmenleri. Söwdanyň möçberiniň ösmegi we onuň agzalarynyň sanynyň köpelmegi biržanyň tilsimatlaryna we mehanizmlerine, şeýle hem biziň öwrenişilen birža hünärmenleriniň keşbine täze talaplaryny bildirdi. Ýaňy-ýakynda birža hünärmeniň borçlaryna diňe alyş-çalyş prosesleriň üsti bilen bilmegi girdi. Ol biržanyň we biržanyň söwdasyna gös-göni gatnaşmaýan ýönekeý maýa goýujylaryň arasyndaky baglaşdyryjy adamdy. Häzirki wagtda birža hünärmenleri, köplenç, maslahatçy hökmünde, maýa goýujylara biržada söwda etmäge kömekleşýän gazna söwdasynyň kömekçi işgärleri hökmünde çykyş edýärler. Netijede, birža hünärmenleriniň bilim derejesi ösdi we olaryň ygtyýarynda bolan maglumatlaryň möçberi artdy. Munuň netijesinde bu hünäriň ýokary netijeliligi güýçlendi. Birža amallarynyň «höwesjeň adamlara» has elýeter bolup barýanlygyna garamazdan, birža işine hünär gatnaşygy biziň günlerimizde, edil öňküsi ýaly, ýokary netijeliligi bilen saklanyp galdy.

Söwdanyň maglumatlaýyn üpjünçiliginiň mehanizmleri, gymmatly kagyzlary tabşyrmagyň we saklamaklygyň mehanizmleri, şeýle hem biržalaryň guramaçylykly gurluşy, olaryň kanun çykaryjy düzgünleşdirilişi we arbitraž tejribeligi hem wajypdyr.

13.2. Esasy maglumat we kliring ulgamlary

Üç sany esasy gazna maglumat ulgamlary, 1980-nji ýylyň ahyrynda Reuters, Telerate we Quotron kompaniýalary biržalary buýurmalar bilen üpjün etmeklik bilen bir hatarda möhüm maglumat wezipeleriniň ýerine ýetirilmegine hem geçdiler. Hakykatyň

hatyrasyna, öň hem maliýe maglumatlarynyň üpjünçiligi boýunça ýöriteleşýän maglumat we analitiki gulluklaryň bolandygyny aýtmalydyrys. Emma olaryň alyp barýan işleriniň ähmiýeti we göwrümi has çäkli bolup durýardy. Soňra iri maglumat firmalarynyň hataryna Thomson Finance we Bloomberg hem goşuldy, Quotron kompaniýasy bolsa özüniň öňki eýeleýän ähmiýetini ýitirdi. 2005-nji ýylda Reuters--Telerate kompaniýasyny özüne geçirdi (20 ýylyň dowamynda olaryň arasynda ýiti bäsdeşlik dowam edip geldi). Munuň netijesinde bolsa bazarda maliýe maglumatlaryny satýan we buýurmalary gönüden-göni alyjydan satyja ýetirmäge ukyply bolan öňdebaryjy firmalaryň üçüsi: *Bloomberg, Reuters we Thomson Finance* emele geldi. Biziň hasaplamalarymyza laýyklykda, bu kompaniýalaryň arasyndaky güýç gatnaşygy girdejileriniň kapitalizasiýasy bilen kesgitlenilýän olaryň bahasy bilen ölçenilýär. 2006-njy ýylda bahalary degişlilikde 16, 10 we 8 *mlrd*. Amerikan dollaryna barabar boldy.

2007-nji ýylda Bloomberg[1] kompaniýasynyň ýyllyk girdejisi 5 *mlrd*. Amerikan dollaryndan hem ýokary boldy. 2001-nji ýyldan başlap M. Bloomberg (64 ýaşly agentligi esaslandyryjy) Nýu-Ýork şäheriniň meri bolup galýar. M.Bloomberg Amerikanyň 400 sany iň baý adamlarynyň sanawyna girýär. Ol özüniň paýnamalarynyň toplumyny (72%) satdy we 16 *mlrd*. Amerikan dollaryna barabar bolan bu serişdelere hem B.Geýtsiň haýyr-sahawat gaznasy bilen bäsdeş bolan ynsanperwerlik gaznasyny esaslandyrdy. Agentligiň beýleki paýnamaçysy dünýäniň iri maýa goýum banky – Meril Linç bolan.

Bularyň ählisinden ugur alsaň, maliýe agentlikleriniň täze üçlügi hem ýakyn wagtda üýtgärler. 2007-nji ýylyň maýynda maliýe *Reuters* we *Thomson Finance* toparlary goşulmak boýunça 16 milliard Amerikan dollaryna barabar bolan geleşigi taýýarlygy hakynda mälim etdiler.

---

[1] Kompaniýa köpçülikleýin bolup durmaýar we onuň bahasy hem gytaklaýyn – deňeşdirme usuly arkaly kesgitlenilýär. Kompaniýanyň baha beriş nyrhy 16 *mlrd.* Amerikan dollaryna barabar bolup durýar. Baha bermeler onuň girdejiliigine salgylanylyp geçirildi we 2007-nji ýylda muňa meňzeş bolan, Reuters kompaniýasynyň Londonyň gazna biržasyndaky 10 *mlrd.* Amerikan dollaryna barabar bolan kapitalizasiýasynyň netijesinde kesgitlenildi.

Birža kliring ulgamlary. Ýewropada iri birža kliring ulgamy bolan CREST günüň dowamynda 300 *mlrd*. funt sterling mukdaryna barabar bolan 300 sany geleşik geçirýär. Bu ulgam Londonyň gazna biržasynyň (London clearing house) kliring ulgamy, şeýle hem Ýewropanyň beýleki söwda meýdançalarynyň kliring ulgamlary bilen ysnyşykly gatnaşykda işleýär. Täze ýüzýyllykda *CREST* Central markets office *(CMO)* arkaly iňlis hökümetiniň obligasiýalarynyň kliringi üçin niýetlenilen iriCentral gilts office *(CGO)* kliring kompaniýasyny, şeýle hem iňlis pul bazar gurallarynyň kliring ulgamyny *(OEICS)* özüne siňdirdi. Häzirki wagtda *CREST* Amerikanyň öňdebaryjy kliring ulgamlarynyň biri bolan *NASDAQ* bilen gatnaşyklary ýola goýdy. Hut şu maksat bilen hem gymmatly kagyzlary saklamagyň birža ulgamy bolan Depositary trust corporation *(DTC)* bilen alyş-çalşy ýola goýdy.

1999-njy ýylda Şwesiýada üç sany esasy – *CSD, SEGA* we InterSettle birža kliring ulgamlarynyň birleşmeginiň netijesinde tölegleri guramagyň täze ulgamy – SegaInterSettle *(SIS)* emele geldi. Täze töleg ulgamy Demirgazyk biržalaryň assosiasiýasyna girýän biržalara hyzmat edip başlady.

Täze ýüzýyllykda sebitleýin Günbatar Ýewropanyň iri kliring ulgamlarynyň ikisiniň – Cedel we Deutsche Borse Clearing-niň birleşmesi bolup geçdi. Täze ulgam Clearstream adyna eýe boldy we kliring banklarynyň özboluşly banklary (has kiçi kliring ulgamlaryna hyzmat edýärdi) hökmünde çykyş edip başlady.

13.3. Gazna indeksleriniň taryhy

XX asyrda birža işine gazna indeksleri köpsanly üýtgeşmeleri getirdiler. Olaryň kömegi bilen işjeňligi kesgitläp başladylar we hojalygyň umumy ýagdaýyna baha berip başladylar, dürli pudaklaryň, sebitleriň we kompaniýalaryň nukdaýnazarlarynyň gatnaşygy kesgitlenilip başlandy, asyryň ahyrynda bolsa indeksleriň esasynda guralan maliýe şertnamalary bilen söwdalaşyklary başladylar.

Dou Jonsonsyň indeksleriniň taryhy. 1884-nji ýyldan başlap Dou, Jons &Ko kompaniýasy tarapyndan işlenilip düzülen Dou Jonsonsyň (Dow Jones Indexes) iň köne indeksleri hereket edýärler.

1882-nji ýylda ony Çarlz Genri Dou, Eward Wewis Jons we Çarlz Milford Bergstresser[1] dagylar esaslandyrdylar. Bularyň birinjisi we soňkusy üstünlik gazanýan habarçylar, ikinjileri bolsa zehinli matematik we statist, şeýle hem mukdar seljermesine uly goşant goşan nazaryýetçi bolupdyr. Bilelikde olar maglumat-maýa goýum kompaniýasyny esaslandyrýarlar we birža işjeňligini kesgitlemek ýaly söwdanyň hem-de kompaniýalaryň ýagdaýlaryna baha bermek üçin indeksleri teklip edýärler.

1884-nji ýylda Ç. Dou ilkinji – Dow Jones Average indeksini döredýär. Ol ilkibaşda 11 sany: dokuzy demir ýol we iki senagat kompaniýalarynyň paýnamasyny görkezipdir. 1896-njy ýylda bu indeks diňe senagat kompaniýalaryndan ybarat bolan Dow Jones Industrial Average indeksine öwrülýär. Indeksiň gurluşynyň ýörelgeleri esasy häsiýetnamalarynda biziň günlerimize çenli gelip ýetdi.

1889-njy ýylda gündelik «Klient» neşiriniň binýadynda ilkibaşda tutuş *ABŞ*-nyň, soňra tutuş dünýäniň maliýe ugurly neşirine öwrülen «Wall Street Journal»[2] gazetiniň çykarylyşyna başladylar. Ilkibaşda gazet dört sahypadan ybarat bolup, iki sente satylypdyr. Neşirýatçylar esasy girdejilerini reklamadan gazanypdyrlar, çünki onuň her bir setiri 20 sente barabar bolupdyr. Ol wagt kompaniýada eýýäm 50 adam zähmet çekipdir. 1934-nji ýylda irdenki goýberilişler ýatyrylypdyr we gazet täze gündelik goýberilişe öwrülipdir. 1942-nji ýylda standart görnüşde bolan baş sahypa girizilýär we ol 2002-nji ýylyň 9-njy apreline çenli üýtgewsiz saklanylýar.

1946-njy ýylda «Uzak gündogar ykdysady syny» (Far Eastern economic review) döredilýär. Ol sebitleýin indeksleriniň ençemesini döredýär. 1976-njy ýylda Asian Wall Street Journal analitiki žurnalynyň goýberilişine başlanylýar, 1983-nji ýylda bolsa ikinji se-

---

[1] Dou, Jons &Ko kompaniýasy Nýu-Ýorkda Wall Street-däki 15-nji öýde ýerleşdirilen ofisde esaslandyrylýar. Ol dessine Flimciesady bilen elde ýazylan gündelik kitapçalarynyň (býulletenleriň) ýaýradylmagyna girişýär. Olary hat-pet gatnadýançy oglanjyklar ýaýradypdyrlar. Soňky ýylda kompaniýa «Irdenki gepler» bölümi bilen başlanýan «Kliýent» ady bilen gündelik bellikleriň goýberilişine girişýär.

[2] 1947-nji ýylda gazet ilkinji gezek iň gowy neşir hökmünde abraýly Pulitser baýragyna eýe bolýar. Soňra 31-nji Pulitser baýragyna hem eýe bolýar. 1966-njy ýylda gazetiň goýberilişi 1 *mln* ekzemplýardan aşýar.

bitleýin (ýewropa) analitiki neşiri bolan The Wall Street Journal Europe žurnalynyň goýberilişine başlanylýar.

1992-nji ýylda Herst korporasiýasy bilen SmartMoney ýörite neşirini taýýarlaýarlar, 1995-nji ýyldan başlap bolsa, häzirki wagtda The Wall Street Journal – On-line – WSJ.com ady bilen belli bolan Money&Investment Update atly neşiri taýýarlaýarlar. Redaksiýa hakyky wagt giňişliginde gije-gündiziň dowamynda 24 *sagat* işleýär (On-line). Geçen asyryň ortalaryndan başlap maglumaty ýaýratmakda internet, radio we wideo aragatnaşygy giňden ulanylyp başlanýar, kotirowkalar we indeksler bolsa hakyky wagt şertlerde dürli internet-neşirleriniň üsti bilen geçirilýär.

2007-nji ýylyň maýynda Bafetleriň[1] maşgalasy R. Merdekden[2] «Dou, Jons we Ko»-ny (5 *mlrd*. Amerikan dollaryna) we degişlilikde, onuň gözegçilik edýän iri maliýe neşiri bolan The Wall Street Journal žurnalyny bermek hakyndaky teklibi alýar. 1988-nji ýylda Personlaryň maşgalasyndan «Financial Times» neşirini almak bilen hemişe The Wall Street Journal žurnalyny almak üçin mümkinçiligiň bardygyny aýdýar.

Indeksleriň ösüşinde möhüm ädimler «Dou Jons we Ko» kompaniýasy tarapyndan indiki bilelikdäki kärhanalaryň esaslandyrylmagy bolup durýar:

1998-nji ýylda Nemes biržasy we *SWX* bilen *STOXX* esaslandyrmagy;

1999-njy ýylda Reuters we «Wedomosti» bilen Factiwanyň esaslandyrylmagy.

Täze neşirler sebitleýin indeksleri işläp taýýarladylar we yzygider esasda düzüp durýarlar. 1997-nji ýylda esaslandyrylan Market-Watch ulgamy öňdebaryjy prowaýdere öwrülýär, ol hakyky wagtyň dowamynda işewürlik-täzelikleri, maliýe maglumatlary we seljerme, şol sanda dürli indeksler bilen üpjün edýär. Täze internet-neşiri dünýäniň 100 sany öňdebaryjy internet-neşirleriniň arasynda orun alýar.

---

[1] Maşgala kompaniýanyň 64%-i sese eýe bolan (24% paýnamalar ýörite köp sesli derejesinde bolup durýar).

[2] 1950-nji ýylda R.Merdek Worchester College, Oxfordda okapdyr we W.I. Leniniň işleri bilen içgin gyzyklanypdyr, otagynda onuň heýkelini saklapdyr.

Resmi däl ýagdaýda kompaniýa esaslandyrylandan bäri Ç. Dou (1851-1902) onuň ýüzi bolýar, 1900-nji ýylda onuň prezidenti bolýar. Kompaniýanyň eýeçiligindäki üýtgetmeler onuň ilkinji prezidentiniň Bruklinde (Nýu-Ýorkda) aradan çykmagy bilen başlanýar. Ç. Bergstresseriň hyzmatdaşlary Ç. Dounyň paýyny onuň miras düşerinden satyn alan Klerens Berron (1858-1928) we T. Wudlok bolýarlar. 1930-njy ýylda kompaniýa «Dou Jons we Ko» Nýu-Ýorkuň gazna biržasynda paýnama listingi bolan korporasiýa üýtgedilýär. Soňra korporasiýanyň paýnamalarynyň esasy bukjasy Bancroftlaryň maşgalasyna (Klerens Berronyň mirasdüşerleri) geçýär. Korporasiýada 7 müňden gowrak adam işleýär we onuň girdejisi ýylda 500 million Amerikan dollaryndan hem geçýär.

Dou Jonsyň esasy indeksleri:

Dow Jones Industrial Average;

Dow Jones STOXXIndexes (Nemes gazna biržasy we *SWX* group bilen bilelikde) – öňdebaryjy umumy ýewropa indeksleriniň hereketlerini häsiýetlendirýär;

Dow Jones Wilshire 5000 (WilshireAssociates bilen bilelikde) – 5 müň sany esasy Amerikan paýdarlar kompaniýalarynyň hereketlerini görkezýär (indeks Wilshire maşgalasy tarapyndan 1974-nji ýylda düzülýär, 2004-nji ýylyň aprelinden başlap bolsa onuň goýberilişi üçin Dow Jones jogapkär bolup durýar);

Dow Jones Total MarketIndexes – indeksleriň giň toplumy bolup, aýratyn alnan ýurtlaryň, sebitleriň, pudaklaryň we ulgamlaryň maýa goýum taýdan özüne çekijiligini häsiýetlendirýär.

Dow Jones TitansIndexes – ýurtlar, sebitler we pudaklar boýunça «mawy fişkalaryň» hereketini görkezýär.

Indeksler her bir 35 ýurtda, şeýle-de, sebit we tutuş dünýä boýunça onuň ähli bazarlarynda bolşy ýaly, aýratyn alnan bölekleri boýunça hem paýnamalaryň hereketini görkezýärler. Yzygiderli 5 müň sany indeksleri neşir edýärler. Dow Jones indeksleri 1 trln. Amerikan dollary möçberindäki paýnamalaryň hereketini häsiýetlendirýär. Indeksler bilen **www.djindexes.com** saýtynda tanyşmak mümkindir. Bu indekslerden başga-da, beýleki indeksleri işläp taýýarlamak bilen

öňdebaryjy reýting agentlikleri, maliýe neşirleri, maýa goýum banklary we biržalar meşgullanýarlar.

Ähli indeksler iri korporasiýalaryň we biržalaryň nyrhlarynyň hereketini häsiýetlendirýän, şeýle-de pudaklaýyn bahalary we beýleki görkezýän toparlara bölünýärler.

Umumy indeksler. Umumy alanyňda gazna bazarynyň hereketi özbaşyna umumy indeksler hökmünde göz öňüne getirilýär. Köplenç ýagdaýlarda, olar işewürlik işjeňliginiň häsiýetlendirilmegi üçin umumy elýeter bolan neşirlerde getirilýär. Şeýle indekslere Dow Jones Industrial Average, S&P 500 Index, Beýik Britaniýada – *FTSE* 100 (maliýe neşiri tarapyndan goýberilýär), *BBC* Global (*BBC* teleradio goýberiş korporasiýasy tarapyndan 2004-nji ýylyň 29-njy sentýabryndan bäri goýberilýär we üç yklymda ýerleşen 30 sany öňdebaryjy korporasiýadan ybarat bolup durýar), Fransiýada – *CAC* 40, Germaniýada – *DAX*, Ýaponiýada – Nikkei 225 degişli bolup durýar.

Häzirki wagtda aýratyn alnan gurluşlaýyn indeksler ulanylýar, olar deňeşdirmeklige we bazaryň hem-de onuň aýratyn alnan bölekleriniň hereketiniň umumy häsiýetnamasyna gönükdirilen, şeýle hem degişli toparlar boýunça ýörite indeksler bolup durýar.

«Birža» indeksleri. Gazna biržalaryndaky paýnamalaryň hereketi bilen bagly bolup durýarlar. Şeýle indeksler biržalaryň ählisinde bardyr. Has mälim bolan indeksler *NYSE*, *NASDAQ*, American stock exchange bolup durýar. Seýrek bolmadyk ýagdaýda birža indekslerini umumy indeksler bilen gatyşdyrýarlar. Hakykatdan hem, Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň indeksini, köplenç halatda, işewürlik işjeňliginiň umumy häsiýetnamasy üçin ulanylýar. Şeýle-de bolsa, uly bolmadyk biržalaryň indeksleri diňe şol biržadaky işleriň işjeňligini we ýagdaýyny häsiýetlendirýärler hem-de sebit ýa-da pudaklaýyn ähmiýete eýe bolup durýarlar. Şeýle indekslere Russiýanyň 50 sany kompaniýalaryny özünde jemleýän *PTC* (Moskwa), *SSE* Composite – Şanhaý gazna biržasynda (Hytaý) görkezilen ähli paýnamalaryň indeksleri.

Maýa-goýum – bank indeksleri. Umuman alanyňda, umumy indekslere degişli bolan ähmiýetlerine eýe bolup durýarlar. Munuň häsiýetli mysaly hökmünde meşhur Morgan Stanley (*MSCI* World)

maýa-goýum bankynyň indeksleri çykyş edip bilerler, olar 23 ýurduň esasy kompaniýalarynyň gymmatly kagyzlarynyň hereketini häsiýetlendirýär. Indeks 1969-njy ýylyň 31-nji dekabryndan bäri hasaplanylýar.

Ýöriteleşdirilen indeksler. Bu indeksler bazaryň ýörite böleklerinde ýa-da aýratyn alnan sebitlerde hümmetleriň **Web** maýalaryň hereketleriniň aýratynlyklaryna üns berýärler. Morgan StanleyBiotech Index munuň mysaly bolup bilýär we onda biotehnika ulgamynda işleýän 36 sany Amerikan kompaniýasy görkezilendir: S&P Azia – – 50 – Aziýa sebitiniň gymmatly kagyzlarynyň 50 %-iniň toplumlaýyn indeksi (Gonkongyň, Singapuryň we Taýwanyň kompaniýalary görkezilendir).

Ýörite toparlaryň arasynda iki sany aýratyn görnüş tapawutlanýar: etiki we innowasion indeksler diýlip atlandyrylýarlar we çäklendirilen hereketlere eýe bolup durýarlar hem-de seýrek bolmadyk halatynda ýoýulýandyklary we bir taraplylyklary üçin tankytlanylýar.

Etiki indeksler. Durmuş ulgamyna gönükdirilen kompaniýalaryň paýnamalarynyň hereketini görkezýärler we maýa goýumlaryň hem-de gymmatly çäkleriň hereketleriniň häsiýetnamalarynyň «ideologiýadan daşda bolmaklaryna» ymtylýarlar. Indeksler arkaly esasy nyrh çäkleriniň tehniki taraplary häsiýetlendirilýär.

Ekologik indeksler. Ýöriteleşdirilen kompaniýalaryň we pudaklaryň işini häsiýetlendirýärler. Şeýle indeksler üçin Dow Jones SustainabilityIndex we Wilderhill Clean Energy Index mysal bolup biler, olar ekologik, taýdan arassa energetika kärhanalarynyň paýnamalaryna bolan nyrhlaryň hereketini görkezýär.

Çaklamalaýyn indeksler. Aýratyn hem bazaryň ösüş esaslarynda gurlan indeksler tapawutlanýarlar. Olar paýnamalaryň ösüşiniň esasy tendensiýalaryny we ugurlaryny görkezmek üçin niýetlenen bolup durýarlar. Bu indeksler ýokary howply ýagdaýdaky indeksleri tapawutlandyrmaga we degişlilikde, olary maýa goýujynyň bukjasyndan çykarmaga mümkinçilik berýärler. Köplenç halatlarda, bu indeksler içerki ulanyşlar üçin niýetlenen bolup durýarlar. Olary her iri maýa goýum gaznasy maýa goýujylaryň dürli toparlary: konserwatiwler – minimal howply we az girdejili; aramlar – ortaça howp

derejeli we girdejili; howplular – ýokary howplulykly we ýokary girdejililer üçin işläp taýýarlaýarlar.

Maýa goýum indeksleri. Innowasion indekslerini işläp taýýarlamaklyga goşan goşantlary üçin her ýyllyk maslahatda (Super Bowl of Indexing Conference) baýraklara (IndexingAchievement Awards) aşakda görkezilen indeksler mynasyp boldular:

➢ has innowasion binýatlaýyn nusgawy indeksler;

➢ 2004-nji ýylda – *CBOE* S&P 500 Buy Write Index *(BXM)*;

➢ 2005-nji ýylda – *FTSE/RAFI* Fundamental Index Series;

➢ has innowasion kreatiw indeksler (maliýe-haryt bazarlarynda we ösüp gelýän pudaklarda);

➢ 2004-nji ýylda – Shares *MSCI EAFE (EFA)* and Emerging Marcets;

➢ 2005-nji ýylda – Easy*ETF GSCI* Commodities *ETF*;

➢ Deriwatiwleriň has innowasion indeksleri;

➢ 2004-nji ýylda – *CBOE* Volatility Index *(VIX)* Futures;

➢ 2005-nji ýylda –Opsion on Vanguard *VIPERS* at the Futers.

Kompazision indeksler. Indeksleri toparlandyrmagyň möhüm ugry bolup, olary hasaplamak ulgamy çykyş edýär. Ahyrynda ol iki sany usula eltilýär – ýönekeý we kompazision, olar indeks görnüşleriniň ýönekeý we kompazision görnüşlerini görkezýärler. Bularyň birinji görnüşi taryhy gelip çykyşly bolup, häzirki wagtda seýrek ýagdaýda ulanylýar.

1928-nji ýylda Standart & Poor’s ilkinji gezek kompazision gazna indeksleriniň gündelik çykarylyşyna başlady. Standart & Poor’s 500 Index neşirleriniň häzirki zaman görnüşi 1957-nji ýylda ýola goýuldy. 1963-nji ýylda Arnold Bernhard – Value Line Average Stock Index kompaniýasy özüniň hususy kumulýatiw indeksleriniň neşir edilmegine girişýär.

Şunlukda, 1974-1980-nji ýyllarda Financial Times (*FTSE* 100), Wall Street Journal, Bloomberg, Reuters we ähli beýleki gazna biržalary kompazision indeksleri girizdiler. 1980-nji ýylda ýöriteleşdirilen kompazision indeksler peýda bolup başlady we olary

belli bir pudaklaryň hereketini olaryň işiniň deňeşdirme häsiýetnamasy üçin tapawutlandyrdylar. Häzirki wagtda ýokarda agzalyp geçilen indeksler bilen bir hatarda indiki kompazision indeksleri hem giňden ulanylýar: Dow Jones *STOXX* 600, *STOXX* 50, Euro *STO-XX* 50.

Russiýada kompazision indeksler 1993-nji ýylda peýda boldy. Şol wagta çenli ähli gurluşlar, şol sanda onlarça biržalar, gazet redaksiýalary, dellalçylyk edaralary, konsultasion firmalar indeks hasaplamalaryna geçipdiler. Häzirki wagtda indeksleriň sany birden azaldy we umumy ykrar edilenler hökmünde birnäçe indeks galdyryldy.

Obligasiýa indeksleri. Ahyr soňunda, gazna indeksleri paýnamalaryň ýokarda görkezilen indeksler bilen bir hatarda obligasiýa indekslerini hem özünde jemleýärler. Mundan başga-da, hereketi aýratynlykda umumy hojalyk ösüşi däl-de, obligasiýalar bazarynyň ýagdaýyny görkezýärler. Obligasiýa indeksleriniň has belli bolanlary – Lehman Aggregate, Citigroup BIG, Merrill Lynch Domestic Master bolupdyr. Indeksleriň esasy bölegi umumy indeksleriň ýasamasy bolup, gazna bukjasyny emele getirende, dürli gaznalaryň isleglerini kanagatlandyrýar.

14. Sargyt № 2448

XIV bap

BIRŽA MEDENIÝETI

14.1. Umumy çemeleşme

Birža medeniýeti maýalaryň etikasynyň we kapitalizmiň ahlaklylygynyň gönüden-göni dowamy (we onuň hereketiniň ýokary görnüşi) bolup çykyş edýär. «Dellallaryň ahlaklygy» kesgitlemesi dürli halklar üçin dürli görnüşde ýaňlanýandyr. Amerikanlar üçin ol diňe bir garaşsyz bolman, eýsem, üstünlik gazanmak, indiwiduallyk we «Amerikan arzuwlarynyň» birža işi arkaly elýeterliligi bilen laýyk bolup durýar. Ýewropalylaryň aglabasy, aýratyn hem nemesler we fransuzlar «makler» adalgasyny ulanýarlar, ol bolsa Gündogara tarap hereket etdigiçe ýaramaz alamata eýe bolýar we seýrek bolmadyk halatda aldaw we hile bilen manydaş bolup çykyş edýär. Ýewropada «ahlaklylyk» we «makler» düşünjeleri, köplenç halatda, biri-birine garşydaş manydaky düşünjeler hökmünde seredilýär[1]. Şeýle-de bolsa ýene bir nukdaýnazar bar, ýagny oňa laýyklykda birža işiniň ahlak-etiki tarapy baradaky mesele umumy jemgyýetiň hojalyk medeniýetiniň meselesinden aýrylmaz bolup durýar. Hakykatynda, goşmaça wariant hem mümkindir: ýagny birža medeniýetini dellallaryň «ýaşaýyş gurşawynyň» meselesine eltilmegi bolup durýar. Şeýle ýagdaýlarda birža medeniýetini arassa ykdysady kategoriýa degişli edýärler, ýagny şeýle ýagdaýda oňa bolan gatnaşyklar adaty ykdysady çemeleşmelerinden tapawutlandyrylmaýar. Mundan başga-da, ol jemgyýetiň hojalyk medeniýetiniň düzümine hem girýändir. Hemişe

[1] 1990-njy ýylyň ilkibaşlarynda Russiýada degişli işi häsiýetlendirmek üçin «makler» ýa-da «dellal» adalgalarynyň ulanylyş meselesi boýunça uly jedeller boldy. «Makler» düşünjesiniň ýaramaz häsiýetleri öwrenişikli bolan we köplenç, onuň manysynda aldaw, hile, kanuna garşy we gadagan edilen işleriň ýerine ýetirilmegi düşünilýän ruslar üçin bitarap häsiýetli bolup durýandygy üçin «dellal» sözi ýeňiş gazandy.

bolşy ýaly, hakykat merkezde ýerleşýär: birža medeniýetiniň umumy medeni gurşaw bilen bolşy ýaly, umumy medeni gurşaw, şeýle hem hojalyk ulgamy bilen hem kesişme ýerleri bardyr we gönüden-göni maýa medeniýetiniň kwintessensiýasy hökmünde çykyş edýär.

Birža medeniýetiniň emele gelmegindäki esasy çemeleşmeler. Birža ulgamynyň kemala gelmeginiň barşynda dellallaryň işini üpjün edýän algoritmler diňe bir kanunçylyk namalaryna däl, eýsem, adamlaryň özlerini alyp baryşlaryna hem «gaýtadan ýazylypdyr». Ýöriteleşdirilen institutlaryň peýda bolmagy bilen ähli «ýazgylar» hil taýdan düýpgöter täze derejä çykaryldylar. Dürli aňlaýyş derejeleri – dini kesgitlemeler we aksiomalar, däpler, kadalar we kanunlar we olara degişli bolan jeza beriş çäreleri (mysal üçin, bergisi üçin gulçulyga satmak ýa-da bergi çukuryna ýerleşdirmek, jemgyýetçilik ýazgarmasy we mümkin bolan ýaramaz gatnaşyk hem-de gybatlar) kem-kemden birža medeniýetiniň hyzmat çägine geçirilip başlandy. Şunlukda, ädimme-ädim dellallaryň başarjaňlyklarynyň ýaşyryn kadalary emele gelip başlady.

Birža medeniýetini kadalaşdyrmagyň gurallary ýaşaýşyň bazar gurşawynda «genetiki taýdan» gönükdirilen kesgitli alnan adamyň özüni alyp barşynyň toplumlaryny emele getirdiler. Şeýle-de bolsa bazar hojalygynyň çäklerinde, şonuň ýaly-da emele gelen bazardan daşary wagtlaýyn gurşawlarynda «genetiki» kodlaryň bozulmalarynyň we şowsuzlygynyň mysallaryna duşmak bolýar. Ýaşaýşyň bazar gurşawyndaky bozulmalar biržalaryň howsalalarynyň we tolgunyşyklarynyň, krizisler we çökmeklik görnüşinde ýüze çykyp başladylar. Olar gysga wagtlaýyn häsiýetnama we çäklendirilen iş ulgamyna (çökmeklik bellibir toparlara degişli bolupdyr, krizisler bolsa ýokary galmaklyga orun beripdirler) eýe bolupdyrlar. Şowsuzlyklar bazardan daşary ýurtlar üçin möhüm netijelere getiripdir. Mundan başga-da, ilatyň bir bölegi üçin adaty bolan bazar gatnaşyklaryndaky hereketlerine beýleki bölegiň bazardan daşary we däp bolan gatnaşyklary garşy çykypdyrlar. Bazardan daşary gurşawdaky hojalykda hereket etmekligiň «genetiki» kodlary bozulan adamlar tiz dessine aňlaýyşlarynyň, pikirleriniň we edýän hereketleriniň däp

bolan görnüşlerini üýtgetmäge ukyply bolmaýarlar.Bazardan daşary gurşawdan inersiýa boýunça bazar gatnaşyklaryna geçmeklikde häzirki wagtda hem hojalyk şertlerine baha bermegiň köne düzgünleri saklanyp galýar. Olaryň üýtgedilmegi üçin wagt zerur bolup durýar (seýrek bolmadyk halatda bir nesliň ömrüniň çäginden çykýan), ol wagtyň dowamynda aňlaýyş täze hojalyk şertlerine uýgunlaşýar.

Öňki bazara degişli bolmadyk hojalyklary birža medeniýetiniň umumydünýä derejesine çykarylmagy üçin diňe bir wagt däl, eýsem, şertler hem zerur bolup durýar. Ol şertleriň arasynda nazary barlaglar, birža işiniň we karz maýasynyň ýaýradylmagy, ykdysady ösüşde olaryň eýeleýän orunlarynyň we ähmiýetleriniň düşündirilmegi we ilatyň ýaşaýyş-durmuş derejesiniň ýokarlandyrylmagy, maýa goýum, walýuta, karz we birža syýasatynyň we birža gurallarynyň işlenilip düzülmegi möhüm orna eýe bolup geldiler. Birža işiniň oňyn tejribesiniň ähmiýetli bolup durýandygy mese-mälimdir.

Bazar gatnaşyklaryna geçmeklikde birža, dellalçylyk işi we olara ýanaşyk howplar, birža oýunlary we hileler, girdejiler hakyndaky köne pikirlenmeler seýrek bolmadyk halatda düýpli üýtgedilmelere sezewar edildiler. Birža medeniýetiniň dikeldilmegi üçin institusional we kanunçylyk özgertmeleri geçirildi we özüňi alyp baryş hem-de hereketler üçin kesgitli çäklendirmeler kesgitlenildi (olar kanunçylyk we ahlak aspektlerine eýe bolup durýardy). Şeýle-de bolsa munuň üçin ýene-de, birža gurşawyndaky çaknyşyklaryň kritiki derejeden ýokary bolmazlygy, ilatyň bolsa biržalara we dellallara oňyn bolmadyk halatynda-da (bu iň islenilýän) iň azyndan garaşsyz gatnaşykda bolmaklary zerur bolup durýandyr. Eger-de şeýle zatlar bolmadyk bolsa, onda birža gurşawy ýykylýar we munuň netijesinde hem mälim bolşy ýaly, birža işinden gelýän oňyn ykdysady netije gazanylmaýar we jemgyýetçilik biržalaryň ähmiýetine kembaha garap başlaýarlar. Şeýle ýagdaýda bolsa olara bolan duşmançylykly we ynamsyzlyk gatnaşyklary peýda bolýar.

Birža medeniýetiniň konsepsiýasyna gatnaşykdaky esasy çemeleşmeler. Birža medeniýetiniň konsepsiýasynda ilkinji nobatda iki sany esasy aýgytlaýjy wezipeler ýerleşdirilendir: 1) birža hojalygynyň etiki-psihologiki birligini üpjün edýän jemgyýetiň

güýçleriniň kesgitlenilmegi; 2) etiki güýçleriň nähili ýagdaýda birža gymmatlyklaryna we institutlaryna, geleşiklerine täsir edýändigini we nähili ýagdaýda olary şertlendirýändiklerini hem-de üýtgedýändiklerini ýüze çykarmak. Diňe bir ykdysadyýet däl, eýsem, durmuş gurşawy hem biržalaryň we olaryň gurallarynyň hereket etmekleriniň esaslaryny emele getirýärler. Durmuş-psihologiki gurşaw aýratyn alnan çemeleşmelerde, etiki kadalarda we dessurlarda emele gelýär. Käbir has möhüm etiki kadalar kem-kemden kanunlarda berkidilýär we tertip-düzgüniň saklanylmagy, geleşikleriň şertleriniň hökmany ýerine ýetirilmegi we oňa gatnaşyjylaryň howpsuzlygynyň üpjün edilmegi üçin zerur bolup durýan güýç ulanyş hereketlerinde öz beýanyny tapýarlar. Olar şeýle hem pullaryň, harytlaryň we maýanyň zerur bolan gurluşlaýyn guramaçylygyna we gönükdirilmesine ýardam edýändirler. Birža işiniň aýratyn etiki we medeni gurşaw hökmünde düşünilmegine biržalaryň ykdysady kesgitlenmesi gapma-garşy goýulmaly däldir. Biržalaryň ähli taryhy diňe ruhy we maddy, durmuş-psihologiki we ykdysady ösüşleriniň birliginde geçýär.

14.2. Birža medeniýetiniň kemala gelmegi

Birža höweslendirmeleri umumadamzat işjeňliginden, köplenç halatda bolsa, olarda gizlin dini, medeni, gündelik durmuş we hojalyk örtgüleri we ters pikirleri bilen tapawutlanýarlar. Söwda dessurlary baryp Antiki eýýamda döräpdirler, kapitalizmiň döräp başlan (söwdanyň etiki taraplary baryp merkantilistler tarapyndan işlenilip düzülipdir) Renessans eýýamynda berkidilýärler we doly ölçegde ykrar edilýär. Olaryň aglabasy degişli kanunlarda daşary ykrarnama hem eýe bolýarlar. Söwda we aýratyn hem birža işine düýp goýlan etiki çemeleşmeler arassa kapitalistik bolup durmaýarlar. Şeýle-de bolsa, adam netijeliliginiň diňe bir hojalykda däl, eýsem, ahlak gurşawda hem maksimal derejede biržalar tarapyndan erkinleşdirilipdir we bu hem ykdysady ulgamda bolşy ýaly, medeni gurşawda hem kapitalistik eýýamynyň hökmürowanlyk döwrüne getirilmegini üpjün edipdir. Umuman alnanda, kapitalizmiň we birža işiniň öňdebaryjy tarapy, has takygy, has köpe eýe bolmaklyga we

bähbitleri maksimallaşdyrmaklyga bolan ymtylyş bolup durýar. Ol hojalyk işiniň ahlak düşündirilişiniň höweslendirilmesi bolupdyr. Maýanyň girdejisini maksimallaşdyrmaklyga bolan ymtylyş (girdeji, göterim, kärende, maržalar) «medeni» taýdan esaslandyrylmagyna zerurlyk çekipdir we seýrek bolmadyk halatda degişli nusgalaryň we kultlaryň döredilmegine getiripdir. Hut kapitalizmde araçylyk işi ýokary derejeli görnüşe eýe bolupdyr. Orta asyrlarda alyp-satarlary ýazgarypdyrlar we döwletden çykaryp kowupdyrlar. Uzak wagtyň dowamynda ybadathana göterim we girdeji alýanlary ýazgarypdyr we diňe söwdanyň ýaýbaňlanmagy bilen ol öz garaýyşlaryna gaýtadan seredipdir. Birža işindäki ahlaklylyk zerur bolan nazary esaslandyrmalar we iş ýüzündäki hereketler bilen berkidilipdir. Biržaçylaryň ählumumy ahlak taýdan aklanmagy uzak wagta çekmändir. Birža respektabelliginiň abraýynyň gaçyrylmagy üçin düýpli esaslandyrmany K. Marks geçirýär. Soňra dellallaryň we biržalaryň tutuşlygyna endiklerini şübhe astyna goýmak we ahlaksyzlyklaryny subut etmek boýunça köpsanly synanyşyklaryň edilýändigine gözegçilik edildi. Emma olar ýeterlik derejede esasly däldi we köp babatda deklaratiw hem-de görkezme häsiýetli bolup, ideologiki wezipeleriň çözülmegine gönükdirilendir. Umuman alnanda, bazar hojalyklaryndaky ösüş ykdysady ösüşde biržalaryň we dellallaryň gatnaşygynyň ahlak taýdan ykrar edilmegine we olaryň işleriniň utgaşmagyna tarap alnyp barlypdyr. Ýokary howplar we psihologiki basyşlar ýokary girdeji bilen öwezi doldurylýar. Biržalar ykdysadyýetiň hereketlendiriji güýji hökmünde ykrar edildiler we şunuň bilen birlikde ahlak taýdan arassa hökmünde ykrar edildiler.

Birža düzgüni diňe bir ahlak şertlerine we dessurlaryna esaslanman, eýsem, birža işini kadalaşdyrýan degişli döwlet kadalarynda we kanunlarynda berkidilýärdi, şonuň üçin hem aňlaýşyň kemala gelmeginiň taryhy önümi bolup, jemgyýetçilik ösüşiniň barşynda üýtgäp durýar.

Birža medeniýetiniň kemala geliş prosesiniň öz taryhy bardyr. Gadymy we Antiki eýýamlarynda özbolușly söwda, pul we kredit gurşawy kemala getirilipdir we ol umumadamzat medeniýetinden üzňe däldir hem-de jemgyýetiň medeni-hojalyk durmuşynyň bir bölegini

düzüpdir. Emele gelen hojalygyň we medeniýetiň durgunlaşmagy we bölekleýin bozulmasy Rim imperiýasynyň ýykylmagy bilen başlanýar. Uzak wagtyň dowamynda bolup geçen oňşuksyz gatnaşyklar köpsanly medeni-hojalyk gazanylanlarynyň yza tesmegi bilen häsiýetlendirilýär we araçylyk işinden çetleşik bolan däp bolan garaýyşlaryň hem-de çemeleşmeleriň yzyna gaýtarylmagyna getirdi.

Renessans döwründe we soňraky döwrebaplaşdyrylmanyň barşynda söwda medeniýeti gaýtadan döredildi we sözüň doly manysynda kem-kemden hojalyk gurşawyna aralaşyp başlady. Nobatdaky ewolýusion dolanyşyk, hil taýdan başgaça gurşawda bolup geçýär we täze özüňi alyp barmak tertibiň gönükdirmelerini we çemeleşmelerini kemala getirýär.

XVII asyryň ortalarynda Angliýada, Fransiýada we Gollandiýada manufakturalar önümçiligiň, bank – pul dolanyşygynyň we kreditiň, biržalar bolsa, paýdarlar jemgyýetleriniň, döwlet bergileriniň ösüşini kesgitläp başladylar. Russiýada bu döwre çenli bölünme we tolgunma synaglaryndan soňraky uzak wagta çeken dikeldiş işleri ýaňy tamamlanypdy, 1649-njy ýylda bolsa Baş ybadathananyň kanunlar ýygyndysy bilen krepostnoýçylyk döwlet ulgamy hökmünde hukuk taýdan tassyklanylýar. Haçanda Ýewropada kapitalizm kemala gelip başlanda, Russiýada hökmürowanlyk we daýhançylyk barha berkidilýärdi, jemgyýetiň gatlaklara bölünmesi bolup geçýärdi. Şeýle şertlerde 1703-nji ýylda döredilen Sankt-Peterburgyň biržasynda birža medeniýeti kemala gelip bilmändir. Lomaý söwda geleşiklerini baglaşmagyň esasy guramaçylyk görnüşlerini bölekleýin hereket edýän ýarmarkalar ýerine ýetiripdir. Paýtagtda hemişelik esasda hereket edýän bazarlar peýda bolup başlapdyr. Olaryň zerurlygy şäheri üpjün etmegiň meseleleri bilen ýüze çykarylypdyr, emma esasan, olar bazar görnüşinde bolup, soňra kem-kemden gurluşa eýe bolupdyrlar we guramaçylyk taýdan resmileşdirilipdir.

Ýewropadaky özgertmeleriň yzy bilen dowam eden hereketler häzirki zaman birža medeniýetiniň esaslaryny goýýarlar – ol has pragmatiki, netijeli we şonuň bilen birlikde-de, ýeterlik derejede indiwidleriň isleglerine we daşky gurşawda bolup geçýän üznüksiz üýtgemelere gatnaşykda duýgur bolup durýar. Durgunlylyk, köneçil-

lik we dessurlar, ýapyklyk birža düzgünleri bilen aradan aýrylyp, ol bolsa öz gezeginde ilatyň we çäkleriň täze gatlaklaryny çekmegini dowam edýär. Birža medeniýeti barha giňelýän geografiki çäkleri bilen birlikde basyp alyş çemeleşmesine girişýär. Biržalaryň köpasyrlyk döwrebaplaşdyrylmagynyň we ýeňşiniň netijesi bolup dellala bolan gatnaşyklaryň täze çemeleşmesi ýykgyn edýär: ol jemgyýetde wajyp we hormatlanylýan adama öwrülýär. Russiýada bu hili amallar krepostnoýçylyk hukugy ýatyrylýança saklanylyp gelindi. Diňe XIX asyryň ahyrynda birža işi ýeterlik derejede güýç toplaýar we ol hem öz gezeginde birža medeniýetiniň tiz depginde ösmegine getirýär. Şunlukda, onuň barşynda şol döwre çenli Ýewropada toplanylan ähli gowy tejribeler ulanylýar.

XIX asyrda käbir ýurtlar adaty bolan birža gurşawyndan çykýarlar, bu bolsa birža medeniýetiniň gaýtadan yza tesmegine getirýär. Kärhanalary maddy-tehniki üpjün etmekligiň we tebigy bazar depgini bilen hiç hili umumylyklary bolmadyk ilat üçin paýlama ulgamlarynyň emeli meýdanlary kemala getirilýär. Şeýle-de bolsa ýokary bazar gymmatlyklaryna esaslanan birža medeniýeti XX asyrda ýeňiş gazanýar.

Birža medeniýeti – sosiumyň umumy medeniýetiniň diňe bir düzüjisi bolup durýar. Şeýle-de bolsa biržalar we dellallar diňe bir umumy bolan hojalyk medeniýetiniň kemala gelmegine däl, eýsem, sosiumyň özüniň hem kemala gelmegine täsir edýär. Bir tarapdan, işjeňlige bagly bolan we seýrek bolmadyk halatda biržaçylaryň (azlygyň) agressiýasyna geçýän aglaba köpçüligiň aňlaýşy, beýleki bir tarapdan bolsa, birža pikirlenmesiniň we birža medeniýetiniň aýratyn alnan ulgama – ultra birža medeniýetine tapawutlandyrylmagyna gözegçilik edilýär, ol bolsa umumy medeni gurşawyň bellibir bölegini öz täsiriniň çägine baglamak isleýär.

Adaty manyda biržalar aýratyn düşünilýär. Bu ýerde özbaşdak, toparlaýyn we köpçülikleýin baha berilmegi we gönükmelerini tapawutlandyryp bolýar, birža işiniň ýaýbaňlandyrylmagy we häkimiýetiň olara gatnaşygy bilen baglylykda olaryň depginine gözegçilik etmek mümkindir.

14.3. Birža ahlak kadalarynyň meseleleri

Ýene bir gezek şeýle sowal bermek bolar: birža işine etika zerurmy we umuman alnanda birža ahlak bilen laýykmy? Etiki nukdaýnazardan gymmatly kagyzlaryň hümmetiniň gaçmagy bilen iş salyşýan dellal ykrar edilip bilnermi? Birža etikasy öz gelip çykyşyna gapma-garşy çykýar. Biržanyň hojalyk ulgamynyň bir bölegi hökmündäki giňden ýaýran pikirlere laýyklykda olar bu ulgama laýyk gelmeli we diňe bir ahlak kadalaryndan ugur alman, eýsem, diňe öz ygtyýarlyklarynyň çäklerinde «hojalyklaşmalydy». Emma welin biržalaryň nusgasy olaryň hakyky barlygyndan örän daşda bolup durýar.

Geleşigiň iki tarapyny hem ähli zerurlyklar bilen üpjün edýän ulgam hökmünde bazar, ahlak kadalaryna laýyk gelmän, eýsem, hojalyklaşmalydyr. Maýanyň paýlanyşygynyň amatlylygyna ymtylmak bilen we şunuň bilen birlikde hem önümçilige hem-de sarp edişe täsir etmeklik bilen, karz maýalarynyň bazary ahlak kadalaryndan çäklendirilen bolmalydyr. Şeýle-de bolsa, bu hili talaplarda bu bazara hemişe haýsy-da bolsa hökmanylyk, şertnama we kadalaşdyryjy jedeller baglanyşdyrylýar. Öz-özünden bazar ahlakdan erkin däldir, şeýle bolmadyk bolsa, bu bazar däl-de, maýalary gaýtadan paýlamagyň güýç ulanylýan guraly bolardy. Şeýle tertip berk merkezleşdirilen paýlama ulgamlarynda ulanylýardy. Has takygy, Russiýada ol meýilnamalaşdyrma döwlet kadalaşdyryş we maddy hem-de pul serişdelerini paýlamak gurallary arkaly bölekleriň saklanylmagyna eltýär. Bu ulgamda SSSR-iň Döwlet meýilnamasy we maddy-tehniki üpjünçilik ulgamy işledi. Güýç ulanmak arkaly serişdeleri almagyň usullary hem birnäçe gezek ulanyldy. Gysga möhletleýin meýilnamada çaklama we göni paýlama usullary seýrek bolmadyk halatda zerur bolan serişdeler bilen üpjün edipdirler, emma welin ortaça möhletli, ylaýta-da, uzakmöhletleýin meýilnamada ulgamlaýyn bozulmalar bolupdyr we yzygider esasdaky ähtibarsyzlygy görkezip durupdyr.

Biržalaryň göreldeli ýagdaýyndan hakyky durmuşa ornaşmagy olaryň işleriniň mazmunlylygy, ylaýta-da, etiki kadalary bilen bagly bolup durýar. Mesele birža işiniň diňe bir öz-özünden ahlakdan azat edilendiginde jemlenmän, eýsem, onuň ykdysady kanunalaýyklyklar

tarapyndan dolandyrylýanlygynda, şeýle hem hemişe garaşmagyň, kadalaryň, kesgitlemeleriň, şeýle hem ahlak düşünjeleriniň jemi bolan adamlar, olaryň islegleri we saýlawlary bilen kesgitlenilýändiginde jemlenýändir. Biržalar hakyndaky diňe bir geleşikler bilen kesgitlenilýän jemgyýetiň awtonom ulgamy hökmündäki pikir köpsanly ykdysady nazaryýetde yzarlanýar. Biržalaryň ösüşi azat etmekligiň ahlak taýdan ykrar edilen ýa-da adamkärçiliksizligiň we adamlaryň biri-birlerinden çetleşmeginiň prosesimi? K. Marks birža işini şol bir wagtyň özünde azat edýän hem-de çetleşdirýän prosesler hökmünde häsiýetlendiripdir. Onuň pikirine görä, biržalar we paýdarçylyk maýalary feodal, patriarhal, idealistik gatnaşyklarynyň ählisiniň ýykylmagyna gatnaşypdyrlar. Paýdarçylyk maýasy adamzady täze ýeňişlere eltipdir we ony indiki geçelgelere taýýarlapdyr. Şeýlelik bilen, eger-de biržalar özbaşyna diňe bir ykdysady däl, eýsem, sosial hadysa bolup durýan bolsalar, olaryň ahlaklylygy hakyndaky mesele ykdysady nazaryýetiň çäklerinden has daşda ýerleşen bolup durýar. Şeýle-de bolsa, tejribede hemme zat beýle bolmady. Biržalaryň ahlak tarapynyň uly bölegi diňe kapitalistik gurluşynyň tankydyna degişli bolup, zähmetkeşleriň zähmetiniň ulanylýandygyny subut etmeklik üçin peýdalanylýardy. Hut şundan hem maýa bolan garaşlylykdan azat bolmagyň zerurlygy ýüze çykdy.

Biržalar gyzyklanmalaryň we garaşlylygyň, ýagny özara bergidarlygyň we özara algylylygyň utgaşmasynyň global ulgamyny emele getirmek bilen, ýeke-täk hojalyk dünýäsini emele getirýän esasy prosesleri özlerine siňdirýärler. Bu dünýäde bellibir bölekler unifisirlenýär: ykdysadyýet, syýasat, maglumat we etika. Şonuň üçin hem birža üýtgemeleri diňe bir ykdysady däl, eýsem, durmuş-medeni üýtgemeler bilen hem berk baglanyşyklydyr.

XV bap

BIRŽA DÜNÝÄSI: PÄSGELÇILIKLER, TÖWEKGELÇILIKLER WE MÜMKINÇILIKLER

15.1. Alyp-satmagyň jemgyýetçilik kesgitlemesi

Bazarda amala aşyrylýan alyp-satmak (latynça speculatio – yzarlamak, äňetmek) oýunlary tutuşlygyna bazary goldamaklyga gönükdirilen bolup durýar we möhüm jemgyýetçilik wezipelerini ýerine ýetirýär:

1) bazaryň likwidliligi üçin esas döredýär;

2) birža işiniň amal çykdajylaryny we harajatlaryny peseldýär;

3) töwekgelçiligi dolandyrmagyň derejesini ýokarlandyrýar we ahyrynda nyrhlaryň deňlenmegine getirýän nyrh üýtgemeleriniň howpunyň peseldilmegine ýardam edýär;

4) önümçiligi we hakyky harytlaryň dolanyşygyny işjeňleşdirýär;

5) bazar mehanizmlerini ösdürýär.

Alyp-satmak işiniň oňyn hem-de oňyn däl taraplary bardyr. Alyp-satarlaryň, ýagny peýda araýanlar bolmadyk ýagdaýda köpsanly birža amallary düşewüntli däldir, töwekgelçilikleri we iş ätiýaçlyklaryny dolandyrmak bolsa, asla mümkin däldir. Alyp-satarlar täze birža önümlerini çalt satyn almaga we ony «dolandyryşa girizmeklige» elmydama taýýardyrlar. Olar ähli töwekgelçiligi öz üstüne alýan özboluşly wençur kapitalistleri hökmünde öňe çykýarlar.

Alyp-satarlaryň işinden uly bolmadyk mysal. Iki hepdäniň dowamynda Merkezi Amerikada däne ekinleri ýetişýär we bu döwrüň içinde dänäni fermerlerden satyn almak we ony saklamalara ýerleşdirmeklik üçin ähmiýetli derejedäki pul serişdeleri zerur bolup durýar. Eger-de peýda araýanlar bolmadyk halatynda, satyn alma ýagdaýy birnäçe aýa çekerdi we nyrhlaryň peselmegine, dänäniň zaýalanmagyna we birnäçe fermerleriň çökmegine çenli ýetirip bilerdi.

Bu wagtyň içinde peýda araýanlar maýalary gaýtadan paýlaýarlar we olary halk-hojalyk wezipesiniň çözgüdine gönükdirýärler.

Günbatar düşünjesinde alyp-satarlaryň bolmazlygy, Russiýada köpçülikleýin hödürleme wagtynda, oba hojalyk önümleriniň adalatly bahalardan ýerlenilmeginde çylşyrymlylyklara getirýär. Biržanyň peýdakeşleri maýalary gerekli pudaga gönükdirýärler we maliýe taýdan ýardam edýärler. Bazara paýnamalaryň uly mukdary geleninde hem peýda alyjylar ýokarda beýan edilen usullardan peýdalanýarlar. Olar dessine paýnamalary satyn alýarlar we şunuň bilen birlikde hem satyjylary zerur bolan maliýe serişdeleri bilen üpjün edýärler hem-de soňra satyn alan paýnamalaryny bölekleýin satýarlar.

Şonuň bilen birlikde hem peýdakeşler howsala döredip, şonuň netijesinde birža çökgünligine getirip bilýärler. Taryhda bazaryň ýykylmagyna, kompaniýalaryň bolsa tozmagyna getiren wakalaryň mysallaryndan doludyr. Emma welin olaryň ýyldyrym çaltlygyndaky seslenmeleri bazaryň ýagdaýy barada habar berýär we onuň barşyna dogry baha bermäge mümkinçilik döredýär.

Şunlukda, peýdakeşler, bir tarapdan, bazaryň durnuklylygyny, göwrümini we likwidlilik ukybyny ýokarlandyrýarlar, beýleki bir tarapdan bolsa, çökgünligiň çuňlugyny ýokarlandyrýarlar, howsala ýaýradýarlar we onuň işine haýsydyr bir kesgitsizligi girizýärler.

Biržadaky alyp-satmak söwdasy gurluşlaýyn girizilendir. Peýdakeşler şu aşakdaky görnüşleri tapawutlandyrýar:

1. Işiniň göwrümine laýyklykda – iri we kiçi peýdakeşler. Olar biržalaryň işinde, müşderiler bilen özara gatnaşyklarda dürli orun eýeleýärler, halk hojalygynyň ösüşine dürli hili täsir ýetirip bilýärler;

2. Olaryň oýnaýan möhletlerine laýyklykda – *«gysga»* we *«uzyn»* geleşiklere gatnaşmaklary. Şunuň bilen birlikde olar bazaryň durnuklylygyna we tiz satylyp bilijiligine dürli hili täsir edip bilýärler;

3. Söwda usullaryna laýyklykda: a) treýderler (position trader), öz mümkinçiliklerini uzakmöhletde kesgitleýärler we hut şu nukdaýnazardan bazaryň hereketinden gelip çykýan netijeleri kabul edýärler; b) gündelik söwdagärler (day trader) – esasan, dellallar bolup, uly bolmadyk we ortaça müşderilere hyzmat edýärler. Olar her günde bahanyň çäkleri we şertnamalar baradaky kararlary kabul edýärler;

ç) skalperler (scalper) – biržada öz şahsy serişdeleriniň hasabyna söwdany geçirýän uly bolmadyk peýdakeşler. Olar minimal töwekgelçilik ýagdaýynda söwdany geçirýärler. Şu maksat bilen hem olar goýumlary bölýärler we her şertnama boýunça uly bolmadyk mukdardaky serişdelerini goýýarlar. Hut şu ýagdaý hem peýdakeşleriň esasy bölegini we söwdanyň agramly göwrümini emele getirýär. Skalperler şeýle hem edil gündelik söwdagärler ýaly, işleriniň nyrh çäklerini bir söwda mejlisinden uzak saklamaýarlar.

4. Töwekgelçiligi hasaplama usullary boýunça peýdakeşler iki sany uly topara bölünýärler: hyrydarlyk we hödürlemäniň fundamental seljerilmesine esaslanýanlar we tehniki seljermäniň esasynda karar kabul edýänler.

Peýdakeşleriň has giňden ýaýran baş strategiýa – bazar trendi bilen aýakdaş bolmak we onuň amala aşyrylyşynda ilkinji bolmak. Ilkinji bolup maglumaty almak we ilkinji bolup ony ulanmak, peýdakeşleriň aglaba böleginiň strategiýalarynyň esasydyr.

15.2. Päsgelçilikler

Her gezekde birža özara hereketlerine gatnaşyjylar aýlawlaýyn gaýtalanýan kanunlara gulluk edýärler. Bu öz-özünden olaryň özlerini alyp baryşlaryny kesgitleýär we kadalaşdyrýar.

Birža ýoly bellibir döwürlerden, köpsanly ýodajyklardan we magistral ýollaryndan ybaratdyr. Eger-de olar boýunça gidilen halatynda bellibir netije gazanylýar. Birža ýolunyň her bir takyk gatnaşyjysy üçin bu netije oňyn hem-de oňyn däl bolup biler, emma umuman alnanda, karz maýasy bu ýoldaky umumy hereket bolup çykyş edýär. Şeýle-de bolsa, birža işiniň ýolunda birnäçe päsgelçilikler hem bolup biler.

Birža ýolundaky päsgelçilikler. Päsgelçilikleriň esasynda azyndan dört sany şertler ýerleşdirilendir. *Birinjisi*, birža gurşawynyň özbaşyna birža ukyplylygynyň bellibir bölegi bolup durýandygyndan ybaratdyr. Bir tarapdan, biržalar daşky gurşawa garaşly bolup durýarlar, beýleki bir tarapdan bolsa, hojalyklara, korporasiýalara has köp täsir etmek bilen, karz maýasynyň hereketine ysnyşykly aralaşýarlar.

Çaklama esaslanylan halatynda, birža logikasyna eýermek isleginiň geljek wagty bolup biler. Haçanda anyk alnan adamlar biržalaryň işine gatnaşanlarynda, karz maýasy olaryň işiniň öz geljegini kesgitleýän gözýetiminiň bölegindäki özlerini alyp baryşlaryny dolandyryp başlaýar. Bu gözýetimleriň çäklerinde hemişe karz maýasynyň çäkleri we mümkinçilikleri bar bolup durýar. Şeýlelik bilen, karz maýasy bellibir şertler boýunça çäklendirilendir we pugta şol çäkleriň çäginde hereket edýärler. Eger-de olary yzarlasaň, hereketler olaryň logikasy bilen ölçenilýär we biržalaryň işi bilen aýratyn bagly bolup durýarlar. Karz maýasy bilen işleşilende, onuň logikasyny we ähmiýetli borçlaryny bilmeklik diňe bir köpsanly ýaramazlyklardan azat etmän, eýsem, goşmaça bähbitleriň gazanylmagyna hem itergi berýär. Şeýle hem, munuň tersine, karz maýasynyň we biržalaryň durmuşynyň hereketiniň logikasyny bilmezlik ýa-da äsgermezlik goşmaça meseleleri ýüze çykaryp biler, korporasiýalaryň we hojalyklaryň ösüşinde päsgelçiliklere getirer.

Eger-de dellal geljekde karz maýasynyň özleşdirilýän gurşawyna aralaşmak üçin ýeterlik mukdarda bilimli bolan halatynda, onda oňa indiki (ikinji) päsgelçilik garaşýar: birža garaşlylygynyň täsiriniň astyna düşmek, birža howsalasyna berilmek, paýnamalaryň ýokary galmagyny we pese düşmegini yzarlamak. Biržalar oňa gatnaşyjylaryny neşe serişdelerine garaşlylyk bilen deňeşdirilip boljak başga bir garaşlylyga sezewar edýärler. Şeýle ýagdaýda birža oýunçysy biržalaryň işiň çägini çäklendirmän, eýsem, ony ýaýbaňlandyrýandyklaryna, öňe gitmeklige päsgelçilik bermän, eýsem, oňa ýardam edýändigine düşünmeýär.

Haçanda adam maýa goýumlaryň we biržalaryň päsgelçilik däl-de, ýolundaky ýardamçylyk bolup durýandygyna düşünen halatynda, oňa üçünji päsgelçilik garaşýar: maýa goýumlary çekmek we paýnamalary we obligasiýalary goýbermek we ýerleşdirmekligiň ýolunda mümkin bolup biljek päsgelçiliklerden gorkusy.

Maýa goýumy çekmeklik üçin näçe sany päsgelçiliklerden geçmeli we nähili aýratynlyklara eýe bolmaly? Eger-de önümçilik üznüksizligi talap edýän bolsa, pul serişdeleriniň gelmegi onuň barşyny bökdeýän bolsa, kredit we gysga möhletleýin obligasiýalaryň

goýberilişinden alnan pul serişdeleriniň goýulmagy çapraz ýagdaýlaryň üstüni örtýär. Önümçiligiň gaýtadan guralmagynyň we giňeldilmeginiň zerurlygy ýüze çykan halatynda paýnamalaryň we obligasiýalaryň goýberilmegi bilen alnan maýa goýumlar kömek edip bilýärler. Emma welin bu, öň ýüze çykarylyşy ýaly, biržalaryň wezipeleriniň biri bolup durýar. Kredit we gymmat baha kagyzlar önümçiligiň ösüşi boýunça ähli mümkin bolup biljek islegleriň ýerine ýetirilmegini üpjün edýär. Şunuň bilen hem önümçiligiň depginini işjeňleşdirýärler.

Maýa goýumlary çekmegiň we ulanylmagynyň ýolunda birnäçe ýeňlişler gabat gelýär. Olar tejribesizlik ýa-da şertleriň geçip gitmegi ýa-da bäsdeşlik göreşiniň barşynda bolup geçýär. Ýeňlişleriň bolmagy aslyýetinde ykrar edilenmi?

Bu ýagdaýda, eger-de ol diňe bir ösüşe getirmän, eýsem, tozmaklyga hem getirip bilýän bolsa, aýratyn alnan halatlarda bolsa köpçülikleýin birža ýykylmalaryna getirip bilýän bolsa, näme üçin maýa goýumlaryň logikasyna salgylanmaly diýip soramagyňyz mümkin? Sebäbi haçanda ýeňlişler we şowsuzlyklar yzda galan halatynda, soňunda yzda galdyrylanda, biz diňe bir düşünmän, eýsem, maýa goýumlaryň we biržalaryň jemgyýetçilik ösüşiniň barşyndaky kömegine akyl ýetirýäris we olaryň kanunlaryna beter ynanmagymyzy dowam edýäris (ynam bolsa akyl ýetirmekden başlanýar). Durmuşyň her bir güni obligasiýalaryň we paýnamalaryň diňe bir oňyn däl, eýsem, ýaramaz dolanyşyklarynyň mysaly bolup durýar. Mälim bolan hakykat bolsa, ýalňyşlyklarda öwrenilýär. Mundan başga-da, bergidarlygyň barşynda hojalyk işjeňleşýär, ýagny ol ýitgä sezewar bolýan kompaniýalardan we önümçiliklerden arassalanýar.

Şunlukda, haçanda birža işi optimal ýagdaýda biziň durmuşymyza aralaşdyrylan halatynda, onuň ýakyn we yzygider şekilde gündelik durmuşyň barşynda hem amala aşyrylyp bilinýändigini görýäris. Hut biržalardan garaşylýan bu umyt we hakyky netijelerdäki üýtgemeler maýa goýumlaryň ýolundaky dördünji päsgelçiligi hem öňe çykarýarlar: birža oýnunyň netijesinde olaryň häkimiýetiniň we öz ýeriniň (mysal üçin, paýnamalaryň täze eýesine geçmegi ýa-da batmagy) ähtimal boljak üýtgemeginiň öňündäki gorky.

Ähli dört sany päsgelçilikleriň içinden ahyrky dördünjisi iň howplusy bolup, ol tutuşlygyna biržanyň ähli kanunlaryna, heniz dolulygyna açylmadyk ýagdaýlaryna çenli hem özüne tabyn edýär. Şeýle hem biz özümiziň, mümkin biržasyz we banksyz hem-de olaryň häkimiýetleriniň bolmadyk has gowy dünýä mynasypdygymyza akyl ýetirýäris (öňki döwürlerde hut şunuň üçin banklaryň we biržalaryň ýok edilmekleri bolup geçipdir). Hut şunda hem mümkin biržalaryň çuňňur manysy ýokary derejä çenli ýaýbaňlanyp, ukyplylygyny adamzadyň bellibir döwrüne çenli işjeňleşdirip, olar özleriniň ret edilmegine gelýärler. Biržalar nähili derejede takyk alnan adamy ýa-da tutuş adamzady erkin edýärler ýa-da munuň tersine, özüne gul edýärler? Sowallar bar, emma welin heniz olara jogaplar tapylmaýar. Bu gollanmanyň awtorlary okyjylara dürli gazna biržalarynyň işine seredip geçmeklik bilen bilelikde täze birža amallaryna gözegçilik etmekligi we orta atylan sowallara jogap agtarmagy teklip edýärler.

15.3. Töwekgelçilikler

Häzirki zaman birža, bukja we maýa goýum nazaryýeti, töwekgelçilikleri we olary hasaplamagyň gurallaryny kesgitlemegiň tehniki meselelerini işläp taýýarlaýar. «Töwekgelçilikleri dolandyrmak» düşünjesi bukja maýa goýumlaryny (goýlan maýalary gaýtaryp bermegiň, ygtybarlylygynyň we töwekgelçiligiň dürli derejesindäki bukjasynyň (portfelleriniň) emele getirilmegi) dolandyrmaklyga eltilýär.

Birža işine gatnaşýan her bir adam indiki esasy töwekgelçilikler bilen ýüzbe-ýüz bolýar: syýasy töwekgelçilikler syýasy gurşaw we syýasy ugruň, kanunçylygyň ähtimal üýtgedilmegi, kadalaşdyryş gurallarynyň, ykdysady syýasatyň üýtgemeleri, millileşdirme, salgyt we gümrük tölеglerini ýygnamagyň derejeleriniň we gurallarynyň üýtgemeleri, hususy telekeçilige we korrupsiýa gözegçiligiň güýçlenmegi.

Walýuta töwekgelçilikleri walýutanyň paritetiniň üýtgemeleri bilen kesgitlenilýär.

Maýa goýum töwekgelçilikleri, esasan, kompaniýanyň çäklendirilen açyklygynyň esasynda ýüze çykýar. Bu töwekgelçiligi düzüjileriň arasynda maglumatyň ýeterlik däldigi, talabalaýyk üpjün edilmändigi, şeýle hem dolandyryjy toparlaryň, esasy eýeleriniň çalşylmagy, degişli kompaniýanyň ýa-da pudagyň nukdaýnazarlarynyň üýtgemegi we nyrhlaryň pese gaçmak mümkinçiligi möhüm ähmiýete eýe bolup durýar.

Dellalçylyk töwekgelçilikleri birža dellallarynyň terbiýeliligi bilen gabat gelýär.

Buhgalterçilik töwekgelçilikleri geleşikleri geçirmekligiň tizligi (esasan, saklanmalar bilen) we olaryň düzgünleriniň üýtgemek mümkinçiligi hem-de geleşigiň şertleriniň gönüden-göni bozulmagy ýa-da saklanylmagy bilen baglanyşykly bolup durýar.

Depozitar howplar degişli bolmadyk hasaplama we gymmatly kagyzlaryň saklanylmagy bilen şertlendirilen bolup durýarlar.

Iş töwekgelçilikleri geleşigiň talabalaýyk däl düzgünine ýa-da auditorlyk standartlarynyň ýetmezçilikleri bilen esaslandyrylan bolup durýarlar.

Bazaryň tiz satylyp bilijilik we maliýe durnuklylyk töwekgelçilikleri. Sanalyp geçilen töwekgelçilikleriň her biriniň öz aýratynlygy bardyr: birža sarsgynlary döwründe olar has derwaýys häsiýete eýe bolýarlar.

Reýting töwekgelçilikleri – töwekgelçilikleriň täze görnüşi bolup, 2008-nji ýyldaky çökgünligiň barşynda ýüze çykdy we reýting agentlikleri tarapyndan kompaniýalaryň hakyky ýagdaýlarynyň talabalaýyk görkezilmezligi bilen baglanyşykly bolup durýar.

Her bir takyk alnan geleşikde bellibir töwekgelçilikler nazarda tutulýar. Ýörite usulyýetleriň esasynda töwekgelçiligiň umumy derejesini häsiýetlendirýän jemi görkeziji hasaplanylýar.

15.4. Esasy meýiller

Esasy tapgyrlar. Umuman alnanda, biržanyň taryhyny bäş sany yzygider tapgyrda beýan etmeklik mümkin: 1) XV – XIX asyrlar – biržalaryň kemala gelip başlan döwri; 2) XIX asyryň ahyry –

15. Sargyt № 2448

– XX asyryň başy – uzaga çeken çökgünlik bilen çalşylan biržalaryň işjeňliginiň birden ýokary galyp başlan döwri; 3) XX asyryň ikinji ýarymy – birža işiniň kem-kemden ösdürilip başlanylmagy; 4) XX asyryň ahyry – XXI asyryň başy – birža işiniň ähmiýetli derejede işjeňleşmegi we ýaýbaňlandyrylmagy; 5) 2008-nji ýylyň çökgünligi – gazna işiniň käbir esasy ýörelgelerine we maliýe esaslaryna gaýtadan seredilmegi, ahyrynda hem maýa goýum hereketiniň global ýörelgelerine geçişiň tamamlanmagy hem-de birža işini dolandyrmagyň halkara gurallarynyň işlenilip taýýarlanylmagyna başlanylmagy bolup durýar.

Täze ýüzýyllyk. XXI asyryň başynda birža işinde täze we derejesi boýunça has ýokary guramalar we intensiw dikleýin we keseleýin integrasion amallar bellige alyndy. Ilkinji nobatda integrasion prosesine ähli biržalar ylaýta-da nemes, italýan, ispan we fransuz gazna biržalary has işjeň çekilip başlandy. Şol bir wagtyň özünde hem ispan gazna biržalary ylalaşyklaryň derejesinde grek biržalary bilen işleri utgaşdyrýarlar. Fin gazna bazary Baltika kenarýakasy boýunça Estoniýa, Latwiýa we Litwa tarap özboluşly okgunly ýöriş edýär we öz işiniň merkezine ýerli biržalaryň hem gyzyklanmalaryny alýar. Öz gezeginde Helsinkiniň gazna biržasy Nordic Stock Exchange bilen özara hereket etmeginiň esasynda skandinaw bazarynyň düzümine girýär we Nemes gazna biržasy bilen birleşmeklige girişýär. Wenger gazna biržasy Awstriýanyň gazna biržasynyň düzümine girýär. Öz gezeginde munuň soňkusy öň Nemes gazna biržasyna goşulan bolup durýar.

XXI asyryň başynda Euronext biržasynyň halkara ýagdaýy görnetin derejede güýçlenip başlady. 2006-njy ýylyň maýynda Nemes gazna biržasy Euronext biržasyna birleşmekligi teklip etdi, çünki ol Ýewropanyň birža giňişligini özgertmäge we täze biržalaryň birleşmegini we özüne siňdirmegini taýýarlamaga ukyply bolup durýar. Emma welin soňundan Nýu-Ýorkuň gazna biržasyndan täze teklip gelip gowuşýar, ol bolsa has özüne çekiji bolup, birža işjeňliginde has uly üýtgetmeleri ýüze çykardy. Ösüşiň geljekki ugry birža işiniň atlantik okunyň döredilmegi bilen baglanyşykly bolup durýar we ol Ýewropany hem-de Demirgazyk Amerikany baglanyşdyryp başlaýar.

Gazna dilerleriniň milli assosiasiýasy (*NASDAQ*) Londonyň gazna biržasyndan paýnamalaryň bukjasyny gazanmagy başarýar we Ýewropanyň hem-de Amerikanyň birža giňişligini gaýtadan gurmaklygy teklip edýär. Şeýle-de bolsa birleşmeklik henizem amala aşyrylman galýar.

2005-nji ýylda Birleşen arap gazna biržasy (United Arab Stock Exchange) esaslandyrylýar. Müsüriň, Iordaniýanyň, Liwiýanyň, Tunisiň, Marokkonyň, Kuweýtiň, Omanyň we Dubaýyň ylalaşyga gatnaşyjylary merkezi Kairde ýerleşen birleşen biržada «mawy fişkalar» (öňdebaryjy korporasiýalaryň paýnamalary) bilen söwdalaşyklary geçirmeklige ylalaşdylar. Şol ýylda hem işi utgaşdyrmak we Gündogar-Ortaýer biržalaryny – Gresiýa, Ysraýyl we Türkiýe birleşmäge taýýarlamak boýunça ylalaşyga gol çekilýär.

Franko zolagyna girýän Günbatar Afrikan biržalary eýýäm öňden bäri birleşdiler we Abidjanda (Kot-Diwuar) ýerleşen gazna biržasynyň esasynda bilelikde hereket edýärler. Şeýle hereketler Gündogar Afrikada hem bolup geçdi. Häzirki onýyllygyň ortalaryna Uganda bilen Tanzaniýanyň arasynda Naýrobide elektron biržasyny esaslandyrmak hakynda ylalaşyk gazanylýar. Keniýada häzirki zaman ýeke-täk depozitariý we kliring ulgamy döredilýär we ol Ugandanyň hem-de Tanzaniýanyň gazna bazarlary bilen hyzmatdaşlygy ýola goýdy.

Esasy bäsdeşlik hereketleri Nýu-Ýorkuň gazna biržasynyň we *NASDAQ*-nyň arasynda dowam edýär. Bu bäsdeşligiň barşynda söwdalaşyklary guramagyň köne hem-de täze görnüşleriniň arasyndaky gapma-garşylyk ýüze çykýar. Göreş diňe bir geljekde ýerli biržalary birleşdirmek we täze kompaniýalary gymmatly kagyzlaryň bahalandyrmaga çekmek boýunça däl-de, eýsem, global birža gurluşyny esaslandyrmak boýunça alnyp barylýar. Ahyrky nokatda gije-gündiziň dowamynda alnyp baryljak söwdalaşyklary teklip edip biljek we öz sanawyna dünýäniň gymmatly kagyzlarynyň esasy bölegini goşup biljek birža ýeňiş gazanyp biler.

Birža gurallarynyň nyrhlarynda we işjeňliklerinde dürli üýtgetmeler bolup geçdi. Ilkinji nobatda paýnamalaryň hereketindäki aýratynlyklar üýtgedi. 2004-nji ýylda nyrh we mukdar häsiýetnamalary boýunça energetika kompaniýalarynyň paýnamalary ilkinji orny

eýelediler. 2005-nji ýylda energiýa göterijilerine nyrhlaryň birden ýokarlanandygyna garamazdan, 2006-njy ýylda biržanyň ösüş görkezijileri energetika kompaniýalaryny ikinji orna, telekommunikasiýa kompaniýalaryny bolsa birinji orna geçirdi. Şol bir wagtyň özünde hem häzirki onýyllygyň birinji ýarymynda pese düşendiklerine garamazdan, şu onýyllygyň ikinji ýarymynda ýokary tehnologik kärhanalaryň paýnamalarynyň orunlary gaýtadan dikeldildi we üçünji orna geçdiler. Şunluk bilen hem reýtingiň soňuny söwda kärhanalaryň paýnamalary ýapýarlar. Bu hem ýöne ýerden däldir – harytlaryň sarp edijä ýetirilmeginiň wezipesi birža işiniň globalizasiýasyndan üzňeleşýärler, bäsdeşlik göreşi bolsa bazarda gatnaşyklary çäge çenli ýitileşdirýär we girdejililigi pese düşürýär. Munuň netijesinde bolsa maýadarlar üçin paýnamalaryň özüne çekijiligi pese düşýär.

Ýöne iň esasy zat paýnamalaryň we beýleki birža önümleriniň arasyndaky güýç gatnaşygyndaky üýtgemeler gymmatly kagyzlardan döredilýän kagyzlaryň peýdasyna bolup geçýär. Aýratyn alnan biržalaryň güýçleriniň we orunlarynyň üýtgemegi, olaryň gyzyklanmalarynyň başga ugra üýtgedilmegi, bazarlaryň özara gatyşmagy, bularyň ählisi diňe bir biržalaryň däl, eýsem, olaryň müşderileriniň, dellallarynyň we banklaryň, şeýle hem maýanyň göreşinde biržalary iterýän we integrasion prosesler üçin zerur bolan şertleri döredýän kompaniýalar üçin hem aýakda galmagyň guralyna öwrüldi.

Biržalaryň we tutuş jemgyýetiň ýagdaýyna birža bazarlarynyň barha ösýän konýunktiw sarsgynlary barha uly täsirleri ýetirýärler. Hümmetiň hereketi hiç haçan begençli gyzyklanmalaryň ulgamyna degişli edilmeýärdi. Şeýle-de bolsa häzirki wagtda ol diňe bir bazaryň ýagdaýyny kesgitlemän, eýsem, syýasy tarap tutujylygyny hem kesgitleýär we syýasy ugruň işlenilip taýýarlanylmagy we durmuşa geçirilmegi, şeýle hem döwletara derejesinde strategik işläp taýýarlamalary üçin esas bolýar.

Haýsy bazar has gowy diýen sowal ýüze çykýar? Bu sowal logiki taýdan beýleki bir sowal bilen baglanyşykly bolup durýar, ol ýa-da beýleki bir birža lideriň orny üçin dalaş edip bilermi? Bu hem-de

beýleki sowalyň jogaplary hemişe ol ýa-da beýleki bir adam tarapyndan göz öňünde tutulyp, bazaryň öňünde goýýan söwdalaşyklaryň guralmagynyň we maksadynyň konsepsiýasyna bagly bolup durýar. Şunlukda, maksat manysynda biržalara bildirilýän talaplaryň jemine düşünilýär. Olar ykdysady bolşy ýaly, ykdysady däl häsiýetde hem bolup bilerler. Islendik maksatlar özünde durmuş, ykdysady, biologiki we medeni kesgitlemeleri saklaýarlar we olar jemgyýetçilik we şol bir wagtyň özünde hem aýratyn alnan şahslaryň we tutuş jemgyýetiň dünýägaraýşyny beýan edýärler.

Biržalaryň we tutuş birža arkalaşygynyň taryhy möhümdir we diňe bu görnüşde gyzyklanma döretmeýär. Maglumat, asyrlaryň çuňlugyndan bäri örän wajyp bolup durýar we eger-de özünde: diňe bir biržalaryň «numizmatik» we «arheologik» kesgitlemesini gözlemeklige gönükdirilen däl-de, eýsem, taryhy kanunalaýyklyklara we olaryň ösüş ýollaryna jogap beren ýagdaýynda, şeýle hem häzirki ýagdaýyny dolulygyna düşündirip we olaryň geljekki mümkinçiliklerine baha berip bilen ýagdaýyndaky geljegiň wektoryny saklan halatynda «janly» täzelige eýedir.

XVI bap

GAZNA BAZARYNYŇ SELJERMESI

16.1. Bazar konýunkturasynyň düýpli seljermesi

Gymmatly kagyzlar bazarynda üstünlikli işlemekligi üçin, maýa goýmagyň ugruny esaslandyryp saýlap almak, has özüne çekiji emitentleri tapmak, töwekgelçiligiň we girdejililigiň iň amatly utgaşmagyna ýetmek, gymmatly kagyzlar bilen amallary ýerine ýetirmek wagtyny saýlamak zerurdyr we bu ýagdaýlar gündelik seljermäni göz öňünde tutýandyr.

Gazna bazarynyň seljermesiniň esasy görnüşlerinden şulary saýlaýarlar:

– düýpli seljerme;
– tehniki seljerme;
– statistiki seljerme;
– reýting seljermesi;
– ekspert seljermesi;
– bazar ýagdaýynyň gündelik gözegçiligi ýa-da monitoring;

Gazna bazarynyň döwrebap seljermesiniň görnükli ugurlarynyň biri – düýpli ýa-da esasy seljermedir.

Düýpli seljermäniň iň wajyp postulaty – gymmatly kagyzlaryň kursunyň dinamikasy emitentiň degişli bolan pudagynyň, umuman ykdysadyýetiň ýagdaýyny, şonuň ýaly hem gymmatly kagyzyň emitentiniň özüniň maliýe ýagdaýyny görkezýän tassyklamasydyr. Şuňa laýyklykda, doly düýpli seljerme – bu «ýokardan aşak» seljermedir we ol üç sany derejede ýerine ýetirilýär.

Ilki bilen ykdysadyýetiň we gazna bazarynyň tutuş ýagdaýyna seredilýär. Bu bolsa maýa goýmak üçin umumy ýagdaýyň nähili amatly bolandygyny we ony haýsy faktorlaryň kesgitleýändigini anyklamaga mümkinçilik berýär. Soňra bolsa maýa goýmak manyda pudaklaryň iň amatly bolanlaryny ýüze çykarmak üçin bazaryň aýry toparlary sel-

jerilýändir. Soňunda gazna bazarynda teklip edilen aýry emitentleriň ýagdaýy seljerilýär. Elbetde, has ozal saýlanan pudaklaryň çerçewesinde (ramka) we maýa goýmak maksatlaryny has doly amala aşyrýan, belli gymmatly kagyzlaryň kesgitlenmegi üçindir.

Şeýlelikde, düýpli seljermäniň derejeleri şeýledir:

– makroykdysadyýet seljermesi;

– senagat ýa-da pudaklaýyn seljerme;

– bellibir emitentiň[1] maliýe seljermesi.

Şu bölümiň çäklerinde, umuman, gazna bazarynyň ýagdaýlaryna gös-göni aragatnaşygy bolan birinji iki sany derejä baha berilýändir.

Makroykdysadyýet seljermesi önümçilik, sarp edijilik we birikme, tygşytlama we maýa goýmak, pul massasynyň hereketi, çökgünlik ýagdaýyny we işsizlik derejesini, döwletiň maliýe ýagdaýynyň hereketini häsiýetlendirýän görkezijileriniň öwrenilmegini çak edýär. Şu ýerde esasy maksat – ykdysadyýetiň ösüşiniň gysga möhletli we ortaça möhletli mümkinçiliklerine baha bermek. Içki tutuş önüm, önümçilik indeksi, maýa goýmak derejesi, ilatyň girdeji we çykdajy göwrümi, süýşürintgileriň derejesi, işsizlik indeksi, göterim boýunça möçber, çökgünlik depginleri, walýuta kursy esasy öwrenilýän görkezijiler bolup durýandyr. Şu görkezijileriň hereketi boýunça ykdysady ösüşiň ugurlary, aýratynlykda, mäkäm ösüş ýa-da haýallama kesgitlenýär.

Ykdysady ösüş – gymmatly kagyzlara netijeli maýa goýmanyň wajyp şertidir. Köplenç, şeýle sebäbi ykdysady ösüşiň döwründe, hojalyk subýektleriň buýurma bukjalarynyň ösüşi, önümçilik kuwwatlarynyň ýüklemeleriniň ýokarlanmagy, önümiň önümçiligi üçin maliýe çykdajylaryň düşmegi synlanylýar. Netijede, gymmatly kagyzlaryň emitenti durnukly girdejä eýedir, bu bolsa olaryň gymmatly kagyzlaryň girdejiligine we kurslaryň hereketine täsirini ýetirip bilmeýär.

---

[1] Aýratyn bellemeli zat, işleriň hatarynda hem seljermäniň sebitleýin derejesi aýrylyp berilýär. Pirik edilişi ýaly, şu doly ygtyýar ederlikli, meselem, Russiýanyň ykdysadyýetine garanyňda, sebitleriň birsydyrgyn bolmadyk ösüşi bilen ep-esli tapawutlanýandyr.

Ykdysady hereket edijiligi hem-de görkezijileri bilen gazna indeksleriniň deňeşdirmesi, gazna bazarynda bahalaryň hereketiniň ugrunyň we ykdysadyýetiň ýagdaýy arasynda ýakyn özara baglanyşygy hakynda tassyklaýandyr. Bahalar, adaty bolşy ýaly ösüş döwründe ösýär we peselme döwründe aşak düşýär. Şonuň bilen hem, ösen döwletleriň tejribesi, konýunkturanyň üýtgeýän wagtynda aksiýa bazarynyň öňünde gidýändigini, ýagny aksiýa kurslary hakyky ykdysady ösüşden ortaça 6-9 aý öňde gidýändir. Şu bolsa bütinleý kanunalaýykdyr, sebäbi meşgullygyň artmasy, iş haklarynyň we süýşürintgileriň artmasy, maliýe bazaryna maýanyň gelmegine kömek edýär we maýa goýmak gurallarynyň talabyny artdyrýar. Şol bir wagtda, maýa goýmak ýygnanmasynda mätäç bolan emitentleriň tarapyndan şol gurallaryň teklipleri artýar. Gürrüňsiz munuň özi gymmatly kagyzlar bazarynyň ýagdaýyny gowulandyrar ýa-da elbetde, tersine.

Şonuň bilen bile milli ykdysadyýet pudaklarynyň deň bolmadyk ölçeglerde ösüşiň barlygy görnüp durandyr. Olaryň käbirleri ykdysadyýet bilen doly bir ugra gönükdirilen herekete eýedir, bölegi bolsa umumy amatly bolan şertlerde ösüşiň depginleriniň peselmegini görkezýär, başga bölegi bolsa, tersine öňürdýän depginler bilen ösýändir. Laýyklykda düýpli seljermäniň ikinji derejesi *pudaklaýyn seljerme* bolup durýandyr. Onuň maksady – ykdysadyýetiň belli pudaklarynyň ösüş mümkinçiligini kesgitlemekdir.

Pudaklaýyn seljerme, netijeleriň makroderejede ýerine ýetirilen ugrukdyrmasyny ýerine ýetirmäge we ösüşiň derejeleri boýunça we maýa goýmak üçin özüne çekijiligi boýunça iş işjeňligine baglylykda pudaklary toparlara bölmeklige mümkinçilik berýär.

Umuman pudaklaýyn seljerme, iş döwrüniň öwrenilmeginde we wajyp bolan pudaklaýyn görkezijileriň we indikatorlaryň üýtgedilmeginde esaslandyrylandyr.

Adaty pudaklar öz ösüşlerinde kesgitlenen kanunalaýyklyklara boýun egýärler. Ösüş bilen baglanyşykly we girdejililigiň tiz ösmegi bilen baglanyşykly olaryň durşunyň başlangyç tapgyrlary, durnukly ösüşe degişlilikde, has we az dowamlylyk döwürleri bilen çalyşýandyr. Wagtyň geçmegi bilen stagnasiýa anyklanyp bilner, käbir pudaklar

bolsa ýok bolýarlar. Ýöne şu meýiller deň bolmadyk ýagdaýda ýüze çykýandyr. Şonuň üçin pudaklary olaryň iş döwri boýunça toparlara bölmek wajypdyr. Şu manyda hemişe üç görnüşdäki pudaklary öňe çykarýarlar: ösýän, döwürleýin, durnukly[1].

1. *Ösýän pudaklar. UIÖ* garanyňda ösüşiň has ýokary depginleri bilen häsiýetlendirilýändir. Şu bolsa öz duruşlarynyň başlangyç depginlerinde bolan ýaş pudaklardyr, şonuň ýaly hem, adaty, täze tehnologiýalaryň girizilmegi, täze önümleriň çykarylyşy, sarp etme gurluşyň üýtgemesini başdan geçirýänlerdir. Köplenç, şonuň ýaly pudaklaryň kärhanalary, önümçiligi ösdürmekde näçe köp bolsa, serişdeleri goýmaga çalyşýarlar. Şu bolsa gymmatly kagyzlary boýunça tölegleri ýerine ýetirmäge mümkinçiligi azaldýar. Şol bir wagtda hem şonuň ýaly kärhanalaryň mümkinçiligi çalt ösýär, şu bolsa olaryň gymmatly kagyzlaryň kurslarynyň ösmegine getirýär.

2. *Döwürleýin pudaklar.* Olaryň işiniň görkezijileri, ykdysadyýetiň tutuş iş işjeňligindäki döwrüň haýsy tapgyrynda bolýandygy bilen ýakyndan baglydyr. Olaryň iş işjeňligi döwürlerine ýa-da çökgünlik derejesine bagly bolman, hemişe islege eýe bolan, häzirki sarp edijilik önümleriň önümçiligi bilen baglanyşykly ýa-da durmuş üçin wajyp hyzmatlaryň ýerine ýetirilmegine bagly bolup durýandyr.

Şu pudaklara maýa goýmak uly ynamdarlygy, howpuň pes derejesini, ýöne özgelere garanyňda az girdejililigi bilen tapawutlanýandyr. Şoňa garamazdan, şu ýerde hem howp we girdejililigiň birleşdirilmeginde belli ara tapawutlary ýüze çykaryp bolýar. Şuňa baglanyşykly durnukly pudaklaryň paýnamalarynyň üç sany iň köp umumyly bolan derejelerini öňe çykarýandyr:

– *gök kagyzlar.* Iň gowy maýa goýmak häsiýetleri bolan paýnamalardyr. Olaryň emitentleri iň ýaramaz wagtda hem girdeji almaga we paý peýdasyny tölemeklik ukybyna eýedir. Adaty bolşy ýaly, olar bazarda monopoliýa ýagdaýyna eýedir, maliýe ýagdaýynda örän güýçli, netijeli menejment bilen tapawutlanýarlar;

---

[1] B.I. Alýohin öz kitabynda «Gymmatly kagyzlaryň bazary. Gazna amallaryna giriş» pudaklaýyn seljermäniň maksatlary üçin has baý bolan pudaklaryň palitrasyny aýratyn görkezýär.

– *goranma*. Olaryň emitentleri erbet konýunkturada bellibir durnuklylygyny görkezýärler, köp ýa-da az durnukly girdeji alýarlar we paý peýdasyny töleýärler;

– *girdejili*. Şu paýnamalar boýunça uly paý peýdalary tölenýändir. Ýöne, olaryň emitentleriniň ösüşiniň güýji ujypsyzdyr.

Pudaklaýyn seljerme prosesinde iş döwrüniň derňewinden başga-da, alnan girdejiniň göwrümi we pudaklaýyn peýdalylygy, tygşytlamalar, bahalaryň we zähmet haklarynyň derejesi, taýýar önümleriniň we çig mallaryň ätiýaçlary, önümçiligiň we satuwyň möçberleri ýaly senagat görkezijileriniň öwrenilmegi ýerine ýetirilýändir.

Olar diňe hereketiniň gidişinde seljerilmän, eýsem, pudaklar boýunça meňzeş görkezijiler bilen deňeşdirilende hem-de milli ykdysadyýetiň tutuşyndadyr.

Şu ýa-da başga gymmatly kagyzlara bahalaryň üýtgedilmegi bilen hem, emitentleriň şereketiniň maliýe ýagdaýyny görkezmek bilen düýpli tapawutlanyp biler. Inwestisiýa manysynda iň köp özüne çekiji pudaklaryň saýlanmasyndan soňra maýanyň goýulma belli bolan obýektiň gözlegi zerurdyr. Ol bolsa gymmatly kagyzlaryň emitentiniň maliýe ýagdaýynyň seljermesi prosesinde ýerine ýetirilýändir.

16.2. Emitentiň maliýe seljermesi

Düýpli seljerme gymmatly kagyzlaryň belli emitentleriniň maliýe seljermesi bilen tamamlanýandyr. Onuň maksady emitentiň ösüşiniň mümkinçiliklerine baha bermekden we girdejililik, howp we elýeterlik derejesiniň utgaşdyrylmagynyň durşundan onuň gymmatly kagyzlarynyň maýa goýmagyň özüne çekijiliginiň kesgitlenmesinden ybarat bolup durýandyr. Şuňa baglylykda, emitentiň *mukdar we hil seljermesini* tapawutlandyrmak gerekdir. Birinjiden, onuň maliýe ýagdaýyny öwrenmeklik göz öňünde tutulýandyr; ikinjiden bolsa, onuň menejmentiniň maliýe seljermesiniň baş ýörelgesi, bazar tarapyndan bahalary kesgitlenmedik we gaýtadan bahasy goýlan hususy serişdeleriň (aktiwleriň) barlygyna esaslanandyr. Kagyzlaryň bahalandyrylmagynyň derejesini, olaryň häzirki bazar bahasy bilen

şeýle atlandyrylýan içki bahasy bilen deňeşdirilende, anyklap bolýandyr. Öz gezeginde hem, soňkusy emitentiň netijeli işjeňligi we onuň maliýe ýagdaýy bilen, köplenç, kesgitlenýändir. Ol bazar bahasyndan ýokary bolanda, diýmek, gymmatly kagyzlara baha doly berilmedik we olaryň kursunyň ýokarlanmagyna garaşmalydyr.

Emitentiň inwestisiýasynyň özüne çekijiliginiň güýjüniň seljermesi, köplenç, maliýe ýagdaýynyň[1] seljermesi adaty usullarynyň ulanmagy bilen ýerine ýetirilýändir. Şunuň ýanynda maglumatyň esasy çeşmesi hökmünde emitentiň maliýe hasabaty hyzmat edýändir. Aýratynlykda onuň esasynda emitentiň birinji bahalandyrmagy ýerine ýetirilýär.

Birinjiden, onuň serişdeleriniň dolanyşygy. *Dolanyşygynyň koeffisiýenti* aýratyn bir ähmiýete eýedir, sebäbi pul görnüşinde serişdeleriň aýlanmasynyň tizligini häsiýetlendirýär, diýmek, emitentiň töleýiş ukybyna gös-göni täsir edýändir.

Dolanyşygyň tizliginiň ýokarlandyrylmagy bilen başga deň şertlerde, önümçilik–tehniki güýjüň ýokarlandyrylmagyny aňladýandyr.

Seljermäniň şu tapgyrynda şu görkezijiler wajyp bolup durýandyr:

– dolanyşygyň umumy koeffisiýenti, hasabat döwri üçin ýerlenilenlerden girdejilere gatnaşyk we emitentiň hususy serişdeleriniň (aktiwleriň) bahasy hökmünde kesgitlenýändir. Ol möhüm bolup durýandyr, sebäbi degişli bolan girdeji getirýän «önümçilik--dolanyşyk» doly tapgyry döwrüň dowamynda näçe gezek ýerine ýetirilýänligini görkezýänligindendir:

$$K_d = G_ý / A,$$

bu ýerde K_d – dolanyşygyň umumy koeffisiýenti, $G_ý$ – ýerlemekden gelýän girdeji, A – emitentiň hususy serişdeleriniň (aktiwleriniň) ortaça bahasy;

[1] Bu hakykaty göz öňünde tutmak bilen, maliýe seljermesiniň – birnäçe özara baglanyşykly bolan ykdysadyýet hünäri boýunça talyplara sapak berilýän, düzgün--nyzamlaryň öwrenme mazmuny, bellibir toparda görnüşler, usullar, tapgyrlar, seljermäni kabul etmeler seredilmeýär. Has-da görkezijileriň aýlawy has möhüm bolanlar bilen çäklendirilendir.

– hususy maýanyň dolanyşygy, hasaplaşyk döwri üçin onuň dolanyşygynyň mukdaryny görkezýändir:

$$K_{hmd} = G_{ý} / M_{o},$$

bu ýerde K_{hmd} – hususy maýanyň dolanyşygynyň koeffisiýenti, $G_{ý}$ – ýerlemekden gelýän girdeji, M_{o} – emitentiň hususy maýasynyň ortaça bahasy;

– emitentiň esasy önümçilik gaznalarynyň ulanylmagynyň netijeliligi, aslynda esasy serişdeleriň dolanyşygyny häsiýetlendirýändir:

$$K_{esd} = G_{ý} / B_{es},$$

bu ýerde K_{esd} – esasy serişdeleriň dolanyşygynyň koeffisiýenti, $G_{ý}$ – ýerlemekden gelýän girdeji, B_{es} – esasy serişdeleriniň bahasy;

– dolanyşyk serişdeleriniň dolanyşygy, ozalky koeffisiýenti ýaly manysyna eýedir, diňe dolanyşyk serişdeleri üçin ulanyp bolar:

$$K_{dsd} = G_{ý} / B_{dg},$$

bu ýerde K_{dsd} – dolanyşyk serişdeleriň dolanyşyk koeffisiýenti, B_{dg} – dolanyşyk serişdeleriň galyndylarynyň ortaça ýyllyk bahasy;

– emitentiň hususy serişdeleriniň (aktiwleriniň) şu böleginiň önümçilikde ulanylyşyň netijeliligini häsiýetlendirýän ätiýaçlaryň dolanyşygy:

$$K_{äçd} = G_{ý} / B_{äç},$$

bu ýerde $K_{äçd}$ – ätiýaçlyklaryň we çykdajylaryň dolanyşygynyň koeffisiýenti, $B_{äç}$ – ätiýaçlaryň we çykdajylaryň bahasy;

– belli toparda, günlerde görkezilen hasaplaşyk döwründe laýyk bolan aktiwleriň bir dolanyşygynyň dowamlylygyny häsiýetlendirýän dolanyşygynyň dowamlylygynyň görkezijileri hem az wajyp däldir.

Olar hasaplaşyk döwründe günleriniň mukdarynyň bölünme ýoly bilen kesgitlenýändir, aýratynlykda, 365 günlükde, dolanyşygynyň laýyk bolan koeffisiýentlerine.

Görkezilen ähli görkezijileriň her emitent üçin özbaşdak bolandygyny göz öňünde tutmak gerekdir. Ýöne, birlikde olar onuň iş işjeňligini häsiýetlendirýärler. Şonuň üçin dolanyşygyň

koeffisiýentiniň ähmiýeti näçe ýokary bolsa we dolanyşygyň dowamlylygynyň ähmiýeti pes bolsa, onuň aktiwlerini dolandyrmak has netijelidir.

Ikinjiden, maýanyň peýdalylygyna baha berilmegi we emitentiň satylmagy. *Peýdalylygyň koeffisiýenti*, girdejiniň bagly (otnositel) ululygy bolmak bilen, önümçilik–satuw faktorlarynyň ählisiniň hakykatdan ulanylyşyň netijeliligini häsiýetlendirýär. Şu toparda esasy görkeziji hökmünde maýa goýmagyň girdejililigi öňe çykýandyr, onuň esaslandyrylmagyna goýlan maýa bilen alnan girdejini baglaşdyrýandyr:

$$K_g = G / I,$$

bu ýerde K_g–düşewüntliligiň koeffisiýenti, I–maýa goýum, G – hasaplaşyk döwri üçin peýda. Maliýe seljermesi we maliýe hasaplamalary boýunça edebiýatda, belli koeffisiýent *ROI* hökmünde bellidir.

Emitentiň işinde maýa goýum serişdeler, her hili ýüze çykarma görnüşlerine eýedir. Girdejiniň näme bilen laýyk gelýänligine baglylykda, has belli görkezijiler hasap edilýändir. Olaryň arasynda:

– emitentiň ähli hususy serişdesiniň (aktiwiniň) her manadyna (A) peýda mukdaryny (P) häsiýetlendirýän hususy serişdeleriň (aktiwleriň) düşewüntliligi (K_{ad}):

$$K_{ad} = P / A.$$

Belli koeffisiýenti, köplenç, *ROA* diýip belleýärler.

Emitentiň hususy maýasynyň (M_h) her manady üçin näçe peýdanyň (P) gelýändigini görkezýän hususy maýanyň düşewüntliligi (K_{hmd}):

$$K_{hmd} = P / M_h.$$

Hususy maýanyň girdejililiginiň koeffisiýenti başgaça *ROE* diýlip bellenilýär.

Paýdarlaryň maýa goýmalarynyň ulanylmagynyň netijeliligine baha bermeklige mümkinçilik berýän paýdarlar maýasynyň düşewüntliligi (K_{pmd}):

$$K_{pmd} = P / M_p,$$

bu ýerde M_p – paýdarlar maýasy, P – peýda.

Edebiýatda şu koeffisiýent *RCSE* diýlip bellenilýär.

Emitentiň esasy we dolanyşyk serişdeleriniň ulanylmagyny häsiýetlendirýän önümçilik gaznalaryň düşewüntliligi ($K_{ögd}$):

$$K_{ögd} = P / (ES + MDS),$$

bu ýerde ES – esasy serişdeleriň ortaça ýyllyk bahasy, MDS – material dolanyşyk serişdeleriniň galyndylarynyň ortaça ýyllyk bahasy.

Maliýe hususy serişdelerine (aktiwlere) netijeli maýa goýmalarynyň özbaşdak görkezijisiniň maliýe goýmalarynyň düşewüntliligi (K_{mgd}):

$$K_{mgd} = P / MM,$$

bu ýerde MM – maliýe maýa goýmalary, P – obligasiýalar, walýuta we başga daşky maýa goýumlar boýunça paý gatnaşygyndan hasabat döwri üçin alnan peýda.

Belli koeffisiýentleriň toparynda, emitentiň peýdasynda girdeji paýynyň näçe bolýandygyny häsiýetlendirýän görkezijiler hem az ähmiýete eýe däldir. Meselem, ähli amallardan gelýän girdeji we ýerlemekden gelýän girdeji:

$$K_{ag} = G / G_a,$$

$$K_{ýg} = G / G_ý,$$

bu ýerde a – emitentiň ähli amallary, G_a – ähli amallardan gelýän girdeji, $ý$ – ýerleşdirmek, $G_ý$ – ýerlemekden gelýän pul.

Düşewüntliligiň görkezijileri peýda salgyt salynmazdan öň, şonuň ýaly hem arassa peýdadan ugur alyp kesgitlenýändir. Şeýle görnüşde hasaplanan koeffisiýentler deňeşdirilende, salgyt aýyrmalaryň düşewüntlilige we peýdadan alynýan beýleki tölegleriň täsirini ýüze çykarmak mümkin. Emma islendik ýagdaýda hem, olar maýa goýulýan serişdeleriň her elementi bilen emele getirilýän peýdanyň möçberini görkezýärler we emitentiň gymmatly kagyzlaryna maýa goýmalarynyň ynamdarlygy hakynda baha bermeklige ygtyýar

berýändir. Iň azyndan hem, olar boýunça girdejileriň tölenmegi üçin çeşmeleriň garaýşyndan. Şonuň üçin düşewüntliligiň görkezijileriniň ähli özbaşdaklygynda, olaryň has ýokary möçberleri ileri tutulýandyr.

Üçünjiden, emitentiň aktiwleriniň we peýdasynyň ösüş depginine baha berilmegi. Aktiwleriň ösüş depgini emlägi artdyrmagy häsiýetlendirýär we seljerilýän döwürdäki we ozalky döwürdäki aktiwleriň baglanyşygyny göz öňünde tutýar. Onuň kesgitlenmesi üçin şu formula ulanylýar:

$$ÖD_a = \{[(A_T + B_T + P_T) / (A_T - 1 + B_T - 1 + P_T - 1)] - 1\} \times 100\%,$$

bu ýerde $ÖD_a$ – aktiwleriň ösüşiniň depgini, A – maddy däl aktiwleri hasaba almazdan esasy serişdeler we maýa goýumlar, B – ätiýaçlar we harajatlar, P – karz alnyp ulanylan serişdeleri hasaba almazdan pul serişdeleri, hasaplar we beýleki aktiwler T – seljerilýän döwür.

Hasabat döwri üçin emitentiň peýdasynyň artyşyny görkezýän, peýdanyň ösüş depgini şu aşakdaky ýagdaýda kesgitlenýändir:

$$ÖD_p = [(BPT / BP\,T - 1) - 1] \times 100\%,$$

bu ýerde $ÖD_p$ – peýdanyň ösüş depgini, BP – balans peýda T – seljerilýän döwür.

Şeýlelikde, ilkinji baha bermegiň esasynda emitentiň işjeňligi, onuň işiniň girdejililigi, peýdasynyň we emläginiň hereketi hakynda umumy suratlandyrma alyp bolýar.

Ýöne, bu ýeterlikli däldir. Hemmesinden ilki bilen gymmatly kagyzlar boýunça borçlaryny ýerine ýetirmek ukybyna we emitentiň maliýe ýagdaýyna hem baha bermek gerekdir.

Şonuň üçin hem emitentiň *likwidliligini we tölege ukyplylygyny* seljermek gerekdir. Onuň öz aktiwleri bilen borçnamalarynyň üstüni ýapyp bilmek derejesi deňlemesiniň (balans) likwidliligini kesgitleýär, onuň aktiwleriniň pul görnüşine geçmek möhleti bolsa, borçnamalaryň tölenmeklik möhletine laýyk gelmelidir. Tölege ukyplylyk, düşewüntliligiň şahsy ýagdaýy bolup çykyş edýändir. Ol emitentiň gysga möhletleýin borçnamalary boýunça tölege ukyplylygyny häsiýetlendirýändir.

Adatça, tölege ukyplylygyny bahalandyrmak üçin işewürlik maýasyny seljermekden başlaýarlar. Işewürlik maýasy hökmünde dürli amallaryň hyzmat edilişine ugrukdyryp bolýan maýa göz öňünde tutulýar. Başgaça aýdylanda, bu emitentiň likwidli serişdeleri bolýandyr. Olaryň ýüze çykarylmagy üçin esas bolup täzeden toparlara bölünýän deňleme (balans) – netto hyzmat edýändir. Aýratynlykda aktiwler olaryň likwidlilik derejesi boýunça, passiwler bolsa, talap edijiligiň möhletine görä toparlara bölünýärler.

Şeýle aktiwler şu toparlara bölünýärler:

– A_1 – has likwidli aktiwler, olara pul serişdeleri, gysga möhletli maliýe goýmalary we bazar gymmatly kagyzlary degişlidir;

– A_2 – çalt ýerlenýän aktiwler, ol gysga möhletli debitor bergisini öz içine alýandyr;

– A_3 – haýal ýerlenýän aktiwler, aýratynlykda ätiýaçlar we çykdajylar, uzakmöhletleýin maliýe maýa goýumlary;

– A_4 – kynçylyk bilen satylýan aktiwler, ýagny esasy serişdeler, maddy däl aktiwler, özboluşlylygy boýunça likwidli bolmadyk beýleki dolanyşykdan daşary aktiwler, şonuň ýaly hem uzakmöhletli debitor bergisi.

Likwidli aktiwleriň jemi, takmynan, likwidli däl aktiwleriň jemine deň bolanda adaty diýlip hasap edilýän ýagdaýdyr. Likwidli serişdeleriň ýetmezligi gündelik amallar boýunça tölegleriň saklanmasynyň mümkinçiligini, artyk galany bolsa, dolanyşyk aktiwleriň netijeli ulanylyşynyň ýetmezligini görkezýändir.

Öz nobatynda passiwlere şu toparlar degişlidir:

– P_1 – has gysga möhletli borçnamalar, olara kreditor bergisi we wagtynda tölenmedik karzlar degişlidir;

– P_2 – gysga möhletli passiwler, ýagny gysga möhletli karzlar we karz alnan serişdeler;

– P_3 – uzakmöhletli passiwler, ol uzakmöhletli karzlary, hususy obligasiýalary, aýryp goýlan salgytlary öz içine alýar;

– P_4 – hemişelik passiwler ýa-da hususy serişdeleriň çeşmesi, geljekdäki döwürleriň girdejini, geljekki çykdajylaryň we tölegleriň gorlary.

Aktiwler we passiwler toparynyň deňlemesiniň likwidliligini kesgitlemek üçin, olar özara deňeşdirilýär. Emitentiň balansy doly likwidli hasap edip bolýar, şu baglanyşyk bellenilende:

– $A_1 \geq P_1$;

– $A_2 \geq P_2$;

– $A_3 \geq P_3$;

– $A_4 \leq P_4$.

Şonuň bilen hem, möhüm şert bolup birinji üç sany deňsizlik bolup durýandyr. Dördünjisi, deňeşdirme häsiýetine eýedir, onuň berjaý edilmegi bolsa emitentiň hususy dolanyşyk serişdeleriniň barlygy hakynda aýdyp bolýar. Şeýle hem, ilkinji iki baglanyşygyň häzirki likwidliligini ýüze çykarmaga mümkinçilik berýär we ýakyn wagtda tölemeklik ukyby hakynda tassyklaýandyr. Üçünji, geljegi bar bolan likwidliligi, tölege ukybynyň maglumatyny görkezýär.

Emitent üçin häzirki borçnamalar ($P_1 + P_2$) has howpludyr. Olaryň gysga möhletliligi wagtyň her pursadynda pul bar bolmagyny talap edýändir. Bu bolsa maýany hereketsiz galdyrýar, immobilizasiýa ýagdaýynda saklaýar. Şoňa laýyklykda işleýän maýa M_i likwidli ýa-da dolanyşykly aktiwler ($A_1 + A_2 + A_3$) we häzirki borçnamalar arasynda kanagatlanarly aratapawut bolup bilýär:

$$M_i = (A_1 + A_2 + A_3) - (P_1 + P_2).$$

Işleýän maýanyň ululygy emitentiň dürli hili hereket etmek başarnygy, onuň borçnamalar boýunça töleglerini ýerine ýetirmek ukyby bilen häsiýetlendirilýändir Şonuň üçin oňa, köplenç, arassa dolanyşyk maýasy hem diýilýär we dolanyşyk aktiwleriniň umumy göwrüminiň iň azyndan 10% ähmiýeti maslahat berilýändir. Mundan başga-da, işleýän maýanyň ösüşi, emitentiň ösüşiniň nyşanydyr. Şonuň üçin hem, ähmiýetli işleýän maýaly guramalarda maýa goýmak has howpsuzdyr.

Emitentiň durnuklylygyna baha bermek üçin, işewürlik maýanyň mukdaryny hasaplamak ýeterlikli däldir. Oňa likwidli aktiwleriň topary bilen tapawutlanýan, gysga möhletleýin borçnamalary hökmünde seredilýän, *likwidlilik we üstüni ýapmak koeffisiýentiniň* kömegi bilen baha bermelidir.

16. Sargyt № 2448

Doly likwidlilik koeffisiýenti K_{dl} emitentiň gysga möhletli, gündelik borçnamalary ýapmaga ukybyny görkezýär. Pul serişdeleri, gysga möhletli maliýe maýalary we bazar gymmatly kagyzlary haýal etmän tölenmäge we hasaplaşmak üçin taýýar. Oňa laýyklykda berlen koeffisiýent şu formula boýunça kesgitlenýär:

$$K_{dl} = A_1 / (P_1 + P_2).$$

Ol berginiň haýsy böleginiň iň köp likwidli serişdeleriniň hasabyna iň soňky hasabat senesine tölenip bilinjegini görkezýändir. Edebiýatda onuň iň az ähmiýeti 0,2 – 0,25 bolanda kadaly diýlip hasap edilýär.

Kesgitlenen (tankydy) likwidlilik koeffisiýenti ýa-da ýapmagyň aralyk koeffisiýenti, K_{TE} debitorlar bilen hasaplaşmalarda serişdelerini toplamak mümkinçiligini görkezýär. Ony şeýle hasap edýärler:

$$K_{TE} = (A_1 + A_2) / (P_1 + P_2).$$

Ol, takmynan, 0,7 – 0,8 diapazonynda bolmalydyr. Şol koeffisiýent näçe az bolsa, emitentiň karzy tölemäge ukyplylygy pes bolýar. Ýöne onuň gaty ýokary hem ähmiýeti gereksizdir.

Likwidliligiň umumy ýa-da gündelik koeffisiýenti (umumy örtügiň) K_{ul} ýeke-täk pul serişdeleriniň we maliýe maýasynyň ulanylmagyny däl-de, eýsem, maddy dolanyşyk serişdeleriniň ulanylmagyny göz öňünde tutýar. Olaryň hasaba alynmagy gerek, emitentiň likwidli serişdeleriniň onuň gysga möhletli borçnamalaryny ýapýandygyny kesgitlemek gerekdir. Şunuň kesgitlenmesi üçin, koeffisiýent üçin şu formulany ulanyp bolar:

$$K_{ul} = (A_1 + A_2 + A_3) / (P_1 + P_2).$$

Gysga möhletli borçnamanyň ýerine ýetirilmesi üçin likwidli serişdeler ýeterlikli bolmalydyr, şonuň üçin hem, koeffisiýentiň ähmiýeti birlikden aşak düşüp bilmeýär. Howpsuz diýlip 1-den 2-ä çenli hasap edilýändir.

Likwidliligiň şeýle görkezijisiniň hasaby hem, gündelik pul çykdajylarynda pul serişdeleriň we debitor bergisiniň udel agramy ýaly wajyp bolup durýandyr. Ol bolsa iň likwidli aktiwleriň binýadynda

emitentiň näçe günüň dowamynda hojalyk işlerini ýerine ýetirip bilýändigini görkezýär.

Emitentiň şu borçnamalary ýerine ýetirmäge ukybynyň barlygy kesgitlenende, uzakmöhletli faktorlaryň hasaba alynmasy bilen onuň maliýe ýagdaýynyň çaklama maglumaty getirilýär.

Emitent şu usullar arkaly maýany özüne çekip bilýär:

– paýnamalaryň çykarylmagy;

– karz almak, şol sanda hem obligasiýalary çykarmak ýoly bilen;

– girdejiniň ulanylmagy.

Toplanan maýanyň umumy ululygyny maýalaşdyrma görkezijisi häsiýetlendirýär. Ol san boýunça esaslyk maýanyň jemine, satyn alnan hususy paýnamalaryň bahasyna, ätiýaçlyk maýanyň, emission girdeji böleginde goşmaça maýa, paýlanmadyk girdejä we uzakmöhletleýin bergä[1] deňdir. Şu jemiň bir elementiniň maýalaşmanyň umumy jemine bolan gatnaşygy, maýalaşdyrma *koeffisiýentini* emele getirýändir, ol bolsa emitentiň maýasyny emele getirmek üçin şu ýa-da başga çeşmeleriň özüne çekmeklik derejesini häsiýetlendirýär. Ýazarlaryň birnäçesiniň pikirine görä, belli koeffisiýent uzakmöhletleýin bergi boýunça hasap edilendir, 30-35% ähmiýetinde emitentiň maýasynyň[2] howply düzümi barada söz açýandyr.

Emitentiň maliýe ýagdaýyna baha bermeklik, maýanyň düzüminiň seljermesi bilen hökman tamamlanýandyr. Bu bolsa onuň *maliýe durnuklylygy* barada baha bermekligine mümkinçilik açýandyr. Şonuň üçin şu görkezijilerden peýdalanmaly.

– Özbaşdaklygyň koeffisiýenti (hususylygyň, garaşsyzlygyň) $K_ö$, emitentiň mal-mülkünde, emläginde hususy maýanyň paýyny häsiýetlendirýär (balansyň walýutasynda):

$$K_ö = K_h / A,$$

K_h – hususy maýa, A – emitentiň emlägi.

Hususyýetçileriň we kreditorlaryň bähbitleriniň baglanyşygyny görkezýär. Şonuň üçin hem iň az 0,5 ähmiýeti ýeterlikli dereje diýlip

---

[1] Ser.: Бочаров В.В. Инвестиции. СПБ., Питер, 2002.

[2] Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 1992.

hasap edilýär. Şu ýagdaýda kreditorlaryň howp ýagdaýy iň azyna getirilýär:

– maliýe dartgynlylygynyň koeffisiýenti (karz alynýan maýanyň) K_{md}, özbaşdaklyk koeffisiýentine ters we emitentiň mal-mülküniň bahasynda karz serişdeleriniň udel agramyny görkezýär:

$$K_{md} = K_k / A = 1 - K_ö ,$$

K_k – emitentiň karz maýasy.

Maliýe baglylygyň koeffisiýenti (berginiň) K_{mb}, daşky karzlardan emitentiň mätäçligi hakynda tassyklaýar:

$$K_{mb} = K_k / K_h .$$

Ol bolsa, karz maýanyň haýsy böleginiň hususy maýa tarapyndan üpjün edilendigini görkezýär. Şu görkezijiniň ähmiýeti näçe uly boldugyça, şonuň ýaly howp derejesi beýikdir, sebäbi tölegler[1] boýunça borçnamalar ýerine ýetirilmedik halatynda batmaklyk mümkinçiligi ösýändir. Hususy maýanyň üstünden berginiň mukdarynyň artanynda bolsa, emitentiň ugursyz maliýe durnuklylygy barada tassyklanylýar. Şuňa baglylykda bolsa, görkezijiniň mümkin bolan ähmiýetleri birligi geçmeli däldir:

– manýowr geçirmek ukybynyň koeffisiýenti K_m, hususy dolanyşyk serişdeleriniň paýyny häsiýetlendirýändir D_{hs}, iň ykjam bolan aktiwlere salnandyr:

$$K_m = D_{hs} / K_ö .$$

Ýokarda seredilen ähli görkezijiler, birinji bilen birnäçe döwrüň dowamynda hereketde seljerilýändir, ikinji bilen hem başga elementleriniň birmeňzeş görkezijileri bilen deňeşdirilýär. Şonuň ýaly-da, işjeňlik we girdejililik koeffisiýentiniň, paýnamalara bolşy ýaly, obligasiýalara hem maýanyň goýulmasynyň özüne çekijiliginiň bahalandyrylmagy üçin wajyp bolup durýar. Elýeterlilik we maliýe durnuklylygynyň görkezijileri – ilki bilen obligasiýadadyr.

[1] Maliýe menejmentde belli koeffisiýent maliýe girewi diýlip atlandyrylýar we şol sanda sözüň gysga manysynda, maliýe töwekgelçiligiň häsiýetlendirmesi üçin ulanylýandyr.

Soňra emitentiň maliýe seljermesiniň tamamlaýjy tapgyrynda, onuň paýnamalarynyň bahalandyrmasy geçirilýändir. Şol maksat üçin hem, gymmatly kagyzlaryň maýa goýmak hilini görkezýän görkezijiler ulgamy ulanylýandyr. Şu ýagdaýda, emitentiň işiniň netijeleri, her bir paýnama hasaplaşykda seredilýär. Bahanyň özi bolsa *paýnamalaryň gymmatlylygynyň bazar görkezijileriniň* hasaplarynyň jemleri boýunça emele getirilýändir. Şol görkezijileriň toparyna şu koeffisiýentleri girýär:

– diwidendiň koeffisiýenti paýnama üçin K_{pp} paý peýdanyň jemi ýaly, bir sany adaty paýnama gelýändir:

$$K_d = Div_y / P_a,$$

Div_y – yglan edilen diwidendleriň jemi, P_a – ýerleşdirilen adaty paýnamalaryň mukdary.

– diwidendiň çykyşynyň koeffisiýenti $K_{dç}$, diwidend görnüşinde tölenilen girdeji paýyny görkezýändir. Ony şu formula boýunça kesgitleýärler:

$$K_{dç} = Div_y / G_p,$$

Div_y – bir adaty paýnama diwidend, G_p – bir sany paýnama bolan girdeji (diwidendiň iň ýokary mukdary, bir sany adaty paýnama tölenip bilinjek).

Soňkusy adaty paýnama ýeňillikden peýdalanýan paýnama görä paý peýdasynyň sanalyp aýrylmasyndan soňra arassa girdejiniň bölünmegi bilen kesgitlenýär. Şu koeffisiýenti emitentiň paý peýdasyny tölemekligini kesgitleýän hususylygyny görkezýär, ýagny onuň paý peýdasy syýasatydyr.

– diwidendi tölemeklik koeffisiýenti K_{dt}, paýdarlar jemgyýetiniň arassa girdejisinde paý peýda tölegleriniň paýyny aşaky görnüşde görkezýär:

$$K_{dt} = Div_y / AG,$$

bu ýerde AG – hasaplaşyk döwri üçin paýdarlar jemgyýetiniň arassa girdejisidir.

W.W. Boçarýew ýokardaky okuw neşirinde, ýeňillikden peýdalanýan paýnamalaryň hilini häsiýetlendirýän görkezijilerini belleýändir. Aýratynlykda:

– arassa aktiwler bilen ýeňillikden peýdalanýan paýnamalaryň üpjünçilik koeffisiýenti $K_{ýppü}$, olaryň elýeterli bahasynyň hakykylygy şu aşakdaky formula arkaly hasaplanylýar:

$$K_{ýppü} = AA / P_{ýp},$$

bu ýerde AA – belli sene üçin arassa aktiwler, $P_{ýp}$ – ýeňillikden peýdalanýan paýnamalar.

Ýeňillikden peýdalanýan paýnamalar boýunça paý peýdasynyň üstüniň dolmagynyň koeffisiýenti $K_{dýpp}$, olar boýunça paý peýdalarynyň tölegini üpjün edýän arassa girdejiniň mukdarynyň haýsy derejede bolandygyna baha bermäge mümkinçilik döredýär:

$$K_{dýpp} = AG / Div_{ýp},$$

bu ýerde $Div_{ýp}$ –ýeňillikden peýdalanýan paýnamalar boýunça tölegleriň paý peýdalarynyň mukdary.

Aýratyn bir görkezijiler toparyny, paýnamalaryň bazar bahasyny görkezýän koeffisiýentler emele getirýär. Olaryň sanyna şulary goşmak gerekdir:

– paýnamalaryň balans bahasy we bazar bahasynyň baglanyşygy, emitentiň bir paýnama, onuň kursy bilen hasap edilişinde işiniň netijesi bilen gabatlaşdyrylýar:

$$K_{bb/bb} = BB_p / KA,$$

bu ýerde $K_{bb/bb}$ – «balans bahasy / bazar bahasy» koeffisiýenti, BB_p – paýnamanyň balans bahasy.

Belli koeffisiýentiň ähmiýeti uly bolýan bolsa, şonda paýnamanyň kursy onuň balans bahasyndan pesdir, onuň özünde bolsa ösüş güýji bardyr we tersine.

Köplenç, görkeziji tersine paýnamalaryň baha kesme koeffisiýentinde ulanylýandyr. Onuň ähmiýeti birligi geçýän, hakyky maýanyň hasaphana bahasyndan ýokary bolan bahany paýnama üçin, oňa gelýänini maýadarlaryň bermäge taýýardygyny aňladýandyr.

– «Girdejiniň essesi» koeffisiýenti P/E, paýnama girdejisiniň paýnama bazar bahasynyň bölünmeginden hususy hökmünde hasaplanylýar:

$$P/E = KA/G_p.$$

Ol paýnamalara bolan talap boýunça netije çykarmaga mümkinçilik berýär, sebäbi, paýnama üçin girdeji birligi maýadarlaryň nähili köp tölemäge razydygyny ýa-da häzirki paýnama bahasynyň onuň getirýän girdejisinden näçe esse artýandygyny görkezýär. Şu görkezijiniň ähmiýeti näçe uly bolsa, emitentiň ösüşiniň mümkinçiliklerine bazar has hem baha berýändir. Şu koeffisiýentiň ösüşi, maýadarlar başgalara garanyňda belli emitentiň peýdasynyň has hem çalasyn hereketine garaşýarlar. P/E düşmegi, belli paýnamalaryna bolan talabyň düşmegini tassyklaýar. Esasda bolsa, belli koeffisiýentiň girdejileriniň multiplikatory ýaly çykyş edýär.

– «Girdeji – baha» koeffisiýenti E/P, ozalka ters ýagdaýda hyzmat edýär. Onuň uly bolmadyk ähmiýeti, paýnamalaryň ösýänlere degişlidigini, deňeşdireniňde ýokary bolanlar, durnukly bolanlary aňladýar.

Paýnamanyň bazar maýalaşdyrmagy ýaly görkezijisi hem wajyp ähmiýete eýe bolýar. Ol bazarda aýlanýan emitentiň paýnamalarynyň mukdarynyň häzirki kurs bahasyna köpeldilmegi bilen kesgitlenýär. Köplenç, paýnamalaryň maýalaşdyrylmagyna, emitentiň bazar bahasy häsiýetinde seredýärler. Şonda şu görkezijiniň azalmagy, onuň paýnamalarynyň maýa goýmak özüne çekijiliginiň ýeterli däldigi ýüze çykýar we tersine.

Umuman, seredilen koeffisiýent bilen, başga emitentiň paýnamalarynyň kem baha berilmeginiň ýa-da artyk baha berlendiginiň derejesi kesgitlenýär. Käbir manyda umumylaşdyryjy häsiýet bilen *Q – Tobinyň indeksi* çykyş edýär, emitentiň bazar bahasyna baglylykda onuň arassa aktiwleriniň bahasynyň kesgitlenmegidir.

Ol 1-den kiçi bolsa, onda paýnamalara kem baha berlipdir. 1-den ýokary bolsa, artyk baha berlipdir. Şol bir wagtda belli indeks töwekgelçiliginiň baha goýulmasy üçin ulanylyp bilner.

16.3. Birža bazarynyň tehniki seljermesi

Düýpli seljermesiniň usullary bilen bir hatarda, gazna bazarynyň tehniki *seljermesi* diýilýän gözleginiň ugry giňden ulanylýar. Ol hem maýa goýmak çözgütleriň kabul edilmegi üçin gerekli bolan ähli maglumatlaryň tassyk edilmeginde esaslandyrylýar, gymmatly kagyzlaryň hereketinde saklanylýandyr. Şonuň üçin hem, gymmatly kagyzlaryň kursunyň hereketiniň, olaryň üýtgemeginiň iň ýokary mümkinçiligini çaklamak, şonuň ýaly hem, baha hereketiniň şu ýa-da başga ugurlarynyň ýerine ýetirilişiniň möhletlerine baha berilmegi kanunalaýyklygynyň ýüze çykarylmagyny çak edýär.

Olar şu aşakdaky çaklamalardan ybaratdyr:

– daşky faktorlaryň her hili üýtgemeleri, «bazar hemme zady göz öňünde tutýar» ýörelgesine laýyklykda bahalaryň üýtgemegine uly täsir edýär;

– bahalaryň hereketi belli bolan, aýdyň gönükdirilenlige eýe bolan kanunalaýyklyk bilen kesgitlenýändir;

– belli kanunalaýyklyklar çydamly häsiýete eýe bolup biler, ýagny «taryh gaýtalanýar» ýörelgesi hereket edýär;

– gymmatly kagyzlaryň hakykatdan emele gelen hümmetiniň öwrenilmegi esasynda, olaryň geljekdäki hereketlerini öňünden habar berip bolar.

Tejribede tehniki seljermesi, düýpli seljermäniň netijeleriniň dogrulygyny we dolulygyny barlamak, bahalaryň derejesini çaklamak we gymmatly kagyzlaryň satyn alynmagy ýa-da satylmagy üçin wagtyň optimal pursadyny tapmalydyr.

Tehniki seljermäniň esasy guraly hökmünde seljerilýän maglumatyň grafiki görkezmesi hyzmat edýändir. Şonuň üçin, köplenç, ony *grafiki seljermesi* diýlip atlandyrýarlar. Köplenç, söwdanyň bahasynyň üýtgemeginiň we göwrümleriniň grafikleri ulanylýar. Olara *çarter* diýilýär. Koordinat ulgamynda absiss (kese) çyzgysy boýunça wagtyň aralygy goýulýar, dowamlylygy boýunça bir sany birža

gününe deňdir[1]. Şeýlelikde, birža söwdasynyň yzygiderliliginiň suraty emele gelýär. Ordinat (dik çyzykda) çyzgysynda bahalar şkalasy berilýär.

Baha hereketini grafik arkaly görkezýän esasy usullardan biri – *gistogramma* gurluşydyr. Belli ýagdaýda dik çyzykda kesgitlenen birža gününe laýyk gelýän nokatlar bellenilýär, olar iň ýokary we iň pes bahalary görkezýärler, soňra bolsa olar dik çyzyk boýunça birleşdirilýär. Baha çyzygynyň uzynlygy bahalaryň birža günüň dowamynda durnuksyzlyk amplitudasyny we bahalaryň ýetýän derejesini häsiýetlendirýär.

Sag tarapda gapdaldaky çyzgy bilen ýapylyş bahasy bellenilýär. Gerekli bolanda bolsa, çep tarapdan şeýle görnüşde açylyş bahasy bellenilýär.

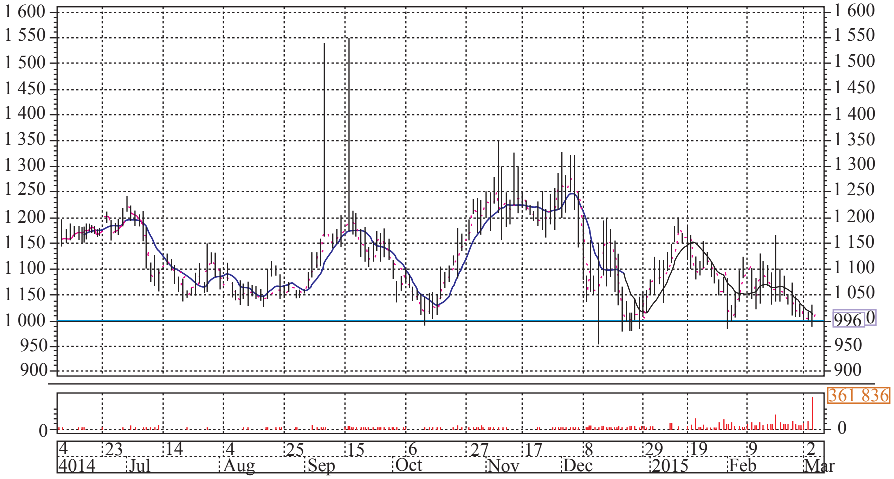
Geljekki wagt döwri üçin maglumat grafikda sagrak çekilýär. Netijede, koordinat ulgamynda baha çyzgylaryň jemi, az ýa-da köp möhletli wagtyň aralygy emele gelýär, bazaryň käbir wajyp indikatorlary hakynda baha bermeklige rugsat berilýär. Aýratynlykda hem, bahalaryň üýtgemeginiň umumy ýagdaýynda, şol sanda ozalky güne seredeniňde, bazar ýagdaýynyň durnuksyzdygy görünýär. Gistogrammanyň umumy görnüşi 16.1-nji suratda görkezilýär.

Gistogrammanyň seljermesiniň birnäçe usuly bardyr. Olardan biri – *möhüm günler* kesgitlemesidir. Bahalaryň umumy hereketi öz ugruny tersine üýtgeden gününde şeýle hasap edilýär. Galýan tendensiýa, aşak düşýäni bilen çalşyrylýar ýa-da tersine. Şeýle günleriň gelşini çaklamak hem tehniki seljermäniň wezipesi bolup durýar. Şonuň üçin, gistogrammanyň aşakdaky meýdançasynda sütün görnüşinde, bir birža günüň dowamynda ylalaşyklaryň möçberini görkezýän diagrammany ýerleşdirýärler.

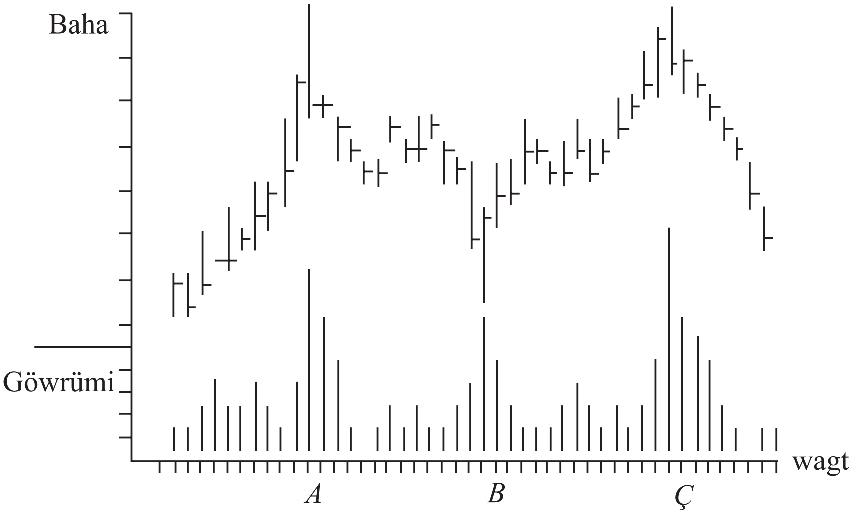
Ýokary galýan baha tendensiýasynda möhüm günüň alamaty söwdanyň göwrüminiň birden ulalmagydyr, bahalaryň düýpli ösmegi, ozalky günden aşakdaky derejede ýapylyşyň bahasynyň kesgitlenmesidir.

---

[1] Wagtyň aralygy hökmünde söwda hepdesi (5 gün) we bir aý kabul edilip bilinýär.



16.1-nji surat. Gistogramma



16.2-nji surat. Esasy günleri kesgitlemegiň mysaly

Ýokarda görkezilen grafikde şular *A* we *Ç* günleridir. Peselýän baha tendensiýasynda şeýle alamatlar bolup ýokary göwrümli ylalaşyklarda iň pes bahalar çykyş edýändir we ozalky günden ýo-

kary bolan derejede bahanyň ýapylyşy 16.2-nji suratda görkezilişi ýaly, gün *B*-dir.

Kämahal bahalar işjeň üýtgeýärler. Bir gün baha pese düşse, beýleki gün baha üýtgäp ýokary galar ýa-da tersine: öň ýanynda iň ýokary baha iň pes bahadan aşakda bolup biler. Şu ýagdaýlarda gistogrammalarda şeýle atlandyrylýan üzňelik gözegçilik edilýär. Üzňeligiň dört sany görnüşi bardyr:

1. *Adaty*, ylalaşyklaryň pes göwrümleri we beýgelmäge ýa-da peselmäge bahalaryň ýiti bildirilýän tendensiýanyň ýoklugy bilen häsiýetlendirilýär. Şu bolsa bazaryň durnukly däldigini we maýadarlaryň oňa hiç hili gyzyklandyrma bildirmeýändiklerini aňladýar;

2. *Çalasyn*, bazaryň haýal galmagy ýa-da düşmegi fonunda ylalaşyklaryň göwrüminiň ortaça derejesi bilen häsiýetlendirilýär. Bahalaryň hemmetaraplaýyn üýtgemegi göz öňünde tutulmaýar. Şeýle üzňelik baha tendensiýanyň ortasynda emele gelýärler. Şonuň üçin hem, bahalar şkalasy boýunça tendensiýanyň başyndan üzňelik nokadyna çenli aralygy ölçäp we ony üzňelik nokadynda belläp, baha hereketinde üýtgeme pursadyny kesgitläp bolýar;

3. *Üýtgeýän* bahalar birden ýokary galanda ýa-da düşende, ylalaşyklaryň göwrüminiň düýpli ýokarlanmagy şertlerinde bolup geçýär. Bu bolsa gymmatly kagyzlaryň gyzgalaň talaby ýa-da teklibi barada tassyklaýandyr. Hasap edilişi ýaly, ýyrtylyp aýrylma pursadyndan soňra, ol bilen baglanyşykly bolan baha tendensiýalary dowam edýär;

4. *Gutarnykly (tamamlaýjy)*, ýyrtylyp aýrylýanlardan soňra gelýän, ýöne islegiň ýa-da teklibiň az bolan möçberinde, olar beýgelýän we peselýän tendensiýalarynyň öz-özüni iýýändigini aňladýar we tersine üýtgemäge taýýardyr.

Möhüm günleriň we üzňeligiň bellenilmegi, bahalaryň üýtgemesiniň ugruny dogry kesgitlemäge mümkinçilik berýär. Şonuň üçin adaty (çyzykly) grafikler ulanylýar, olar bolsa nokatlaryň birleşdirilmegi bilen gurulýandyr. Bu bolsa ýapylyş bahasy ýa-da wagtyň belli

pursady üçin bahanyň häsiýetlendirmesidir. Olaryň kömegi bilen bahalaryň üýtgedilmegini ýerine ýetirýärler, kesgitlenen ugurda hereket edýärler – *trendler*.

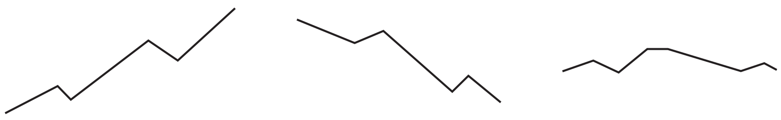
Tehniki seljermede trendleriň üç sany görnüşine baha berilýär:

1. Ýokarlandyrylýan ýa-da öküz trendi. Bellibir ýere degişli bolan bahalaryň iň ýokary nokatlarynyň birleşmesinde, soňky her biriniň ozalkydan iň ýokary beýiklikdedir;

2. Peseldilýän ýa-da aýy trendi. Bu baha üýtgemeleriniň tapgyry, bellibir ýere degişli bolan bahalaryň iň pesi nokatlarynyň birleşmesinde, soňky her biri ozalkydan pesdir;

3. Kese ýa-da gapdal trendi. Ol üçin bahalaryň döwürleýin durnuksyzlygy häsiýetlidir, olaryň ýokarlanmaga, peselmäge açyk görkezilen umumy tendensiýasyna eýe däldir.

Grafika boýunça trend çyzgy bilen suratlandyrylýar, iň ýokary we iň pes bellibir ýere degişli bolan bahalaryň birnäçe birleşdirýän nokatlary bolýar *(16.3-nji we 16.4-nji suratlar).*

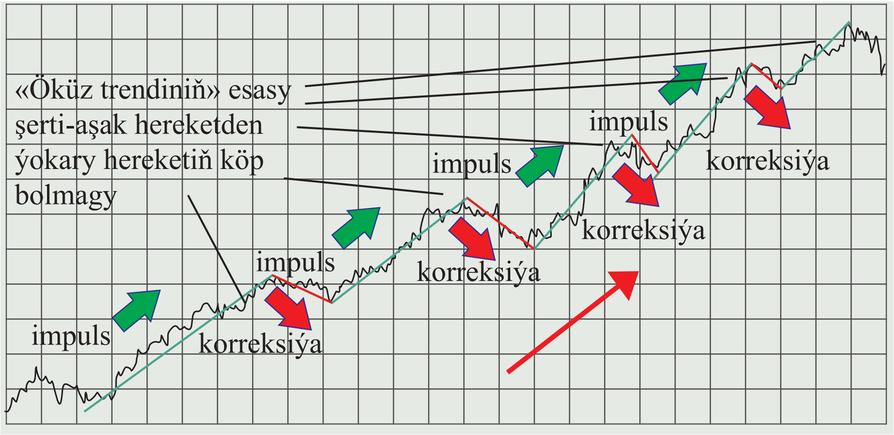


a) *b)* *ç)*

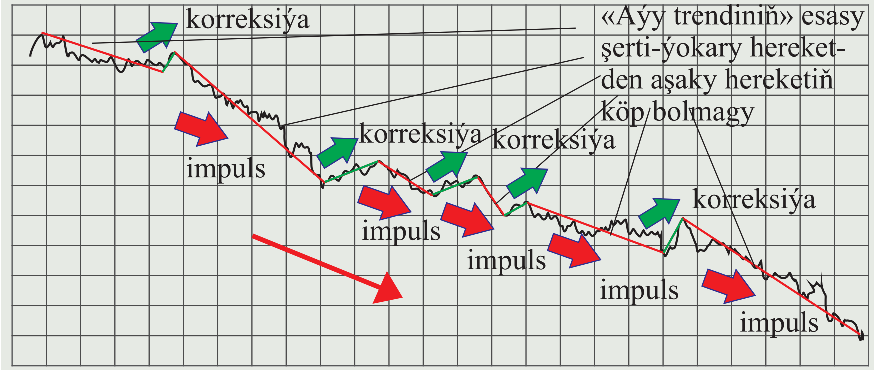
16.3-nji surat. Trendler: *a* – öküz, *b* – aýy, *ç* – gapdal

Trendiň çyzgysy onuň ähmiýetini bahalandyrmaga mümkinçilik berýär. Şonuň ýaly-da, çyzgylaryň dowamlylygy kesgitlenýär. Onuň bilen bahanyň ýokary derejeleriniň baglanyşyk nokatlarynyň mukdary, onuň egme burçudyr. Şonuň bilen çyzgy näçe uzaldylan bolsa, şonça birleşme nokatlaryň sany köp we egme burçy az bolýar, şeýlelikde, baha tendensiýasynyň inersiýasy güýçlüdir, onuň dowamlylygynyň mümkinçiligi köpdür we onuň ugrunyň üýgemegi kemelýändir.

Öküz trendi



Aýy trendi



16.4-nji surat. Öküz we aýy trendleriň hereketi

Şoňa laýyklykda, ters baglylyklar hakynda hem aýtsak bolar.

Mälim bolşy ýaly, trendler bir görnüşli häsiýete eýe däldir. Bahalaryň ýokarlanmagy we peselmegi olaryň durnuksyzlyklary bilen geçirilýär.

Şu durnuksyzlyklaryň iň ýokary nokatlary birleşdirilende, garşylyk görkezme çyzgysyny alýarlar. Hasap edilişi ýaly, şondan ýokary bahalar galmaly däldir. Baha durnuksyzlyklaryň iň pes nokatlary birleşdirilende, goldama çyzgysy emele geler, ondan aşak bolsa bahalar nazaryýet taýdan peselmeli däldir. Başga sözler bilen aýdylanda bolsa, kanunalaýyklyk bardyr: bahalar şol çyzgylaryň haýsy

bolsa birine ýakyndan ýakynlaşanda, trendiň üýtgejekdigine çak etmäge esas bardyr. Goldama çyzgysynyň derejesine ýetilmegi bolsa, bahalaryň beter aşak düşendigi barada nyşandyr, olaryň düşmegi saklanýar, gymmatly kagyzlary bolsa satyn almak gerekdir. Garşylyk çyzgysynyň derejesine ýetmekligiň görkezijisi – bahalaryň öz iň ýokary derejesine ýetmegi we soňra düşüp başlamagydyr. Şonda hem, gymmatly kagyzlary satyp bolar.

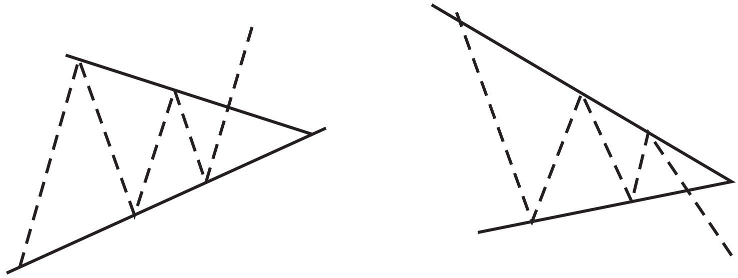
Tejribede bahalaryň haýsy hem bolsa bir çyzgyny aşýan ýagdaýlary bolup biler. Şu bolsa *baha kanalynyň kesip geçmegidir*, onuň bilen baglanyşykly meýliň bellibir wagtyň dowamynda saklanjakdygyny tassyklaýar. Belli ýagdaýda, garşylyk görkezme çyzgysynyň kesilip geçilmegi – gymmatly kagyzlaryň satyn alynmagy üçin görkezmedir, goldama çyzgylary bolsa, olaryň goldawy üçin nyşandyr.

Ýokarlandyrma meýlinde ýeterlikli ýygy, bellibir ýere degişli bolan bahalaryň iki sany ýokary derejesiniň arasynda ýene bir ýokary dereje bolup, ol has ýokarda ýerleşýär. Şu ýagdaýda, «kelle we egin» gurluşy emele gelýär we özgerişiň esasy modeli diýlip hasap edilýändir, terslik üçin baha meýliniň ugurlarynyň yza öwrümi (rewers) hakynda tassyklaýar. Şonuň ýanynda hem, bahanyň hemme taraplaýyn iň ýokary derejesi bolsa kelle bolar, egin bolsa – iki sany bellibir ýere degişli bolan iň ýokary derejedir.

Çep egniniň emele gelmegi, modeliň emele gelşiniň başlangyjy diýlip kesgitlenýär, sagy bolsa, meýliň özgeriş nyşany bolup hyzmat edýär. Özgeriş pursadynyň kesgitlenmegi üçin, kelle modelini esaslandyrmaga laýyk bolan bellibir ýere degişli bolan bahalaryň iň pes derejeleriniň nokatlaryny birleşdirmek gerekdir. Bu bolsa *boýun çyzgysy (eginler)* diýlip atlandyrylýar. Şu çyzgynyň kesişmesi hem täze baha tendensiýanyň başlanlygyny bildirýär. Edebiýatda şu ýagdaýda boýun çyzgysyndan bellibir ýere degişli bolan iň ýokary derejeli nokadyna çenli bahalaryň mümkin bolan düşmesiniň çägi häsiýetlendirilýär.

Baha trendi aşak düşýän bazara «kelle we egin aşakda», modele öwrülen görnüşe mahsusdyr.

Özgeriş modelleri bilen bilelikde *dowamlylygyň modelleri* hem ulanylýar. Olar bar bolan trendiň güýçde galýandygyny we onuň esasy ugrunyň, dogrudan hem üýtgemejekdigini tassyklaýar. Dowam etmegiň iň meşhur şekilleri – *üçburçlukdyr*. Olaryň umumy görnüşi has hem häsiýetlendirilen baha tendensiýalary üçin 16.4-nji suratda görkezilendir.



a) ýokarlanýan trend   b) peselýän trend

16.4-nji surat. Dowam edýän üçburçluklar

Üçburçluk tamamlanandan soňra eger baha goldaw we garşylyk çyzgysyny aşýan bolsa, ozalky trendiň ugrunda bahalaryň täze herekétine garaşmak gerekdir.

Ýene-de bir görnüşi – bu nokatlar we şekiller görnüşinde grafiklerdir ýa-da «atanak-nol». Olar talabyň we teklibiň baglanyşygyny bilmäge, onuň üýtgemelerini görkezmeklige we gymmatly kagyzlaryň satyn alynmagyna ýa-da satylmagyna yşarat almak üçin mümkinçilik berýärler. Olaryň aýratynlygy gymmatly kagyzlaryň kurslarynyň ýokarlanmagyny ýa-da düşmegini görkezmekdir. Şeýle ýagdaýda hem, bahanyň üýtgemeginiň mukdar masştaby saýlanýar we baza nokatlarynda ýa-da pul hasabynda kabul edilýär. Bahanyň ähmiýetiniň üýtgeýän wagty, söwdanyň göwrümleri ýaly hasaba alynmaýar. Ýöne wagtyň faktory şu grafikden doly çykmaýar, sebäbi hepdäniň sany bellenilmeýär. Şu hem wagt boýunça ugur üçin hyzmat edýändir.

Grafigiň gurluşy şeýle görnüşde ýerine ýetirilýändir. Dik çyzygyň merkezinde kurs bellenilýändir. Ol bir ugurda üýtgeýänçä, şu üýtget-

meler bir sany sütünde görkezilýär. Aýratynlykda, bir ädimlik kursuň ýokarlanmagy «X» nyşany bilen ozalkynyň üstünden bellenilýär. Şu ýagdaýda baha kesgitlenen beýiklikde düşýän bolsa, könesiniň sagynda täze sütün başlanýar. Şu bolsa «0» nyşany bilen bellenilýändir. Kursuň soňraky peselmesi şol sütünde hem bellenilýär.

Grafikde täze nyşanlary bolan «X» we «0» emele gelmegi bazaryň ters ugurda açylýandygyny aňladýar.

Kurslaryň üýtgemeginiň grafigini şu aşakdaky görnüşde 16.5-nji suratda görkezilýär.

1,036																			
1,0350		x																	
1,0340		x	0	x															
1,0330		x	0	x	0														
1,0320	0	x	0	x	0					x									
1,0310	0	x	0	x	0					x	0					x		x	
1,0300	0	x	0	x	0			x		x	0	x				x	0	x	0
1,0290	0	x	0		0			x	0	x	0	x	0			x	0	x	0
1,0280	0	x			0			x	0	x	0	x	0	x		x	0	x	0
1,0270	0	x			0	x		x	0	x	0	x	0	x	0	x	0		0
1,0260	0	x			0	x	0	x	0	x	0		0	x	0	x			0
1,0250	0	x			0	x	0	x	0	x			0	x	0				0
1,0240	0				0	x	0	x	0				0	x					
1,0230					0	x	0	x					0	x					
1,0220					0		0	x					0	x					
1,0210							0						0	x					
1,0200													0						
1,0190																			
1,0180																			
	1	3	4	5	8	9	12	13	15	17	18	19	20	21	22	25	28	30	31

16.5-nji surat. «Atanak-nol» çyzgysy

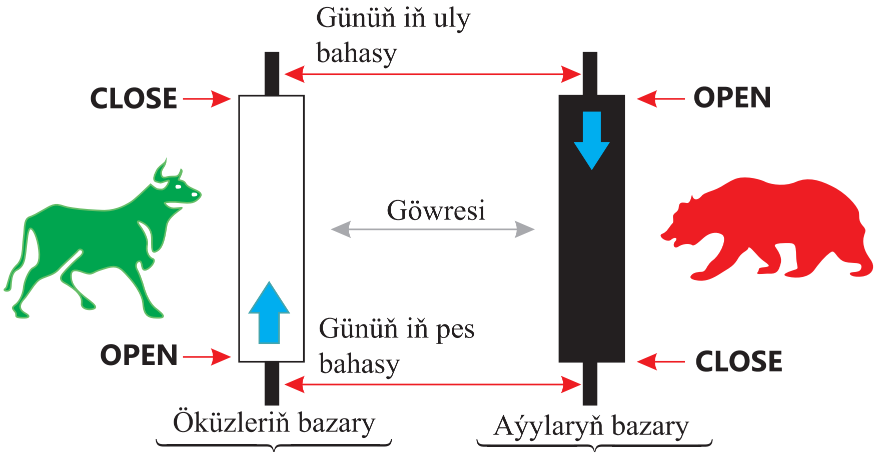
«Atanak-nol» grafigi *özgerişiň nokatlary* hasap edilýär. Şeýle bolanlaryň ýüze çykarylmagy baha tendensiýalarynyň başynda gymmatly kagyzlar bilen laýyk gelýän amallary ýerine ýetirmäge mümkinçilik berýär.

Şu mahal tehniki seljermede, köplenç, **«ýapon şemleri»** diýlip atlandyrylýan birža kurslarynyň hereketleri görkezilen usullary ulanylýandyr. Diagrammanyň adaty sütünlerinde tapawutlylykda olar

bahalaryň ähli derejelerini görkezýärler: açylyş bahalary, ýokary, pes we ýapylyş. Şonuň ýanynda kurslaryň hereketlendirmegi her hili reňkler bilen bellenilýär.

Eger açylyş bahasy, ýapylyş bahasyndan ýokary bolan halatynda, onda şem gara, eger pes bolsa – ak *(16.6-njy surat)*.

Bir günlük şemleriň seljermesi, ertirki gün üçin birža bahalarynyň mümkin bolan hereketleri hakynda karar bermäge mümkinçilik berýär, hepdelik bolanlary bolsa, indiki hepdede hereketi çaklamak üçindir. Şonuň bilen ak şem kursuň ýokarlanmagyny aňladýar, garasy bolsa tersine meýlini tassyklaýar.



16.6-njy surat. Ýapon şemleri

Çartleriň seljermesi bilen bir hatarda, hereket edýän baha bilen hasap edilen indikatorlaryň statistiki taýdan deňeşdirilmesiniň usuly ulanylýar. Olardan iň hemme taraplaýyny (the universal) we meşhury, üýtgäp duran ortaça görkezijilerdir. Ol özi bilen kesgitlenen döwür üçin ortaça derejä ýetirilen bahany özi bilen görkezýär. Köplenç, döwür hökmünde 5, 10 ýa-da 20 gün kabul edilýär. Şu bahalaryň sany üýtgedilmedik, ýöne her gün olardan iň köneleri taşlanylýandyr we täzesi goşulýar. Seljermede ýönekeý, ölçenen we eksponensial üýtgäp duran ortaça görkezijiler ulanylyp bilner. Tejribede iň uly ulanylyşy ýönekeý üýtgäp duran ortaça görkezijileri alandyr. Onuň hasaby ortaça arifmetika formulasy boýunça ýerine ýetirilýär:

$$MA = 1/n\sum_{i=1}^{n} P_i,$$

bu ýerde *MA* – şu gün üçin ýönekeý üýtgäp durýan ortaça görkezijiler ähmiýetidir, P_i – *i* – günüň bahasy, *n* – döwürde günleriň sany ýa-da ortaça tertip[1].

Koordinatlaryň şol bir ulgamynda seljerme üçin bahalaryň üýtgäp durýan ortaça görkezijiler we häzirki bahalaryň grafigi gurulýandyr. Häzirki bahalaryň çyzgysy, üýtgäp durýan ortaça görkezijileriň grafiginden ýokary bolanda, bazar ýokarlandyrylan diýlip hasap edilýär. Düşýän bazar üçin üýtgäp durýan ortaça görkezijileriň çyzgysynyň ýokarlanmagy mahsusdyr. Häzirki bahalaryň çyzgysynyň we üýtgäp durýan ortaça görkezijileriň çyzgysynyň kesişmesi, bazaryň ýagdaýynyň üýtgemesini aňladýar.

Tehniki seljermede grafikleriň gurluşyna uly ähmiýet berilýär, ýöne iki parametr boýunça däldir, baha derejesi we wagt, üç sany boýunçadyr: baha derejesi, söwdanyň göwrümi, wagt. Şu bolsa söwdanyň göwrüminiň baha meýillerini güýçlendirýän indikator diýlip hasap edilýär, olaryň sazlaşygy bolsa bazaryň özgerişiniň nokatlaryny öňünden kesgitlemäge mümkinçilik berýär.

Dört sany esasy ýagdaýlar bardyr:

1. Bahanyň ösmegi ýerlemekligiň göwrüminiň ulalmagy bilen alnyp barylýar. Ösüşiň şeýle sazlaşygy, bazaryň dogry özgermesini tassyklaýar, sebäbi tehniki seljermäniň esasy ýörelgesine jogap berýändir: baha ýerlemekligiň göwrüminden soň gelmelidir. Şonuň üçin baha ösüşiniň goralmagynyň uly ähmiýeti bardyr;

2. Bahanyň düşmegi söwdanyň göwrümleriniň düşmegi bilen birlikde geçýär. Şu ýagdaýyň manysy, ýokarda görkezilen bazaryň ýagdaýyna deňdir;

3. Bahanyň artmagy ýerlemekligiň göwrüminiň düşmegi bilen birlikde geçýär. Seredilýän görkezijileriň şeýle hereketi öküz bazaryndan aýy bazaryna özgeriş meýli hakynda, tassyk edýär: ýagny bahalaryň göz öňünde tutulýan peselme derejesini;

---

[1] Başga üýtgäp durýan ortaça görkezijileriň kesgitlemesi N.I. Berzonanyň neşiriniň okuw gollanmasynda okap bolýar.

4. Bahanyň düşmegi ýerlemeklik göwrüminiň artmagy bilen birlikde geçýär. Şu hem baha tendensiýasynyň geljekdäki üýtgemesi hakyndaky nyşandyr: ters ugurda, aýratyn hem – aýy bazaryndan öküz bazaryna.

Tejribeden görnüşi ýaly, tehniki seljermede söwdanyň göwrüminiň ulanylmagy, bazaryň geljekdäki ýagdaýynyň anyklanylmagy üçin netijeli gural bolup bilýär.

XVII bap

DÜNÝÄNIŇ GAZNA BIRŽALARY

17.1. Demirgazyk Amerikanyň gazna biržalary

17.1.1. *ABŞ*-nyň esasy gazna biržalary

ABŞ-da gazna biržalarynyň işini gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça topar ýola goýýar (Securities and Exchange Commission – SEC). Toparyň talaplaryna laýyklykda federal derejede dokuz sany gazna biržasy hasaba alyndy, ähli amallaryň 90%-i Nýu-Ýork gazna biržasyna degişlidir. 2008-nji ýylda bazary dolandyrmagy gymmatly kagyzlaryň we biržalaryň toparyndan federal ätiýaçlyk ulgamyna geçirmegiň meýilnamasy işlenilip düzüldi. Bu ulgam 1913-nji ýyldan bäri pul dolanyşygyny guraýar we täjirçilik banklaryny dolandyrýar.

Ýurduň ululygy boýunça ikinji gazna meýdançasy *NASDAQ* gazna biržalaryna ýüzleý degişli däldir. Ol Milli gazna dilerleriniň birleşmesinde gymmatly kagyzlaryň bahasyny kesgitlemegiň awtomatlaşdyrylan ulgamy bolup durýar (The National Association of Securities Dealers-*NASD*). Muňa garamazdan, ol ululygy boýunça ikinji we halkara meýilnamada iň işjeň biržadyr. Ol öz işini gymmatly kagyzlaryň hem biržalaryň toparynyň hödürnamalaryny göz öňünde tutmak bilen guraýar we hemişe öz işi baradaky maglumatlary iň soňunda berýär.

Nýu-Ýorkuň gazna biržasy (New York Stock Exchange-*NYSE*). Dünýädäki iň iri birža bolup, ol uzak döwrüň dowamynda konserwatiw gurama boldy. Muňa garamazdan, geçen asyryň soňky çärýeginde onuň işindäki işjeňlik göze ildi we ösüşiň dinamikasy güýçlendi.1976-njy ýyl biržanyň işiniň öwrülişik döwri boldy. Bu ýylda «bellenen tertip boýunça talaplaryň dolanyşygy» (Designated Order Turnaround-*DOT*) diýen ady alan gymmatly kagyzlaryň aluw--satuwyna gelýän talaplara hyzmatyň täze tertibi girizildi. Täze ul-

gam söwdany guramakdaky rewolýusiýany amala aşyrdy: esasy söwda operasiýalary awtomatlaşdyryldy we talaplaryň görkezilmeginiň hem olaryň ýerine ýetirilmeginiň arasyndaky wagt azaldy. *DOT* ulgamy elektron görnüşdäki uly bolmadyk talaplary birža zalyndaky hakyky söwda bilen utgaşdyrmaga ýardam etdi. Mundan soňra täze ulgam kämilleşdirildi we ýokary hilli (Super*DOT*) diýlip atlandyrylan ulgama çalşyryldy. Söwda üçin elektron görnüşindäki talaplar diňe bir biržanyň agzalaryndan däl, eýsem, müşderilerden hem kabul edilip başlandy. Netijede, biržadan daşary söwdanyň uly göwrümi emele geldi. Şu pursatdan başlap, biržadan daşary söwda birža söwdasynyň diňe bir üstüni ýetirmän, eýsem, onuň gönüden-göni dowamyna öwrüldi. Munuň özi biržalaryň köpüsiniň indiki ösüşi üçin belgi nyşany we esasy ugry boldy.

1994 – 1996-njy ýyllarda Nýu-Ýork biržasyna integrirlenen tehnologik tory girizildi. Munuň özi söwda hyzmatlary boýunça ähli amallary, şol sanda gymmatly kagyzlaryň hasabatlaryny, bellige alnyşyny we getirilişini awtomatlaşdyrmaga ýardam etdi, 1996-njy ýylda bolsa bu ulgam geçirijisiz boldy. 2005-nji ýylyň aprelinde *NYSE* Archipelago Holdings Inc batandygy barada yglan etdi. Goşulyşmagyň netijesinde biržanyň guramaçylyk düzümi emele geldi we onuň eýeçilik görnüşi üýtgedi. Birža öz agzalary tarapyndan dolandyrylýan düşewüntsiz guramadan düşewünt almagy maksat edinýän kompaniýa transformirlendi. Bu transformasiýa simptomatikdir. Biržalaryň agramly böleginiň işiniň medenöý häsiýeti döwrüň berk talaplaryna laýyk gelmeýärdi we «ýitgiler–netijeler» ülňüsi boýunça işlemeklige geçmeklige mätäçlik çekýärdiler[1].

2006-njy ýylyň tomsunda *NYSE* öňdebaryjy halkara biržalaryň biri bolan – Euronext-den paýnamalaryň gözegçilik paketini aldy. 2007-nji ýylda bu biržalar olaryň giňişlik dislokasiýasyny hakykat ýüzünde saklamakda öz işlerini birikdirdiler.

---

[1] Işiň medenöý häsiýetinden 2001-nji ýylda Nemes gazna biržasy, London gazna biržasy we Euronext, 2002-nji ýylda Çikago haryt biržasy, 2005-nji ýylda Çikago gazna biržasy el çekdiler.

Nýu-Ýork gazna biržasynda gündelik 11 *trln*. dollar pula 1,6 *mlrd*. paýnamalar (1969-njy ýylda 8 mlrd. paýnama), döredilenler 46 *mlrd*. dollar bilen ylalaşyk baglaşylýar. Biržada maýalaşdyrmagyň 22 *trln*. dollar göwrümi bilen 2800, şol sanda maýalaşdyrmagyň 7 *trln*. dollardan hem ýokary göwrümi bilen Amerikan däl kompaniýalaryň gymmatly kagyzlarynyň bahasy kesgitlenilýär[1].

Soňky ýyllarda birža we biržadan daşary söwdanyň anyk çägini goýmak barha çylşyrymlaşýar. Tapawutlandyrmagyň ýüzleý görkezijisi bolup, biržalaryň ulanýan görkezijileri hyzmat edýärler. Şeýle-de, biržalaryň toparlaýyn bahalary ýa-da edaralaryň, hyzmat edýän biržalaryň işiniň göwrümini kesgitlemek üçin zerur bolan amallary göz öňünde tutulýar.

1996-njy ýylda *ABŞ*-da biržadan daşary söwda 100 *mlrd.* ylalaşykdan hem ýokarlandy,1999-njy ýylda 200 *mlrd*, 2004-nji ýylda bolsa 400 *mlrd.* ylalaşyk bolup, 100 *trln.* dollara golaý bahany düzdi.

Gazna dilerleriniň milli assosiasiýasy (The National Association of Securities Dealers' – *NASD*) geçen asyryň soňky çärýeginde ýüze çykdy. Onuň gazna bazaryna gelip girmegi okgunly we üstünlikli boldy. Söwdanyň täze ulgamy köpsanly daşary ýurt biržalary üçin esas boldy:söwdalaryň tehnologiýasy gazna biržalarynyň bir toparyna satyldy we sowgat berildi. Soňky 20 ýylyň içinde biržadaky söwdanyň göwrümi her 10 ýyldan iki esse artdy. Biržada 3200 kompaniýanyň (Nýu-Ýork gazna biržasyna garanyňda 400 sanysy köp) gymmatly kagyzlarynyň bahasy kesgitlenilýär. Häzirki döwürde *NASDAQ* tehnologiýasy 29 ýurtda peýdalanylýar, dünýäniň biržalarynyň köpüsi söwdany guramakda oňa esaslanýar. Bu biržalarda *NASDAQ* indekslerine esaslanýan maliýe önümleriniň 400-e golaýy bar. 1990-njy ýylyň başlarynda bu ulgamy Russiýa ornaşdyrmak barada teklipler geldi. Muňa garamazdan, biz hemişe bolşy ýaly, «öz ýolumyz bilen gitdik».

---

[1] New-York Stock Exchange.Annual Report. 2004. N-Y: *NYSE* Press, 2005. E. Ortega. *HYSE* Euronext to Close Room, Loer Some Trading Fees Bloomberg. 12.09.2007.

2005-nji ýylyň tomsunda maliýe enjamlarynyň giň toplumy bolan birža we biržadan daşary söwdany özüne birikdirýän Instinet INET innowasion gazna gurluşynyň batmasy biržalaryň ösüşindäki möhüm ädimi boldy. Instinet (1969-njy ýylda döredilen) ilkinji doly kompýuterleşdirilen ulgam boldy. Ol hakyky wagtyň tertibinde talaplary gowşurýardy we dessine olary ýerine ýetirýärdi. Bu talaňçylyk birža NYSE bilen has netijeli bäsdeşlige ýardam berdi.

2006-njy ýylyň martynda birža Londonyň gazna biržasyna satyn almak hakynda teklip etdi we 2006-njy ýylyň maýyna çenli paýnamalaryň 24%-ini satyn aldy, şondan soňra öz paýyny 28%-e çenli ýetirdi. Emma şeýledigine garamazdan, Londonyň gazna biržasynyň paýdaryny öz tarapyna boýun egdirip bilmedi. Bir ýyldan soň, 2007-nji ýylyň maýynda *OMX* Şwed biržasynyň batandygy hakynda ylalaşyk baglaşyldy. Munuň özi kompaniýalaryň (birleşen biržalar) kapitalizasiýalaşmagyny 7 *trln.* dollara çenli ýetirmäge ýardam etdi. *OMX*-nyň söwdasy Kataryň we Worse Dubaýyň inwestorlarynyň topary bilen bäsdeşlikdäki göreşiň ýitileşmegi bilen utgaşdy. Onuň barşynda Worse Dubaýyňkylar bilen ylalaşyldy. Netijede, Worse Dubai *NASDAQ*-dan 20% ölçegdäki paýyny we yza çekilme hökmünde öň Amerikan bäsdeşlerinden alnan Londonyň gazna biržasynyň paýnama paketini aldy[1].

2007-nji ýylyň aprelinde *NASDAQ* Filadelfiý gazna biržasy (Philadelphia Stock Exchange-*PSE*) bilen ele almak hakynda şertnama baglaşdy. Bu biržanyň paýnamalarynyň 90%-i alty dellalfirmalaryna degişlidir. Olaryň arasynda Merrill Lynch we Morgan Stanley iň irileri bolup durýarlar. Öz gezeginde 2005-nji ýylda *PSE* 9 *mlrd.* dollara Chicago Board of Trade eýe bolmaga synanyşdy, emma synanyşyk başa barmady. PSE köp babatda opsion bazary kesgitleýär. Munuň özi *NASDAQ* gymmatly kagyzlaryň opsion bazaryndaky öz paýyny 2010-njy ýyla çenli 20%-e golaý artdyrmaga ýardam edýär.

---

[1] Distefano J.N.Nasdaq May Acquire Philadelphia Exchange/ Bloombarg. com. 11.04.2007.

2007-nji ýylyň oktýabrynda *NASDAQ* 61 *mln.* dollara ABŞ-nyň üçünji gadymy biržasyna – Boston gazna biržasyna (100 ýyldan hem köp mundan ozal döredilen) eýe bolandygyny yglan etdi. Ylalaşyk 2008-nji ýylda doly tamamlanmalydy. *NASDAQ*–nyň prezidenti B. Grifeldiň ynandyrmagyna görä bu ylalaşyk «bazaryň tiz satuwynyň üstüni ýetirer, goşmaça artykmaçlyklary getirer we bäsdeşlige ukyplylygy ýokarlandyrar». Şu maksat bilen 2007-nji ýylyň sentýabrynda Hytaýda öz ofisini açmaga şertnama baglaşdylar.

Çikago gazna biržasy (Chicago StockExchange) 1882-nji ýylda merkezi Amerikan kompaniýalarynyň paýnamalary we obligasiýalary bilen söwdalaşmak üçin esaslandyryldy. 1949-njy ýylda birža Amerikan orta Günbatar biržalarynyň birnäçesini Sent-Luisi, Kliwlendi we Minneapolisi batyrdy. Ol özüniň esaslandyrylan pursadyndan başlap anyk ýüze çykan sebitleýin häsiýete eýe boldy. Muňa garamazdan, soňky 20 ýylda täze enjamlar ýüze çykdy. Munuň özi birža kem-kemden umumymilli, köp halatda dünýä bazaryna çykmaga ýardam berdi. Bulardan başga-da, birža birnäçe sany täze spesifik birža önümleriniň esasy bazar dolanyşygyny jemleýär. Ol bellibir sebite degişli bolmadyk gazna indeksleri we standartlaşdyrylan şertnamalar bilen baglanyşykly enjamlaryň söwdasyny guraýar. Biržanyň sebitiň çäginden daşda ýerleşýän gatnaşyjylaryna kompýuteriň elýeterli bolmagy işiň sebitleýin ýaýrawynyň artmagyna ýardam etdi.

Çikagoda söwdany guramagyň nusgawy ulgamy bolan ikinji uly bolmadyk gazna we opsion biržasy bar (Chicago Board Opsions Exchange (*CBOE*)). Söwda zalynyň howasy kluba has meňzeş. Ondaky her bir agza öz kärdeşleri hakyndaky ähli zady bilýär. 1980-nji ýylda biržada biziň ýurdumyzdan ilkinji emigrant, soňra rus dilini öz ene dili diýip hasaplaýan beýleki dellallar ýüze çykdylar.

Şeýle hem *ABŞ*-da uly bolmadyk gazna biržalary: American Stock Exchange, Bostonda – Boston Stock Exchange, Pacific Exchange, Filodelfide – Philadelphia Stock Exchange, Sinsinnatide-National Stock Exchange (köne ady Cincinnati Stock Exchange), International Securities Exchange, Kanzasda – Kansas City Board of

Trade bar. Kanzasdaky birža ilkibaşda arassa haryt biržasy hökmünde işledi. Ol 1856-njy ýylda däne söwdasy üçin esaslandyryldy (söwda raýatlyk urşy döwründe saklanyldy we 1869-njy ýylda dikeldildi). Birža ýurtda ilkinji bolup (1982), gazna indekslerine esaslanýan fýuçersler bilen söwdany gurady. Ýokarda sanalyp geçilen biržalaryň hemmesi 1980-nji ýylyň ahyrynda 1990-njy ýylyň başlarynda söwdany guramagyň kompýuter ulgamyna geçdiler. 1980-nji ýyldan bäri biržalaryň işi gazna biržalaryny sazlamagyň umumy ýörelgelerine laýyklykda reglamentirlenýär. 1990-njy ýylyň başlarynda ýokarda ýatlanyp geçilen biržalarda dürli ýurtlardan iki-üç stažýor bolupdyr. Stažýorlary Sankt-Peterburg gazna biržasyna we biržalaryň kongresine ugradylypdyr. Biržalaryň kongresi 1991-1995-nji ýyllarda öňki Sowet Soýuzynyň ýurtlarynyň esasy biržalaryny birleşdiripdir.

XXI asyryň başlarynda iki birža (Arizona Stock Exchange we öň Tradepoint hökmünde mälim bolan virt-x plc) söwdanyň göwrüminiň ýeterlik däldigi üçin öz işini togtatdy we gymmatly kagyzlar hem gazna biržalary boýunça toparyň gözegçiliginden çykaryldy.

Gazna biržalarynyň işine has gowy düşünmek üçin fýuçers biržalaryna seredip geçmek zerurdyr. Formal pozisiýalarda *ABŞ*-nyň fýuçers biržalary gazna işinden aýrylan aýratyn toparlar tarapyndan ýola goýulýar. Muňa garamazdan, ýurtlaryň köpüsinde fýuçers söwdasyny ýola goýmaklyk gazna bilen utgaşdyrylýar. Galyberse-de, işleriniň görnüşi, operasiýalarynyň düzümi we söwda predmetiniň mazmuny boýunça fýuçers biržalary gazna biržalaryna gönüden-göni galtaşýar. Şoňa görä-de gazna biržalarynyň köpüsi ýygy-ýygydan nusgawy fýuçers operasiýalary bilen meşgullanýarlar. Gazna biržalarynyň hemmesinde diýen ýaly fýuçers we opsion bölümçeler bar, aýratyn ýagdaýlarda olar kowumdaş ýöriteleşdirilen biržalary döredýärler. 1834-nji ýylda döredilen Boston gazna biržasy (Boston Stock Exchange) şeýle hem etdi. 2004-nji ýylda ol ýöriteleşdirilen ***Boston opsion biržasyny*** (Boston Opsion Exchange) gurady. Täze birža öz işiniň ilkinji ýylynda 26,3 *mln.* opsion şertnamalaryny baglaşdy we Amerikan opsion söwda bazarynyň 5%-ini jemledi[1].

[1] Boston Stock Exchange. Annual Report, 2004. Boston, 2005.

17.1.2. *ABŞ*-nyň ýöriteleşdirilen maliýe biržalary

Ähli ýöriteleşdirilen biržalar şol ýa-da başga bir ölçegde dürli maliýe enjamlarynyň söwdasy bilen meşguldylar. *ABŞ*-nyň esasy fýuçers biržalaryna: Chicago Board of Trade (*CBOT*), Chicago Mercantile Exchange (*CME*), New York Mercantile Exchange (*NYMEX*), Commodity Exchange,Inc. (*COMEX*). 2007-nji ýylyň maýynda iki sany Çikago biržasynyň: *CME* we *CBOT* goşulyşýandygy yglan edildi.

CBOT iň gadymy we iri fýuçers biržasydyr. Ol 1848-nji ýylda 83 sany iri täjiri bilen döredildi. Birža ilkibaşda merkezleşdirilen däne söwdasyny guramak üçin niýetlenildi. *CBOT* häzirki döwürde oba hojalyk we maliýe önümlerine fýuçersler, 1982-nji ýyldan bäri bolsa fýuçers şertnamalaryna opsionlar bilen meşgullandy. 1986-njy ýylda ol sebitiň uly bolmadyk fýuçers biržasyny özüne aldy. Bu birža orta möhletleýin şertnamalarda –The MidAmerica Commodity Exchenge ýöriteleşdirildi.

CBOT adaty (gündizki) sessiýasy bilen bir hatarda agşamky söwda sessiýasyny alyp baran ilkinji fýuçers biržasy boldy. Munuň özi onuň iş çäginiň giňelmegine we beýleki sagat guşaklygyndaky müşderileri birža birikdirmäge ýardam etdi. 2006-njy ýylda biržada 805 *mln* şertnamalar baglaşyldy.

1874-nji ýylda ýaga we ýumurtga fýuçersler bilen söwda üçin *CME* esaslandyryldy. Tiz wagtdan birža beýleki tiz zaýalanýan harytlaryň söwdasy bilen hem meşgullanyp başlady. 1961-nji ýyldan ol doňdurylan doňuz etiniň fýuçers şertnamalaryna girişdi, soňra bolsa etiň we mallaryň şertnamasy ýüze çykdy. 1969-njy ýyla çenli birža etiň we diri malyň fýuçers söwdasynyň iri söwda merkezi boldy.

2007-nji ýylyň 9-njy iýulyndan *CBOT* we *CME* goşulyşmasy tamamlandy. Täze birža dünýäniň iri fýuçers we opsion biržasy boldy. *CBOT & CME* ýurduň ähli fýuçers şertnamalarynyň 75%-e golaýyny we dünýäniň fýuçers şertnamalarynyň 60%-den köpüsini jemledi. 1970-nji ýylda Breton-Wud ylalaşygynyň ýatyrylmagy bilen birža täze bazar tagtasyny işläp düzdi we täze bazary-The International Monetary Market (*IMM*) gurady. Ol walýuta kursunyň üýtgäp durmagynyň ýaramaz täsirini aradan aýyrmak üçin niýetlenildi.

Şondan soňra walýuta fýuçers şertnamalary bilen bir hatarda göterim möçberine we gazna indekslerine fýuçersler döredildi.

1985-nji ýylda ýörite guralan meýdançada ýewro-dollar fýuçerslerine opsionlar girizildi, Index and Opsions Market (*IOM*). Soňra şol ýerde kaznaçeý borçlulygyna opsionlar we fýuçersler bilen söwdalaşyp başladylar. Häzirki wagtda *CME*-de fýuçersleriň we opsionlaryň giň topary dolandyrylýar.

Chicago Board Opsions Exchange (*CBOE*) 1973-nji ýylda döredildi. Ol örän tiz wagtda opsion bazaryň baştutany boldy we ýurduň ähli opsion şertnamalarynyň (esasan, gymmatly kagyzlaryň opsionyna) 60%-den gowragyny jemledi.

NYMEX 1972-nji ýylda ýag, peýnir we ýumurtga söwdasy üçin esaslandyryldy. Soňra birža nebite we beýleki energetik şertnamalarynyň, şeýle hem seýrek ýer metallaryna, platinanyň, palladiniň fýuçersler bilen söwdasyna geçdi.

COMEX uly bolmadyk dört sany biržanyň goşulyşmagynyň esasynda 1933-nji ýylda döredildi.

Çikagoda söwdanyň nusgawy ulgamy bolan uly bolmadyk birža ýerleşýär – The MidAmerica Exchenge (MidAm). Birža 1868-nji ýylda döredildi (şol döwürde ol Pudd’s Exchenge, 1880-nji ýyldan bolsa, Chicago Open Board of Trade, 1972-nji ýyldan häzirkisi ýaly atlandyrylyp başlady).

17.1.3. Kanadanyň biržalary

Ýurtda bäş sany gazna biržasy bar. Olar diňe bir öz aralarynda däl, eýsem, Amerikan biržalary, ilki bilen Çikago we Boston biržalary bilen hyzmatdaşlyk edýärler. Käbir bahalandyrmalara görä ýakyn ýyllarda goşulyşma bolup geçer we biržalar ikiden köp bolmazlar.

Torontodaky gazna biržasy (Toronto Stock Exchange – *NSE*) ululygy boýunça Amerikada dördünjidir. Biržada gündelik 50 *mlrd.* dollardan hem köp pula 200 müňe golaý ylalaşyk amala aşyrylýar (Kanadanyň gazna ylalaşyklarynyň 96%-i). Biržanyň listinginde ýerleşýän kompaniýalaryň kapitalizasiýalaşmagy 1,8 *trln.* dollardan hem artýar, her ýylda 1,1 *trln.* dollar pula 65 *mlrd.* golaý paýnamalar satylýar.

2002-nji ýylda NSE paýnamalar «X» nyşan bilen listinge giren we biržalarda erkin satylýan Demirgazyk Amerikan gazna biržalarynyň arasynda ilkinji boldy. Birža ýurduň dag gazyp alyjy we baýadyjy senagatyna maýalary çekmekde möhüm orun eýeledi. 2005-nji ýylyň içinde diňe dag-baýlaşdyryjy we gazyp alyjy kompaniýalar biržanyň üsti bilen 7,9 *mlrd.*dollar çekdiler.

Biržanyň işgärleriniň (analitik, maglumat we listing bölümlerde) we dellallaryň arasynda Russiýanyň we Ukrainanyň adamlary bar. Olaryň hemmesi ýurduň iri salgyt töleýjisi bolandyklaryna buýsanýarlar.

Biržada – S&P/*TSX* Composite Index ýurduň esasy gazna indeksi hasaplanylýar. Ondan başga-da, 26 sany ýöriteleşdirilen indeksler hereket edýär.

Kanadada sekiz sany birža maliýe enjamlary bilen söwdalaşýarlar: Alberto Stock Exchange (*ASE*), Winnipeg Stock Exchange, Montreal Curb Market (Canadian Stock Exchange), Vancouver Stock Exchange, Canadian Venture Exchange, *CNQ*, Nasdaq Canada, *TSX* Venture Exchange . Olaryň ilkinji dördüsi gazna biržalarydyr.

17.1.4. Meksikanyň biržalary

Meksikada iki sany maliýe biržalary hereket edýärler. Olar 1894-nji ýylda döredilen Meksikan gazna biržasy (Wolsa Mexicana de Valores-*WMV*) we 1998-nji ýylda açylan Meksikan deriwatiw biržasydyr (*MDB*).

1990-njy ýylda ýurduň maliýe-karz sektorynyň täzeden gurmaklyk geçirildi. Netijede, gazna biržalarynyň işi gowulaşdy, listing çäreleri ýönekeýleşdi, olary hasaplamagyň wagty we ýitgisi azaldy, paýnamalary bellige almaklyk ýönekeýleşdi, dellallaryň karz edaralary bilen gatnaşygy giňeldi. Bularyň barysy biržalaryň ähmiýetini ýokarlandyrmaga we ýurda goşmaça maýa goýumy çekmäge ýardam etdi.

1992-nji ýylda biržalaryň listinginde 139 *mlrd.* dollar kapitalizasiýaly 199 kompaniýa boldy. 2007-nji ýyla çenli kompaniýalaryň sany 133-e çenli azaldy. Kapitalizasiýanyň esasy göwrümi (42%)

ýurduň iri milliarderi Carlos Slime degişli bolan kompaniýanyň paýnamalarynyň paýyna düşdi. Muňa garamazdan, 2008-nji ýyldaky pese gaçyşyň barşynda Carlos Slime degişli bolan biržalaryň paýnamalarynyň paýy 10%-e çenli azaldy.

Häzirki döwürde biržalary hususy paýdarlar jemgyýetine öwürmegiň we listingi giňeltmegiň tertibi işlenilip düzülýär.

1995-nji ýylyň fewralynda birža indeksi 1500, şol ýylyň aýagyna 3000, 2008-nji ýylyň tomsuna çenli 8000-e golaý nokady düzdi, emma şol ýylyň güýzünden 3500 nokada çenli azaldy.

Deriwatiwleriň Meksikan biržasy özüniň ýaşdygyna garamazdan, ýurduň maliýe bazaryny özgertmeklige işjeň gatnaşýar we döredilen pursadyndan dünýä meşhurlygyny gazandy – biržanyň dolanyşygynyň ýaryna golaýy halkara gönükdirmä eýe boldy.

Meksikan biržasy işiniň häsiýeti we baglanyşygy, şeýle hem kompaniýanyň listingi boýunça özüniň demirgazyk goňşularyna meňzeş biržalarynyň işiniň nusgasy bolup durýar.

17.2. Günorta Amerikanyň gazna biržalary

Latyn Amerikan ýurtlarynda 23 sany birža ýerleşýär. Olaryň köpüsiniň baý taryhy we daşary ýurt biržalary we müşderileri bilen ýakyn gatnaşyklary bar.

Argentina. 1822-nji ýylda ilkinji haryt biržasyny (Bolsa Mercantile) döretdi. 1854-nji ýylda dellallaryň 118-i gazna biržasyny esaslandyrdylar – The Bolsa de Commercia de Buenos Aires (Buenos Aires Stock Exchange, *MERVAL*). Häzirki döwürde biržada 200-e golaý dellal ýerleri, listingde 211 kompaniýa tanyşdyryldy. Argentinede uly däne we Fýuçers biržalary, şeýle hem, ýedi sany uly bolmadyk gazna, fýuçers we opsion biržalar ýerleşýär. Olaryň hyzmatlaryndan, esasan, ýerli kärhanalar peýdalanýarlar. Birža uzak wagtlap nesilden-nesle geçýän ömürlik agzalary bolan aýratyn hukukdan peýdalanýan medeni öýi hökmünde hereket etdi. XX asyryň ahyrynda birža paýdarlar jemgyýeti boldy. XXI asyryň başynda daşary ýurt maýa goýumyň akymy bellenildi we daşary ýurtly dellallar gazna biržasynda işe girişdiler.

Braziliýa. Ýurtda iki sany gazna we iki sany fýuçers biržalary hereket edýär: Bovespa (State of Sao Paulo Stock Exchange), Rio-de--Janeýro Stock Exchange, Brazilian, Brazilian Mercantile and Futures Exchange (BM&F), Maringa Mercantile and Futures Exchange.

San-Paulodaky gazna biržasy (Bovespa) öz gelip çykyşyny ýurtda 1890-njy ýylda Ýewropa däpleri bilen erkin biržany (Free Exchange) döreden Emilo Rangel Pestananyň ady bilen baglanyşdyrýarlar. 1895-nji ýylda bu birža Sao Paulo Public Funds Exchange, 1935-nji ýylda bolsa, Offical Sao Paulo Stock Exchange diýip adyny üýtgetdi. 1965-nji ýylda gazna biržasy Braziliýanyň Merkezi bankynyň garamagyna geçdi, 1967-nji ýyldan bolsa State of Sao Paulo Stock Exchange diýlip atlandyryldy. 1999-njy ýyldan başlap birža söwdanyň täze ulgamy girizildi, resmi söwda ýapylandan soň olaryň wagtlaýyn çägini giňeltmäge we bazaryň tiz satuwyny ýokarlandyrmaga çagyrdy. Bu ulgamy alyp barmaga Çikagonyň fýuçers biržasy, hususan-da, bu biržanyň öň Sankt-Peterburg gazna biržasynda işlän we gazna bazarynyň halkara institutynyň çäklerinde okuw geçen (Sankt-Peterburgda, soňra bolsa Londonda we Dublinde kämilleşdiriş okuwyny geçen) iki sany işgäri ýardam etdi.

2007-nji ýylda öň Russiýanyň, Hytaýyň, Indiýanyň gazna biržalaryny eýelän erkin maýanyň esasy göwrümi Braziliýanyň tarapynda ýerleşmäge başlady we ýerli gazna biržasy rezident däl gymmatly kagyzlar bilen ylalaşygynda esasy orny eýeledi. Muňa garamazdan, 2008-nji ýyldaky pese gaçyşyň barşynda biržadan maýany köpçülikleýin almaklyk we ony *ABŞ*-a geçirmeklik bolup geçdi.

Rio-de-Žaneýro gazna biržasy – Braziliýada iň gadymydyr. Ol 1845-nji ýylda döredildi. Biržanyň gurluşy 1965-nji ýyldaky bank reformasynyň täsiri astynda üýtgedildi. 1982-nji ýyldan başlap opsionlar, 1992-nji ýyldan bolsa gazna indeksleri bilen söwdany alyp bardylar. 1996-njy ýylda *NASDAQ* söwda ulgamy girizildi. Munuň özi biržanyň ornuny güýçlendirmäge we ýurduň beýleki esasy biržalarynyň hakykatdan hem çökmegine getirdi. Braziliýanyň öňki söwda ulgamyny saklan iri biržasy çäklendirilmedi.

Wenesuela. Karakas gazna biržasynyň kökleri (Bolsa de Valores-de Caracas – *BVC*) XIX asyryň ortalaryna girýär. 1873-nji ýyl-

da birža dolanyşygyny ýola goýýan kanunçylyk esaslar kabul edildi, 1917-nji ýylda bolsa ýörite kanun dellal operasiýalaryny alyp barmagyň düzgünlerini goldady. Bu kanun Karakasyň kommersiýa biržasynyň döredilen wagtyna 1947-nji ýyla çenli hereket etdi.

1957-nji ýylda **Mirand** gazna biržasy ýüze çykdy. Soňra bu birža Karakasyň Kommersiýa biržasy tarapyndan talandy. 1973-nji ýylda onuň esasynda Karakas gazna biržasy döredildi. Şol ýerde söwdany guramagyň öňki ulgamy saklanyp galdy. Muňa garamazdan, ýerine ýetirmegiň mehanizmi döwrebap bolup, ol kontinentiň iri kliring ulgamyna gatnaşmaga esaslanandyr. Depozitarlar bolup öňdebaryjy banklar hyzmat edýärler. Olarda korrespondent ulgamynyň kömegi bilen gymmatly kagyzlary elektron görnüşde hasapdan hasaba çalt geçirilýär.

Peru. XIX asyryň ortalarynda Limde (Peru) birža döredildi, onuň häzirki ady La Bolsa de Valores de Lima. Birža we dellallar Demirgazyk Amerikan biržalary bilen giň aragatnaşyga eýedirler.

Çili. Santýagodaky gazna biržasy (Santiago Stock Exchange) 1893-nji ýylda döredildi we biziň günlerimize çenli öz adyny, söwdany guramagyň esasy ýörelgelerini we ilkibaşdaky söwda meýdançasyny saklap galypdyr. Birža 48 sany paýdara degişli bolan, 48 sany paýnamaly hususy paýdarlar jemgyýetidir. Onda bary-ýogy 40 sany gazna dellallary söwdalaşyp özboluşly kasty emele getirýärler we ýurduň işjeň toparlarynyň elitasy bolup durýarlar. Biržada dellallaryň aglabasynyň ikinji-üçünji nesli işleýärler.

General Pinoçetiň dolandyran döwründe (1973-1990) birža işi düýbünden gowşady. Onuň täzeden döreýşi 1990-njy ýyldan soň başlandy. Ilkibaşda gazna bazarynyň liberallaşmagyna üç sany ýagdaý päsgel berdi: ýokary göterim möçberi, ilatyň aýap saklaýşynyň pes derejesi, eýeçiligiň sowatsyz bank we karz syýasaty, şeýle hem şunuň bilen köp baglanyşykly bolan maliýe institutlarynyň durnuksyzlygy. Diňe 1990-njy ýylyň ortalaryna maýanyň durnuklaşmagy we toplanmagy üçin esasy päsgelçilikler ýok edildi. Şondan soň ýurduň gazna bazarlary ösüşe eýe boldular.

Bulardan başga-da, sebitde aşakdaky uly bolmadyk gazna biržalary hereket edýärler: Bolsa de Valores de Colombia-*BVC* (Kolumbiýa) we Guyana Stock Exchange (Gwiana), Bahamas Stock Exchange (Bagamy), Barbados Stock Exchange (Barbados), Bermuda Stock Exchange – *BSX* (Bermuda), Gayman Islands Stock Exchange – *CSX* (Kaýmanow), Bolsa de Valoresde la Republica Dominicana (Dominikan Respublikasy), Eastern Carabbean Securiries Exchange– *ECSE* (Günbatar Karib), Jamaica Stock Exchange (Ýamaýka), Bolsa de Valores de Nicaragua (Nikaragua), Trinidad and Tobago Stock Exchange (Trinidad we Tabago).

Her bir biržada özüniň ýa-da ýurduň gazna işjeňliginiň ýagdaýyny häsiýetlendirýän indeks işlenilip düzüldi.

17.3. Ýewropanyň esasy biržalary

Ýewropada köp ýyllaryň geçmegi bilen iri halkara biržalary uly bolmadyk sebitler bilen ylalaşykda ýaşadylar. Has gadymy halkara biržalary Londonda we Amsterdamda, has soňrak bolsa Parižde, Brýusselde, Berlinde ýerleşipdirler. Birinji jahan urşunyň barşynda, indiki depressiýada we Ikinji jahan urşunda biržalaryň aglabasy halkara agalygyny ýitirdi, emma 1960-njy ýylyň ahyrynda, 1980-nji ýylyň başynda dikeltdi.

Uly bolmadyk sebit biržalary, esasan, ýerli talaplara hyzmat edipdir, olaryň işleri bolsa onýyllyklaryň dowamynda üýtgemändir. Munuň özüne görä sebäpleri bardy:operatiw maglumatlary geçirmegiň ykjam kanallary ýokdy. Munuň özi biržalaryň biri-birinden daşlaşmagyna getirdi. 1970-nji ýyldan başlap diňe bir iri däl, eýsem, uly bolmadyk sebit biržalarynyň kooperasiýasynyň ösüş ugurlary bellenildi. Kooperasiýa hadysasyna hyzmat etmek üçin ýörite maglumat ulgamy döredildi: InterBorse Data Information System (*IDIS*). Ol sebitara esasda operatiw birža maglumatlaryny bermek bilen meşgullandy. Muňa garamazdan, 1970-nji ýylda operatiw maglumatlaryň has köp gelmegi üçin tehnologik esaslar ýokdy (zerur tehnologiýa 15 ýyldan soň ýüze çykdy). Bu bolsa ulgamyň işini togtatdy.

Maglumatlaryň habar beriş bazasyny birleşdirmäge we dellallary ykjam maglumatlar bilen üpjün etmeklige ikinji synanyşyk 1989-njy ýylda operatiw baha we maglumat üpjünçiligi boýunça taslamanyň-Price and Information Project for Europe (*PIPE*) goýberilişiniň barşynda kabul edildi. 1990-njy ýylda ulgamyň niýetlenilişi takyklanyldy we onuň ady wezipelerine doly laýyklykda – Euroquote diýlip üýtgedildi. Maglumat dolanyşygyna birža baha kesgitlenilişi we söwda üçin talaplar girizildi. Şol wagta çenli taslamany iş ýüzüne geçirmek üçin zerur tehniki we maglumat şertleri ýüze çykdy. Täze tehnikanyň bazasynda halkara esasda bahalary kesgitlemegiň we talaplaryň maglumat üpjünçiliginiň netijeli işleýän ulgamy döredildi. Munuň özi birža işini globallaşdyrmagyň täze derejesine geçmäge ýardam etdi.

Sazlaşygyň üçünji ädimi «Ýewrolist» (Eurolist) pariž birža ulgamyny döretmegiň barşynda kabul edildi. Bu birža ulgamy gazna biržalaryň Ýewropa birleşigine girýän ähli biržalardaky iri kompaniýalaryň paýnamalarynyň bahasyny birwagtda kesgitlemek üçin niýetlenildi. Gazna biržalarynyň özara hereketiniň we özara gatnaşygynyň täze döwri dürli gazna biržalaryna hyzmat edýän kliring hem bellige alyş guramalarynyň goşulyşmagynyň tolkunynda geçdi.

XXI asyryň başlarynda biržalaryň we Köne Dünýäniň dellallarynyň koordinasiýasynyň we özara hereketiniň täze derejesi bellenildi. Munuň özi özara gözegçiligiň we özara borçlulygyň ýeke-täk düzgünleri we ulgamlary bolan umumy birža giňişliginiň emele gelmegine alyp barýar. Şu maksat bilen maýa bazaryna gözegçilik gullugy (Capital Market Surveillence services-*CMSS*) döredildi. 2005-nji ýyla çenli täze gurama sebitiň çäklerinden çykdy we diňe bir Ýewropanyň däl, eýsem, Amerikan, Awstraliýa, Aziýanyň biržalaryna we birža dellallaryna hyzmat etmäge başlady. Şeýle hem biržalara gözegçilik edýän döwlet guramalaryny zerur maglumatlar bilen operatiw tanyşdyrdy. Häzirki wagtda ol 20 gazna biržasyny birleşdirdi[1].

---

[1] Aitken M., Furche A Brokers-the Key to Market Integrity in Global Market? The Bridge Handbook of World Stock,Derivative & Commodity Exchanges – London. Mondo Visione, 2005.

18. Sargyt № 2448

1990-njy ýylyň ikinji ýarymynda biržalaryň goşulyşma hadysasy işjeňleşdi. Birža bileleşigi tarapyndan bazary düýpli üýtgetmäge ukyply bolan Fransuz we Nemes gazna biržalarynyň potensial goşulyşmasy ara alnyp maslahatlaşyldy. Muňa garamazdan, 1999-njy ýylda bu hadysa saklanypdy. Nemes gazna biržasy sebit biržalary bilen aragatnaşygy dikeltmegi we olary eýelemegi dowam etdi, 2000-nji ýylda bolsa London gazna biržasy bilen goşulyşmaga synanyşdy, emma ýene-de şowsuz boldy. 2005-nji ýylyň ahyrynda London gazna biržasynyň Euronext[1] bilen birleşmesi çaklanyldy, emma bu hem bolup geçmedi. Şol wagtda nemes gazna biržasy Awstriýanyň, onuň üsti bilen Wengriýanyň we beýleki döwletleriň gazna biržalaryna täsirini ýaýratdy.

Bäsdeşligiň ýitileşmeginiň esasynda täze habar beriş tehnologiýasynyň güýçli ösüşi ýatýar. Bu ösüş islendik gyzyklanýan gatnaşyjylary birža habarlary bilen üpjün etmäge ýardam etdi. Bu bolsa sebit biržalarynyň işini dessine kynlaşdyrdy.

Hususy kärhanalaryň gymmatly kagyzlaryň söwdasyna hukugy üçin bäsdeşligi gazna biržalaryň ösüşiniň täze wajyp ugry boldy. 2000-2005-nji ýyllaryň içinde Ýewropa hususylaşdyryş maksatnamasy 3 *trln.* dollary düzdi we şeýlelikde, Ýewropa paýnamalarynyň bazaryny 16 *trln.* dollara çenli ýokarlandyrdy[2]. Söwdanyň we maglumatlaryň tehnologiýasynyň ösmegi bilen bir hatarda bazar üçin göreş bäsdeşligi ep-esli ýitileşdirdi.

2008-nji ýyldaky pese gaçyşyň barşynda gazna indeksleriniň peselmesi biržalaryň arasyndaky maýa goýum serişdeleri üçin bäsdeşligiň güýçlenmegine getirdi. Bazaryň tiz satuwyny dikeltmäge gönükdirilen döwlet karzlary birža söwdasy üçin serişdeleriň wajyp çeşmesi boldular.

---

[1] Skeete N. Editor´s Introduction, 2005. Edition. The Bridge Handbook of World Stock,Derivative & Commodity Exchanges. – London. Mondo Visione, 2005.

[2] Kelsby R. The Exchange of 21 st Century// The Bridge Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Ex-changes. – London. Mondo Visione, 2000 – 2005.

17.3.1. Beýik Britaniýanyň we Irlandiýanyň biržalary

1697-nji ýyla çenli Welikobritaniýada gymmatly kagyzlaryň söwdasynyň has ösmegi netijesinde dellallaryň we dilerleriň mukdaryny we işini çäklendirýän ýörite kanunçylyk kabul edildi. Şonda dellallaryň köpüsi köpsanly kofe öýlerinde ýygnanyşmaga başladylar. Olaryň arasynda Jonathan´s and Garraway´s has meşhurlyga eýe boldy. Ol ýerde 1760-njy ýylyň ahyrynda 150 dellal gymmatly kagyzlaryň ýazyjylaryň medeni öýlerini döretdiler. Medeni öýlerde şertnamalaryň aluw-satuwyna talaplary görkezdiler, ýagny geljekki şertnamalary satyn almaga gol çekildi (eýýäm şol wagtlarda forward we opsion ylalaşyklaryň ulgamyna geçildi). 1773-nji ýylda medeni öýleriň agzalary oňa «Gazna biržasy»adyny bermeklige biragyzdan ses berdiler. Şol döwürden bäri birža dellallaryň öz-özüni gurnaýjy guramasy boldy. Söwdanyň düzgünleriniň ilkinji formalizasiýasy 1812-nji ýylda bolup geçdi.

Soň-soňlar, 1880-nji ýylda gazna biržalarynyň birleşigi döredildi, XX asyryň başlaryna çenli ýurtda eýýäm 20-den hem köp birža bardy. Ikinji jahan urşuna çenli prowansial gazna biržalarynyň köpüsi ýerli talaplara hyzmat edýär. Uruşdan soňra goşulyşmalaryň we talaňçylygyň tolkuny bolup geçdi. Bu hadysa, esasan, 1965-1973-nji ýyllarda tamamlandy. Muňa garamazdan, soňky sebit biržasy bolan Irland gazna biržasy (1793-nji ýylda döredilen) 20 ýyl gowrak hereket etdi we 1995-nji ýylda ýaşamagyny bes etdi. Öz işini tamamlamazdan ozal birža durnukly ýerli müşderilere eýe boldy we öz işini täze birža önümleriniň çalt ösýän bazarynda gurady.

London gazna biržasy. Ýewropada 100 ýyldan hem köp wagt bäri (1890-njy ýyldan 1990-njy ýylyň başlaryna çenli) London gazna biržasy (*LFB*) agalyk etdi. 1986-njy ýylda birža zalyndaky söwda *NASDAQ* Amerikan ulgamynyň ýörelgesi boýunça gurnalan elektron söwda bilen ornuny çalyşdy. XX asyryň ahyrynda biržalaryň mümkin bolan birleşmesi baradaky gürrüňler ýaýrap başlady. Fransuz we Nemes gazna biržalarynyň, şeýle hem Euronext we *NASDAQ* panýewropeý biržalarynyň goşulyşmagynyň görnüşlerine garalyp geçildi. Muňa garamazdan, taslamalaryň hiç birisi hem iş ýüzüne geçirilmedi.

Biržalaryň paýdarlaryna paýnamalary satyn almak barada üç sany resmi teklip gelip gowuşdy:

1. 2004-nji ýylyň 13-nji dekabry, Nemes gazna biržasy paýnama üçin *LFB* 2,2 *mlrd.* dollar hödürledi. Bu teklip bahasynda oňuşmandyklary sebäpli, berlen güni ret edildi;

2. 2005-nji ýylyň 15-nji dekabry. Awstraliýanyň Macquarie maýa goýum banky 2,6 *mlrd.* dollara çenli bahany ýokarlandyrdy. Bu teklip birnäçe hepde giňden ara alnyp maslahatlaşyp, soňra ret edildi;

3. 2006-njy ýylyň 13-nji marty. *NASDAQ* 4,1 *mlrd.* dollara satyn almak hakynda teklibi öňe sürdi. Teklibiň yglan edilen gününde *LFB* paýnamalarynyň bahasy 30%-den hem köp artdy[1]. Bu teklip hem uzak wagtlap ara alnyp maslahatlaşylandan soňra ret edildi we birža paýnamalarynyň hümmeti adaty derejeden aşak düşdi. Muňa garamazdan, 2006-njy ýylyň aprelinde *NASDAQ* 17% *LFB* paýnamalaryny ele aldy, uzagyndan bu bukja 24%-e çenli köpeldi.

London gazna biržasynda umumy bazar kapitalizasiýasy 7 *mlrd.* funt sterling bolan 300-e golaý kompaniýanyň paýnamalarynyň bahasy kesgitlenilýär. Biržanyň listinginde kompaniýanyň köp bölegi daşary ýurduňkydyr. Munuň özi Beýik Britan imperiýasy döwründen bäri taryhy taýdan emele gelen we ýurtda döredilen paýdarlar jemgyýetleriniň halkara häsiýeti bilen kesgitlenýär. Londonda *LFB*-den başga-da, alty sany ýöriteleşdirilen birža ýerleşýär.

Halkara nebit biržasy (The Internatinal Petroleum Exchange-*IRE*) 1980-nji ýylyň noýabrynda döredildi.1981-nji ýylyň aprelinde onda fýuçers nebit we gaz şertnamalarynyň, soňra opsionlaryň, 1987-nji ýyldan başlap bolsa, çig nebiti Brende getirmegiň fýuçers şertnamalarynyň maksatnamasy badalga aldy. 1997-nji ýylda şertnamalaryň sany 15 *mln*, 2000-nji ýylda 25 *mln*, 2004-nji ýylda 40 *mln*-a ýetdi. Birža energetik fýuçers we opsion şertnamalaryna Ýewropanyň öňdebaryjy biržasy bolup durýar.

London halkara maliýe fýuçers we opsion biržasy (London International Financial Futures and opsions Exchange – *LIFFE*) ilki bilen paýnamalara we obligasiýalara deriwatiwleriň giň toplumyny, şeýle hem alty walýutanyň fýuçerslerine we opsionlaryna şertnamalary, 2001-nji ýyldan başlap bolsa ýewro fýuçersleri we

[1] Reuters. 13.03.2006. Bloomberg. 13.03.06.

opsionlary hödürleýär. Şertnamalaryň möhleti 1 aýdan 10 ýyla çenli uzaldylýar.

London metallik biržasy (London Metal Exchange) 1877-nji ýylda döredilip, fýuçersler, opsionlar we reňkli metallara *TAROS* bilen söwdalaşýar.

OM London biržasy (*OMH* London Exchange) 1989-njy ýylda döredildi we Stokgolm biržasynyň Om Stockholm dowamy hökmünde hereket etdi. Biržada Şwesiýada tanyşdyrylan söwda şertnamalary: fýuçersler, opsionlar, fýuçerslere indeksler, şwed gazna gymmatlyklarynyň opsionlary dolandyrylýar.

Tradepoint Stock Exchange (*TRSE*) 1992-nji ýyldan bäri ikinji bazaryň gazna enjamlary bilen söwdalaşmagyň doly awtomatlaşdyrylan ulgamy hökmünde hereket edýär. 1999-njy ýylda *ABŞ*-nyň gymmatly kagyzlar we gazna biržalary boýunça topar ýeke-täk daşary ýurt biržasyny çäklendirdi we ýurduň maýa goýujylaryna *TPSE* söwdasyna hukuk berdi[1].

AIM 1995-nji ýylda London gazna biržasy tarapyndan uly bolmadyk kompaniýalaryň listingi we biržada maýalary mobilizasiýalaşdyrmakda kömek bermek üçin döredildi. Işlän ýyllarynyň içinde kapitalizasiýalaşdyrmagyň jemi 108 *mlrd.* fund sterling bolan kompaniýalaryň sany 10-dan 1673-e çenli artdy. Birža uly bolmadyk innowasion kompaniýalara hyzmat etmek boýunça iň irileriň biridir. Listing kompaniýa birikmek üçin birwagtda 4,5 müň fund sterling. tölenýär, listingi goldamak üçin her ýylky töleg hem 4,5 müň fund sterlingden ybaratdyr. Biržanyň aýratynlygy onuň öz gatnaşyjylaryndan iň az maglumaty talap edýänligidir. Şu sebäbe görä-de ol Nýu-Ýork gazna biržasy we *NASDAQ* tarapyndan tankyda sezewar bolýar. 2004-nji ýyldan başlap biržada 243 sany kompaniýa listingini kesdi (tendensiýa 2007-nji ýylyň birinji ýarymyna çenli saklanyp galdy), biržany taşlap giden kompaniýalaryň sany 116-a ýetdi. Galyberse-de, kompaniýalaryň arassa ösüşi akymy ýokarlandyrdy we 2007-nji ýylyň birinji ýarym ýylynyň içinde 22-den ybarat boldy. Munuň özi dünýäniň beýleki biržalarynyň islendigine garanyňda ep-esli köpdür.

---

[1] Indiden beýläk *ABŞ*-nyň gymmatly kagyzlar boýunça topary Gonkongyň we Şwesiýanyň häkimiýetleri bilen analogik şertnamalara gol çekdi.

Biržanyň listinginde 47 sany hytaý kompaniýasy bolup, Gündogar Ýewropanyňkylardan birisi hem ýokdy.

Ähli haryt biržalary harytlary dessine getirmek bilen bir hatarda maliýe enjamlarynyň söwdasy bilen meşgullanýarlar. Şoňa görä-de, maliýe enjamlarynyň mukdar dolanyşygy harytlary göni getirmek bilen baglanyşykly söwdadan ep-esli ýokarlanýar.

London biržalary ýöriteleşdirilen kliring ulgamyna – London kliring öýüne (London Clearing House-*LCH*) hyzmat edýär. XXI asyryň başlarynda ol iň kuwwatly kliring ulgamyna birikdirildi we Ýewropa hem Amerikan kliring merkezleri bilen göni baglanyşyklydyr.

Irland gazna biržasy (Irish Stoçk Exchange-*ISE*) 1793-nji ýyldaky operasiýalara girişdiler. Häzirki döwürde ol doly kompýuterleşdirilen we London gazna biržasy bilen özara hereket edýär. Irland biržasy sebit derejesine eýedir. Emma muňa garamazdan, täze asyrda onuň listinginde daşary ýurt kompaniýalary ýüze çykdylar.

17.3.2. Kontinental Ýewropanyň esasy biržalary

Awstriýa. Wena gazna biržasy (Wiener Worse-*VSX*) 1771-nji ýylda imperator Mariýa Tereziniň (1717 – 1780) dolandyran döwründe esaslandyryldy we ilkibaşda döwlet obligasiýalarynyň bazary guramak üçin niýetlenildi. Birža Sankt-Peterburgyňka garanyňda 70 ýyla golaý soň döredilendigine garamazdan, örän çaltlyk bilen Merkezi we Gündogar Ýewropada öňdebaryjy biržalaryň birine öwrüldi.

XIX asyryň ortalaryndan başlap Birinji jahan urşuna çenli Wena gazna biržasy (*WFB*) Merkezi we Gündogar Ýewropa üçin maýalaryň esasy bazary boldy.1918-nji ýyldan 1938-nji ýyla çenli ol Awstriýanyň gazna bazarynyň guramaçylyk esasy bolup hyzmat etdi. 1938-nji ýyldan 1945-nji ýyla çenli birža Nemes howandarlygy astyna düşdi we German administrasiýasy tarapyndan doly gözegçilik edilipdir. Awstraliýanyň täsiri diňe 1948-nji ýylyň noýabrynda dikeldildi. Şol wagtdan bäri birža ýurduň gazna talaplaryna hyzmat etmeklige girişdi. Onuň işi ýurtda işjeňligiň şowhunly barşynda has giňedi (1980-nji ýylyň ortalaryna – 1990-njy ýylyň marty).1996-njy ýylda birža söwdanyň awtomatlaşdyrylan ulgamyny ýola goýdy,

1999-njy ýylyň 5-nji oktýabryndan başlap, Nemes gazna biržasy bilen hyzmatdaşlyk edýär. Ol geçip barýan asyrda özbaşdak ähmiýetini ýitirdi. Öz gezeginde Wena gazna biržasy Wenger gazna biržasyny eýeledi hem-de onuň baş howandary we operatory boldy. Munuň özi iki biržanyň maglumat we söwda ulgamlaryny birleşdirmäge ýardam berdi. Biraz soňra şuňa meňzeş hadysalar Buharest we Zagreb gazna biržalary bilen hem bolup geçdi.

Häzirki wagtda ***WFB***-de Awstriýanyň gazna söwdasynyň 60%-e golaýy jemlendi. Ol ýörite ulgamyň üsti bilen biržadan daşary bazar bilen baglanyşýar. *EQOS* (Electronic Quote and Order-Driven System) bazasynda gurlan elektron söwdanyň guralmagy öz gezeginde Xetra-Nemes gazna biržasynyň söwda ulgamyna meňzeşdir. Şeýle hem Wenada iki sany uly bolmadyk birža bar.

Wena haryt biržasy (1872-nji ýyldan bäri) köp ýyllaryň dowamynda tiz söwda bilen meşgullandy. Muňa garamazdan, XX asyryň ahyrynda maliýe şertnamalaryny özleşdirmäge girişdi.

1991-nji ýylda döredilen deriwatiwleriň biržasy (Wena) - örän ýaşdyr. Onda döwlet obligasiýalaryna fýuçersleriň söwdasy guraldy.

Ýurtda iki sany esasy gazna indeksleri hereket edýär: *WBI* Index--biržada bahasy kesgitlenýän paýnamalaryň hemmesinden ybaratdyr; *ATX* (Austrian Trade Index) - iri Awstriýa gazna indeksi.

Germaniýa. Nemes biržasy ýurduň iri gazna biržasydyr. Onuň taryhy aşakdakylardan ybaratdyr. 1330-njy ýylda Imperator Lýudwig Bawarskiý Frankfurtda geçirilýän her ýylky güýz bazaryna ýazyňkyny goşdy. Netijede, walýuta ylalaşyklarynyň, nagt däl geçirijileriň, weksel dolanyşygynyň merkezine öwrüldi we walýuta hasap-karz kagyzlary bilen operasiýalar örän çalt yzygiderlilige eýe boldular hem-de olar ýylyň bütin dowamynda dowam etdiler. Birinji döwürde uly kynçylyklar bolup geçdi. Munuň özi buthanalaryň Daniýadan we Fransiýadan närazylyk bildirýän söwdagärleriň, şeýle hem ýewreý bankirleriniň hem alyp-satarlarynyň lýuteran şäherine gelmegini çäklendirmegi bilen baglanyşykly boldy. Muňa garamazdan, bu çäklendirmeleriň daşyndan aýlanmaklyk başartdy, şondan soň şäherler halkara söwda merkezine öwrülmäge başlady.1585-nji ýyl biržalaryň emele gelmegini alamatlandyrýan ýyldyr. Bu ýylyň

ýazynda dokuz sany esasy walýutanyň bahasyny ýazyp bellemek üçin 82 sany söwdagär ýygnandy we şol ýylyň güýzünde Frankfurt biržasyny esaslandyrdylar. XVIII asyryň ahyryna çenli häzirki zaman walýuta weksellerinden gelip çykan dürli karz we hasaplaýyş resminamalary bilen operasiýalar esasy ylalaşyklar boldular. Awstriýanyň milli bankynyň paýnamalary biržada ilkinji paýnamalar boldular (1820). 1843-nji ýylda birža özüniň häzirki binasyna göçüp geldi. 1993-nji ýylda Nemes biržasy ady bilen holding emele geldi. Şol wagtdan bäri birža baştutanlyk ornuna dalaşgärlik edýär we ýewropa biržalaryny işjeň basyp alýar. 1998-nji ýylda birža deriwatiwleriň iri Ýewropa biržasynyň Euronext-niň döredilmegine gatnaşdy. Geçen asyryň ahyrynda birža dünýäniň has işjeň, çalt ösýän we agressiw biržalarynyň biri boldy. Ol öz täsirini Ýewropa biržalarynyň köpüsine ýaýratdy, geçen onýyllykda bolsa Londonyň gazna biržasyny talamaklyga şowsuz synanyşyk etdi.

2006-njy ýylda Nemes biržasynyň Euronext bilen birleşmek mümkinçiligine garalyp geçildi, emma soňra Euronext gaýtadan salgylandy we Nýu-Ýork gazna biržasy bilen birleşdi.

Ýurduň ikinji has irki biržasy – Berlin gazna biržasydyr. Ol 1696-njy ýylda Prusside döredildi. Biržanyň hyzmatlaryndan Beýik Frederik peýdalandy. Biržanyň kömegi bilen ol harby ýörişleri maliýeleşdirmek üçin zerur serişdeleri mobilizirledi. Soňra 1840-njy ýyldan başlap birža demir ýollarynyň gurluşygyny maliýeleşdirmek üçin gymmatly kagyzlary ornaşdyrmaklyga girişdi. Soňky 70 ýylyň içinde birža Ýewropanyň, şeýle hem Hytaýyň demir ýollarynyň ¾ böleginiň gurluşygy üçin maýalary çekdi. Şeýle hem biržada demir ýollarynyň gurluşygyny maliýeleşdirmeklige niýetlenen rus obligasiýalary ýaýradyldy. Berliniň gazna biržasy 1871-nji ýyldaky Franko-pruss urşundan soňra gülläp ösdi. Ol gazna bazarynyň emele gelmeginde, ýurduň industrilizasiýalaşmagy we konsolidasiýalaşmagy üçin zerur maýalary mobilizirlemekde möhüm rol oýnady. Birža uly bolmadyk arakesme bilen (bäş depressiýa ýyly 1875-1880) hemişe ösdi we diňe bir içki däl, eýsem, daşky talaplar üçin hem zerur maýalary berdi. 1920-nji ýyla çenli biržanyň listinginde 4000-den gowrak kom-

paniýa tanyşdyryldy. Birža ilkinji rus paýdarlar jemgyýetleriniň, köp sanlysy, şeýle hem patyşa obligasiýalaryny iş ýüzüne geçirmek üçin gymmatly kagyzlary ýerleşdirmekde möhüm orun eýeledi.

Häzirki döwürde biržanyň listinginde bary-ýogy 700 sany kompaniýa (beýleki halkara biržalaryna garanyňda az) bar. Birža ownuk maýadarlaryň we oýunçylaryň talaplaryna hyzmat etmekde hem möhüm rol oýnaýar. Bulardan başga-da, ol 60-a golaý ýurtlaryň gyzyklanmasyna eýedir we *NASDAQ* Amerikan ulgamy bilen berk baglanyşyklydyr (1999-njy ýyldan başlap, Amerikan biržasynyň listinginde tanyşdyrylan kompaniýalar Berliniň gazna biržasynyň söwda öýüne ýüz tutup başladylar)[1]. 2005-nji ýylda biržada Amerikan *NASDAQ*-nyň doly meňzeşligi goýberildi. Munuň özi biržalaryň abraýyny we bäsdeşlik ornuny ýokarlandyrmaga ýardam etdi.

Warenterminborse Hannover- Germaniýada ilkinji doly elektron birža bolup, iki sany köne biržalaryň goşulyşmagynyň esasynda emele gelendir: Hannover Stock exchange (1787-nji ýylda döredilen)we Stuttgari Stock exchange (1861). Dellallar biržalarda terminallaryň üsti bilen işleýärler we uly bolmadyk kompaniýalara hyzmat edýärler. Biržanyň maglumat bölüminde we kompýuter hem maksatnama üpjünçiligi gullugynda biziň öňki watandaşlarymyzyň birnäçesi meşgullanýar.

Germaniýada uly bolmadyk sebit gazna biržalary ýerleşýär: Bawaride – Bawar gazna biržasy (1830-njy ýylda esaslandyrylan), Bremende – Bremen gazna biržasy (1682), Dýusseldorfda – Dýusseldorf gazna biržasy (üç sany biržanyň goşulyşmagy esasynda 1935-nji ýylda döredilen), Gamburgda – Gamburg gazna biržasy (ýurduň irki biržasy, 1558-nji ýylda döredilen); 1999-njy ýylda ol Gannower gazna biržasy bilen goşulyşýar. Gamburg we Gannower gazna biržalarynyň goşulyşandygyna garamazdan, olar çatryk listingi we bilelikdäki söwda hem infrastruktura mehanizmi bolan iki şäherde aýratyn söwda meýdançasy hökmünde ýaşamagyny dowam etdi.

Fransiýa. Fransiýada birža söwdasynyň nusgalary heniz XII asyrda göze ilip başlapdyr. Birža işjeňliginiň merkezleri ilkibaşda Günorta Fransiýa, soňra deňizýaka şäherler we Parižthe Paris. Irki Orta

[1] Berlin Stock Exchange. Annual Report, 2004. Berlin, 2005.

asyrlarda Fransiýanyň Günorta we merkezi bölegi halkara söwdada, senetçiligiň we daýhançylykda öňdebaryjy orny eýeläpdirler. Deňiz duralgasy bolan şäherleriň her burçunda diýen ýaly zerraplar we alyp-satarlar bolupdyrlar. Tawernalarda diňe bir deňizçiler däl, eýsem, söwda adamlary hem ýygnanyşypdyrlar. Şol ýerde birža söwdasynyň nusgasy bolup durýan aýratyn kärhanaçylyk gurşawy emele gelipdir. Muňa garamazdan, häzirki zaman biržalary has giç ýüze çykypdyrlar, olaryň köpüsiniň hereketi uzak wagtlaýyn bolmandyr, emma Lionda we Parižde olar uzak saklanypdyrlar.

Euronext – 2000-nji ýylda esaslandyrylan ilkinji paneýewropa biržasydyr, 60% paýnamasy Paris Borse, 32% Amsterdam Exchange we 8% Brussels Stock Exchange degişlidir. Soňra täze birža Lýuksemburgdan, Frankfurtdan we Portugaliýadan (Bolsa de Valores e Porto-*BVLR* – 2002) biržalar birleşdiler. Birža, esasan, gymmatly kagyzlar we opsion şertnamalary bilen söwdalaşýarlar, doly elektronlaşdyrylan we ähli Ýewropa birža giňişligini eýelemäge dalaş edýär. Soňky faktiki fransuz gazna biržasy üç sany beýleki biržalaryň hem Belgiýadaky,Welikobritaniýadaky, Niderlanddaky, Portugaliýadaky bölümleriň gatnaşmagynda panýewropeý kompýuter biržasynda başga görnüşe geçdi.

2006-njy ýylyň 31-nji ýanwarynda biržada görkezilen kompaniýalaryň bazar kapitalizasiýasy 2,9 *trln.* dollardan ybarat boldy (Dünýäde bäşinji orun).

Euronext biržasy müdiriýetleriň aýratyn ýygnanyşygynda dolandyrylýan iki sany awtonom (özbaşdak) pudaklardan ybaratdyr:

1) NextEconomy – söwdany paýnamalar bilen we olaryň, esasan, maglumatlaşdyryş hem biotehnologik gurşawlarda meşgullanýan kompaniýalarynda guraýar;

2) NextPrime – adaty sektorlarda hereket edýär.

Bulardan başga-da, biržanyň aşakdaky bölümçeleri bar:

– Euronext´s HextTrack onda AEX Index, CAC 40 Index, DJ EURO STOXX 50 Index we dürli Ýewropa sebit we pudak indeksleri bilen söwdalaşýarlar;

– aýratyn haryt toparlaryna şertnamalar bilen fýuçers söwdasy;

– Euronex Paris – çakyr söwdasy bilen baglanyşykly fýuçers şertnamalary (Winefex Wordeaux);

– Euronext. *LIFFE*–Euronext bilen *LIFFE*-niň (London International Financial Futers Opsions – 2001-nji ýylyň dekabry) goşulyşmagynyň esasyndaky opsion we fýuçers söwdasy.

1990-njy ýylda Paris Borseden bölünip aýrylan düzüm iki sany ýöriteleşdirilen biržalardyr: Matif – bu biržada gymmatly kagyzlar, fiksirlenen girdeji we haryt deriwatiwleri bilen söwdalaşypdyrlar.

Moper–bu biržada gymmatly kagyzlara we indekslere deriwatiwler dolandyrylypdyr. 1999-njy ýylda Matif we Moper goşulyşypdyrlar we soňra dolulygyna Euronexte giripdirler. Euronext Warşawa gazna biržasy (gymmatly kagyzlar we deriwatiwler bilen söwda) we Helsinkiniň biržasy (gymmatly kagyzlar bilen söwda) bilen bilelikdäki agzalyga we listinge eýedir.

Euronext iki sany indeksi işläp düzdi:

1. Euronext 100 Index- «mawy fişkalar» paýnamalaryň kursunyň hereketi bolup durýar;

2. Next 150 Index-biržanyň listingindäki 100 sany iri kompaniýanyň yzyndaky 150 paýnamanyň kapitalizasiýalaşmagynyň hereketi bolup durýar.

Bulardan başga-da, iki sany esasy indeksleriň çäginde birnäçe hususy indeksler hereket edýär: biržanyň her bir segmentindäki paýnamalaryň bahanyň hereketini görkezýän indeksler we her bir segment üçin paýnamanyň düşewündini häsiýetlendirýän indeksler.

Indeksler üçin hasaplap aýyrmagyň esasy nokady 2001-nji ýylyň 31-nji dekabryndaky 1000 başlangyç derejedir.

2002-nji ýylyň ýanwaryndan başlap, Fransiýada hem alty sany ýöriteleşdirilen indeksler hereket edýär: Next Weather Indiesces. Ýakyn wagtda Euronext olar bilen indeks söwdasyny guramagy meýilnamalaşdyrýar.

2006-njy ýylda Birža paýnamalary satyn almaga iki sany teklip gelip gowuşdy. Birinji, 2006-njy ýylyň 22-nji maýynda 10,2 *mlrd*. dollar pula Nýu–Ýork gazna biržasynyň eýeleýän toparyndan, ikinji teklip, şol ýylyň 23-nji maýynda 11 *mlrd.* dollar pula Nemes biržasyndan gelip gowuşdy. Galyberse-de, 2007-nji ýyl-

da tassyklanan birinji ylalaşyk artykmaçlygyna galdy. Täze birža ilkibaşdaky *NYSE* Euronext adyny Nýu–Ýorkdaky ştab-kwartirasy we Pariždäki ýewropeý amallaryna ýolbaşçylygy bilen saklap galdy (uzagyndan ony üýtgetmek meýilnamalaşdyrylýar). Biržany öň Nýu-Ýork gazna biržasynyň baş dolandyryjysy bolan Jon Teýn dikeltdi. Birža goşulan kompaniýalaryň bütewi kapitalizasiýasy 21 sagadyň dowamyndaky söwdasy bolan dünýäniň birža bazarynyň kapitalizasiýasyndan 1/3 ýokarydyr. Bileleşige Milan gazna biržasynyň (Borsa Italiano) goşulyşmagy ähtimaldyr.

Italiýa. Borsa Italiano (Milan) 1808-nji ýylda esaslandyryldy. 1991-nji ýyla çenli söwda nusgawy açyl auksion usuly bilen alnyp baryldy. 1991-nji ýylyň noýabryndan soňra 1994-nji ýyla çenli talaplar täze elektron ulgamyna gönükdirildi. 1998-nji ýylyň 2-nji ýanwarynda birža hususylaşdyryldy we öňki döwlet kompaniýalary hususy gurama boldular. Birža kliring hyzmaty giň korrespondent seti bolan Italiýanyň banky amala aşyrýar. Munuň özi birža söwdasyna operatiw hyzmaty üpjün edýär. 2007-nji ýylda birža Nýu–Ýork gazna biržasynyň we Euronextiň alýans düzümine girdi.

Italiýada ýene-de iki sany ýöriteleşdirilen biržalar hereket edýärler. Olar ýurduň esasy biržasynyň bölünip aýrylan biržalarydyr.

Italian Derivatives Market deriwatiwleriň bazaryna hyzmat etmek 1994-nji ýylda esaslandyryldy.1995-nji ýyldan birža opsionlar, 1996-njy ýyldan gazna indeksleri, 1998-nji ýyldan başlap bolsa, fýuçersler bilen söwda girişdi.

Italian Interest Rate Derivative Market 1992-nji ýylda onýyllyk hökümet obligasiýalaryna fýuçers şertnamalarynyň satuwy üçin kaznaçeý bilen döredildi. Häzirki wagtda bazarda hökümet obligasiýasynyň getirilmegine fýuçers we opsion şertnamalary bilen, şeýle hem ýewrobondlaryň öndürilmegine fýuçers şertnamalary bilen söwdalaşýarlar.

Ispaniýa. Madrid gazna biržasynyň (Bolsa de Madrid) işi 1780-nji ýylda ilkinji korol obligasiýalarynyň goýberilen wagtyna gabat gelýär. Hut şonda biziň günlerimize çenli saklanyp galan ilkinji gymmatly kagyzlary ýerleşdirmek hakynda hasabat (Cofision

de Confusiones) taýýarlanypdyr. Hasabaty Josef de la Wega düzüpdir we 1788-nji ýylda Amsterdamda Ispan dilinde çap edipdir. Muňa garamazdan, biržany guramak boýunça ýüzleý iş 1809-njy ýylda başlapdyr. Ol Ýosef Bonopartyň dekreti bilen baglanyşyklydyr: Madritde Söwda biržasyny döretmek baradaky karar. 1819-njy ýylda karara laýyklykda teklip edilen biržanyň taslamasy täzeden işlenildi we 1820-nji ýylda şertnamalar öýi döredilip, ol 1831-nji ýylda hereket edip başlady. 1831-nji ýyldan başlap Bolsa de Madrid birnäçe gezek bir ýerden başga ýere geçdi we 1893-nji ýylda Liltad meýdançasyndaky häzirki zaman binasyna eýe boldy.

Ispaniýada ýene-de alty sany uly bolmadyk emma täsirli biržalar bar. Barselon gazna biržasy XIX asyryň ortalaryndan hereket edip başlady. 1914-nji ýylda birinji jahan urşy bilen baglylykda biržanyň operasiýalary togtadyldy we 1915-nji ýylda täzelendi.

Bilbao Stock Exchange 1890-njy ýylda döredildi. Ýaňy-ýakyna çenli birža sebit kompaniýalaryň gymmatly kagyzlary bilen söwdalaşdy. Emma soňky ýyllarda listinge daşary ýurt gymmatly kagyzlar girizildi, dellallaryň arasynda bolsa «rus ispanlary» (1930-njy ýylda biziň ýurdumyzda emigrirlenen ispan kommunarlarynyň çagalary) ýüze çykdylar.

Citrus Fruit and Commodity Futures Market of Valencia- ter miweleriň söwdasy boýunça dünýäde ilkinji fýuçers biržasydyr. Biržanyň taslamasy 1990-njy ýylda kabul edildi, emma ol 1995-nji ýylda işe başlady. Walensiniň hökümeti biržanyň 32% paýnamasyny eýeleýär. 1998-nji ýyldan birža elektron söwda ulgamyny alyp bardy, soňra bolsa fýuçers şertnamalarynyň söwdasyna girişdi.

Ispanish Financial derivatives Exchange 1989-njy ýylda maliýe enjamlary soňra deriwatiwler bilen opsion söwda üçin döredildi (ilkibaşdaky ady maliýe opsionlarynyň ispan söwda ulgamy).

Valencia Stock Exchange XIX asyrda döredildi. Biržada bary-ýogy 13 sany agza bolup, paýçylar, şeýle hem dellallardan ybaratdyr. Biržanyň arassa daşky işi medeni öýleriň duşuşyklaryny ýatladýar. Amallaryň uly bolmadyk göwrümi we şertnamalaryň gowşak standartlaşdyrylmagy her bir ylalaşygyň öňüsyrasyndaky uzak wagt-

laýyn gepleşiklere alyp bardy. Adatça, gepleşikler biržanyň daşynda, kofehanalara golaý meýdançalarda dowam edýärler.

Mercado Contirio Espanol Sociedad de Bolsas 1989-njy ýylda Madridiň, Barselonyň, Walensiniň we Bilbaonyň dört sany gazna biržasynyň bazasynda döredildi. Munuň özi bellibir derejede her bir biržanyň işiniň dar sebitleýin häsiýetini ýeňip geçmäge we uly milli biržany emele getirmäge ýardam edýär.

Biržada *IBEX* 35 we *MSE* Index indeksleri hereket edýär.

Portugaliýa. Lissabon gazna biržasy öz işiniň başlangyjyny 1825-nji ýyldan alyp gaýdýar. Şol ýylda Ýewropada ilkinji dellal işini ýola goýmagyň düzgünleri çap bolup çykdy. 1859-njy ýylda baş söwda konsuly haryt we gazna amallarynyň aýrybaşgalanmagyny buýurýar (sanksiýa salýar). Portugaliýada ikinji gazna biržasy 1891-nji ýylda açyldy,1994-nji ýylda bolsa ol deriwatiw biržalaryň hataryna geçirildi.

Niderlandlar. Amsterdam gazna biržasy XVII asyryň başlaryndan bäri mälimdir. Birleşdirilen Gündogar Indiýa kompaniýalarynyň paýnamalary ilkinji birža harytlary boldular. Olar biržanyň çalt ösüşini we öňki şöhratyny dikeltdiler. Tiz wagtdan birža dünýäniň öňdebaryjylarynyň birine öwrüldi. Şu günki güne çenli Amsterdam gazna biržasy täzelikçi we dünýäniň möhüm gazna merkezi bolup durýar.

AEX – Opsions Exchange 1978-nji ýyldan bäri hereket edýän opsion biržasydyr. Onda her günde 300 müň opsion şertnamaly ylalaşyklar amala aşyrylýar.

1997-nji ýylda iki sany Amsterdam haryt biržasy oba hojalyk fýuçers biržasyna birleşdiler. Oba hojalyk fýuçers biržasy standartlaşdyrylan maliýe şertnamalarynyň aýlanyşyk bazasynda sebite tiz zaýalanýan we beýleki azyk önümlerini getirmegiň netijeli bazaryny ýola goýdy.

Lýuksemburg. Lýuksemburg gazna biržasy 1928-nji ýylda açyldy we gymmatly kagyzlaryň 213 görnüşiniň listinginden indiki ýylyň söwdasyna girişdi. Ikinji jahan urşy döwründe birža işini togtatdy we diňe uruş gutarandan iki ýyl soňra öz işini dikeltdi. 1961-nji ýylda

biržada ilkinji ýewro obligasiýalar goýberildi (Saccor pod 5,75%). 1969-njy ýylda birža emitentleriň milli walýutalarynda halkara obligasiýalaryň listingine geçdi, 1981-nji ýylda listinge emitentleriň milli walýutalaryndaky gymmat bahaly beýleki kagyzlar hem girizildi. Bulardan başga-da, birža altyn söwdasyna girişdi.

Daniýa. Kopengagen gazna biržasy öz işiniň başlangyjyny XVII asyryň ahyrlaryndan alyp gaýdýar. Şol ýylda dellallar we bankirler guramaçylykly gazna söwdasyna geçdiler. Ilkinji birža kanuny 1919-njy ýylda kabul edildi (esasy soňky düzedişleri 1930, 1972, 1986, 1993 we 1995-nji ýyllar). 1998-nji ýylda biržada *NOREX* elektron bazaryny goýbermek hakynda ylalaşyga gol çekildi. Onuň bazasynda 1999-njy ýylda Demirgazyk gazna biržasy (Nordic stock Exchange) döredildi we ony 2007-nji ýylda 3,7 *mlrd.* dollara *NASDAQ* ele aldy. Birža *OMX* bazaryny işledýär.

Belgiýa. Brýussel biržasy özüniň kemala geliş döwürlerinde we işinde korollygyň görkezmeleri bilen baglanyşykly boldy. Bu görkezmeler onuň işini we täze enjamlaryň-fýuçersleriň we opsionlaryň ýüze çykmagyny ýola goýdy. Galyberse-de, Brýussel we Brýusseliň gazna biržasy ýewro obligasiýalaryň bazarynyň ösüşinde möhüm orun eýeleýär.

Şweýsariýa. Şweýsar biržasy 150 ýyllyk taryha eýedir.1996-njy ýylda birža dolulygyna diýen ýaly elektron söwda girişdi. Onda 80-den hem köp daşary ýurt şweýsar we daşary ýurtly agzalar işleýärler, gymmatly kagyzlaryň uly mukdary 5000-den hem köpüsi bolup, olaryň aglabasy daşary ýurtlardan gelip çykandyr.

Kipr. Kipriň gazna biržasy 1996-njy ýylda Nikoside döredilýär. Birža London gazna biržasy bilen ylalaşykly işleýär. Häzirki wagtda ikigat listingiň çäresi işlenilip düzülýär.

17.3.4. Skandinaw ýurtlarynyň biržalary

Skandinaw ýurtlarynda birža söwdasyny guramagyň möhüm aýratynlyklary emele gelendir. Sebitiň birža bazary örän çäklidir. Şeýlelikde, Finlýandiýanyň ähli birža gazna bazarynyň ýarysyny «Nokia» konserniniň paýnamalary eýeleýärler. Norwegiýada üç sany

iri kompaniýalaryň paýnamalary ähli gazna dolanyşygynyň ýarysyny düzýär. Şwesiýada diňe bir kompaniýanyň paýnamalary esasy orun eýeleýär. Gazna harytlarynyň çäklidigine garamazdan, Stokgolm Ýewropada gazna işini awtomatlaşdyrmakda ýolbaşçylyk edýär. Munuň özi sebitiň gymmatly kagyzlarynyň dolanyşygynyň 50%-ini jemlemäge ýardam etdi.

Skandinawiýada bütewi gazna bazaryny döretmek baradaky pikirler 1990-njy ýylyň başlarynda ýüze çykdy. *NOREX* (Nordic Exchanges) edarasy bu hadysanyň Alliansdaky kulminasion nokady boldy. 1998-nji ýylyň ýanwarynda Kopengageniň we Stokgolmyň gazna biržalary bileleşigini emele getirdiler. Munuň özi kem-kemden demirgazyk gazna bazarynyň bilelikdäki taslamasyna ösüp ýetişdi. 2000-nji ýylda bu bileleşige Irland gazna biržasy girdi, soňra bolsa Oslodan birža dellallary birleşdiler.

Skandinaw birža söwdasynyň möhüm aýratynlygy dürli gymmatly kagyzlardan döredilýän kagyzlar bilen elektron söwdany guramagyň ýokary derejesi bolup durýar. Köp ýurtlar söwdany indeksler we opsionlar bilen guramagyň skandinaw (hususan-da şwed) nusgasyna eýerdiler.

Şwesiýa. *Om* (Opsions Marknaden) Stockholmy talantly maliýeçi O. Stenhamer esaslandyrdy. Birža 1985-nji ýylyň iýunynda alty sany şwed gymmat bahaly opsionlaryna açyk auksion deň ölçegli Amerikan ulgamynda operasiýalaryna girişdi. Bu gymmatly kagyzlar Stokgolm gazna biržasynda listinge eýediler. Şeýlelikde, Şwesiýa deň ölçegli opsionlaryň (gymmatly kagyzlara) dolanyşygy boýunça dünýäde altynjy orny eýeledi. 2000-nji ýyla çenli birža gazna indekslerine, şeýle hem swoplara opsion we fýuçers söwdasy boýunça öňdebaryjy boldy.

Stokgolm gazna biržasy eýýäm 1990-njy ýylyň başlarynda doly awtomatlaşdyryldy. Dellallar daşyndan göräýmäge ýapyk ýa-da düşnüksiz barlag gaznanyň ylmy işgärlerini ýatladýar. 1998-nji ýylda Om Stokgolm gazna biržasyny, 2001-nji ýylda bolsa London gazna biržasyny eýelemeklige şowsuz synanyşyk etdi.

1990-njy ýylyň başlarynda *Om*-yň Sankt-Peterburg gazna biržasy we Moskwadaky birža kongresi bilen hyzmatdaşlygy belli boldy. Bu

hyzmatdaşlyga Stokgolm uniwersitetiniň ykdysadyýet fakultetiniň we Ýokary ykdysady mekdebiň (Şwesiýa) Leningrad (indiden beýläk Sankt-Peterburg) döwlet uniwersitetiniň we Sankt-Peterburg gazna biržasynyň aragatnaşyklary ýardam etdi. Munda Sankt-Peterburgyň öňki baş polismeýsteriniň agtygy – Şwesiýanyň öňdebaryjy ykdysadyýetçisi, professory bilen hususy gatnaşyklary aýratyn orun eýeledi. Soňra birža Baltiniň täzeden döredilen ýurtlarynyň birža bileleşikleri bilen öndürijilikli hyzmatdaşlyklary ýola goýdy.

2003-nji ýylyň 3-nji sentýabrynda *Om* Helsin gazna biržasy (*HEX*) bilen birleşdi we ol *Om NEX*, 2004-nji ýylyň 31-nji awgustyndan bolsa *OMX* diýlip atlandyryldy. Täze birža iki bölümçeden ybarat:

OMX Exchanges – Skandinaw we Pribaltika ýurtlaryndaky alty gazna biržasyny dolandyrýar;

OMX Technology – *OMX* Exchange-de we beýleki gazna biržalarynda bolup geçýän maliýe ylalaşyklary üçin bazar tehnologiýasyny ornaşdyrýar.

Biržanyň tehnologiýasyny 20 sany dürli gazna biržasy ulanýar.

Täze birža maliýe enjamlary bilen söwdanyň ösüşinde dünýäde ykrar edilen ýolbaşçy bolup durýar.

2007-nji ýylyň maýynda Amerikanyň *NASDAQ* we *OMX* indeksleriň goşulyşmagy hakyndaky şertnama eýe bolýar.

Ýurtda iki sany indeks hereket edýär: *OMXS* 30 (*OMX* Stockholm 30) we *OMXSPI* (*OMX* Stockholm *PI*).

Norwegiýa. Oslo gazna biržasy (Oslo Stock exchange) 1819-njy ýylda haryt biržasy hökmünde açyldy. Ol 1881-nji ýyldan başlap paýnamalar we obligasiýalar bilen söwdalaşmaga başlady.1988-nji ýylda elektron ulgam girizildi, emma birža paýnamalar bilen elektron görnüşdäki söwda diňe 1999-njy ýyldan geçdi. Ýurtda uzak wagtlap uly bolmadyk üç sany sebit biržasy hereket etdi. Muňa garamazdan, 1991-nji ýylda olar paýtagtyň gazna biržasy tarapyndan eýelendi. 2001-nji ýylda birža paýdarlar kompaniýa öwrüldi. 2006-njy ýylda biržanyň paýnamalarynyň 10% Demirgazyk gazna biržasy tarapyndan eýelendi. Biržada iň tiz satylýan paýnamalaryň 25-ini özüne birikdirýän *OBX* gazna indeksi hereket edýär.

19. Sargyt № 2448

Finlýandiýa. Helsinkiý biržasy gazna biržasy hökmünde 1912-nji ýylda döredildi. Onuň sebitdäki gazna işi 1960-njy ýyldan başlanýar. Şol döwürde ol heniz ýeterlik guralan ýa-da düzülen däldi we biržanyň çäginden daşarda alnyp baryldy. XX asyryň başlaryna çenli gazna işini guramaklyk bellibir derejä ýetdi, netijede, Birinji jahan urşunyň başlanmagyna iki ýyl galanda birža ýüze çykdy. Urşuň öňýanyndaky on ýylyň içinde Finlýandiýada 150-ä golaý paýdarlar jemgyýetleri döredildi, täze jemgyýetiň ýarysynyň paýnamalarynyň bahasy biržada kesgitlenildi. Soňra gazna biržasynyň ähmiýeti biraz gowşady we geçen asyryň ikinji ýarymynda esasy iş bir firmanyň «Nokia-nyň» paýnamalarynyň söwdasyna alyp bardy. Muňa garamazdan, soňky ýyllarda birža işjeňligi has artdy. Munuň özi koperasiýalar we sebit biržalarynyň tagallalaryny birleşdirmek bilen baglanyşyklydy. Birža skandinaw biržalarynyň birleşiginiň agzasy bolup durýar we Demirgazyk gazna bazarynyň taslamasyna gatnaşýar. 1998-nji ýylda biržanyň daşary ýurt baş hyzmatdaşy Nemes gazna biržasy boldy. Tallin gazna biržasy bilen işjeň hyzmatdaşlyk Wena gazna biržasynyň Budapeşt gazna biržasy bilen hyzmatdaşlygyna meňzeş bolup, ýagny Tallin biržasynyň Helsinkiý biržasyna birikmesi bolup geçdi.

17.4. Ýakyn Gündogaryň biržalary

Gazna bazarynyň ýagdaýy gönüden-göni sebitiň umumy ykdysady ýagdaýy bilen kesgitlenilýär. Nebiti gazyp almagyň giňden ýaýramagy gazna bazarynyň ösüşini çaltlandyrmaga itergi boldy. 1970 – 1980-nji ýyllarda nebiti ornaşdyrmakdan alynýan girdeji karz maýasynyň halkara bazaryna gelýän nebit dollar görnüşine eýe boldy. Ilkibaşda nebit dollarlar Ýewropanyň we bölekleýin Amerikan gazna bazarlarynda ýüze çykdy. Muňa garamazdan, olar emele gelýän ýerli bazarlarda ýeterlik çaltlykda aýlanmaga başladylar. Nebitden alynýan nebitwalýuta görnüşine eýe bolan bütewi girdejiler 1797–2001-nji ýyllarda 730 *mlrd.* dollardan, 2002 – 2006-njy ýyllarda – 1,5 *trln.* dollardan, 2007 – 2008-nji ýyllarda (baha) -1 *trln*. dollara golaý boldy. Mc Kinsey Global Institute-niň maglumatlaryna görä, 2020-nji ýyla çenli

nebit girdejileri 9 *trln.* dollara ýeter[1]. 2008-nji ýyldaky pese gaçyşlyk sebitiň nebit walýuta serişdeleriniň ösüşine anyk düzedişleri girizdi. Onuň täsiri az bolandygy sebäpli, dünýäde nebiti gazyp almagyň özüne düşýän bahasy örän pesdir. *MBF*-iň we Doýçebankyň bahalandyrmagyna görä, sebitdäki nebit walýuta awuarlaryny artdyrmaklyk nebitiň bahasynyň 49 *dollara* çenli azalmagynda dowam edýär. Şol wagtda Alžir we Nigeri üçin nebitiň bahasyny saklamaklyk 80 *dollardan*, Eýranda 95 *dollardan*, Wenesuelada 100 *dollardan*, Kanadada we Norwegiýada 65 *dollardan* pes derejede bolmaly däldi[2].

Muňa garamazdan, sebitiň biržalarynda nebit walýutalaryň hemmesi aýlanmaýar. Käbir bahalara görä, girdejiler ýerli banklaryň, daşary ýurt biržalarynyň hem banklarynyň, ýerli biržalaryň arasynda deň diýen ýaly bölünýär.

Şular bilen birlikde Ýakyn Gündogaryň biržalarynyň işini diňe bir nebit walýutanyň bolmagy kesgitlemeýär. Ol sebitiň senagatynyň, gurluşygynyň we maliýe sektorynyň ösüşinde, şeýle hem goňşy ýurtlaryň (Aziýanyň we Afrikanyň) maýa üpjünçiliginde möhüm ähmiýete eýedir.

Häzirki wagtda Ýakyn Gündogaryň gazna biržalary sebitiň çäginden çykdy we global derejä öwrülýär. Olar biržalardaky listinge ýerli, şeýle hem daşary ýurt emitentlerini çekýärler, daşary ýurt we ýerli kompaniýalar, hususy maýadarlar gymmatly kagyzlaryň satyjylary we alyjylary bolup çykyş edýärler. Bulardan başga-da, käbir biržalar öňdebaryjy daşary ýurt biržalary bilen berk gatnaşyklary ýola goýdular we olar bilen gymmatly kagyzlaryň bahasyny kesgitlemegiň maksatnamalaryna gatnaşýarlar.

Soňky ýigrimi ýylyň içinde sebitiň gazna bazary ösüş tizligine eýe boldy. Maýaçylyk karzynyň göwrümi we tiz satuwyň derejesi hereket edýän ösüş ugry saklamagyň tizliginde ösdi. Ýakyn Gündogar gazna bazary söwdanyň maýalaşmagy we göwrümi boýunça eýýäm indiki onýyllygyň başynda Amerikanyň yzyndan ýetmek-

---

[1] Regional Briefing. Gulf Cooperation Council: Tracking Petrodollars. Wash.: The Institute of International Franc. May 31, 2007; How to Spend it. The Economist. 24 Apr., 2008.

[2] OPEC Says It Will Cut Oil Output. N.Y. Times. 24 0ct. 2008

lige ukyplydyr. 2008-nji ýylyň oktýabrynyň ahyrynda ýerli birža indeksleriniň hem maýalaşmagyň birden pese gaçmagy bolup geçdi we sebit biržalary umumy dünýä pese gaçyşyň ösüş ugruna birikdiler.

Ýakyn Gündogarda 11 gazna biržasy hereket edýär. 2006-njy ýylyň ahyrynda işe girişen Siriýanyň biržasy kemala geliş döwrüni başdan geçirýär.

Ysraýyl. Tel-Awiw gazna biržasy (*TAFB*) – sebitde iň irki we iri biržadyr. Ol 1935-nji ýylda yzygiderli amallara girişdi. Hut şonda gazna bazarynyň guramaçylyk esasyny Tel-Awiw gazna kliring öýüniň (Tel-Aviv Securities Clearing Nouse) döreden Anglo-Palestin banky taýýarlady[1]. Bu öý 20 ýylyň dowamynda sebitiň gymmatly kagyzlar bilen söwdasyna hyzmat etdi. Ysraýyl döwletiniň emele gelmeginde olar bilen geçirilýän operasiýalar ýokarlandy we köne gazna gurluşy bazaryň ösýän talaplaryny ödäp bilmedi. Netijede, 1953-nji ýylda Anglo-Palestin bankynyň bazasynda we Tel-Awiw kliring öýüniň gatnaşmagynda gazna biržasy döredildi. Ol ýerli paýdarlar jemgyýetine maýa goýum goýmak üçin amatly şertleri döretdi we sebite maýanyň köp bölegini çekmäge ýardam etdi. Dolulygyna alanyňda *TAFB* ýurduň ykdysady ösüşine ýardam etdi.

Bu birža sebitdäki iň iri biržadyr, bazaryň maýalaşmagy 68 *mlrd.* dollary düzýär, listingde 700-e golaý kompaniýa bolup, gymmatly kagyzlaryň 1000-den hem köp görnüşiniň bahasy kesgitlenilýär.

Biržanyň ýapyk häsiýeti onuň özüne mahsus bolan aýratynlygydyr: ol gurluşy boýunça ýapyk we bary-ýogy 28 agzadan, 12 sany bankdan, 16 sany dellalfirmasyndan ybaratdyr. Şol banklaryň birisi Ysraýyl bankydyr. Soňky on ýylyň içinde täze agzalaryň biri-de kabul edilmedi. Biržanyň işi baradaky maglumatlar beýleki köp biržalaryňka garanyňda azdyr.

---

[1] Sebitde bank we birža ulgamyny döretmek baradaky garaýyşlar heniz 1880-1890-njy ýyllarda Ýewropa Kongreslerinde ara alnyp maslahatlaşylypdyr. XX asyryň başlarynda sebitde infrastrukturany dikeltmäge we ilkinji operasiýalary geçirmäge maýalary çykaran Beýik Britaniýanyň we Fransiýanyň bankir öýleri çekildi. Palestinada banklary döretmegiň meseleleri heniz XIX we XX asyrlarda Peterburg birža we daşary ýurt bank toparlarynda ara alnyp maslahatlaşylypdyr.

1990-njy ýylda biržanyň işjeňligi artyp, täze önümler ornaşdyryldy, işiniň çägi giňeldi, beýleki biržalar bilen hyzmatdaşlygy çuňlaşdy, listingde täze kompaniýalar, şol sanda daşary ýurtlaryňky ýüze çykdy, kompaniýalaryň köpüsi *LFB*-de ikinji listingi aldylar. Birža döwlet eýeçiligini hususylaşdyrmaga we döwlet tarapyndan satylýan kärhanalara bazar bahasyny anyklamaga ýardam etdi. 1993-nji ýylda *TAFB* fýuçersleriň we deriwatiwleriň, 1995-nji ýylda – indeksleriň söwdasyna girişdi, 1997-nji ýyldan bolsa birža doly kompýuterleşdirildi we hemme amallary awtomatlaşdyrdy. Dellallaryň pikirine görä, biržanyň kompýuterleşdirilmegi söwda işlerini ep-esli çylşyrymlaşdyrdy. Emma guramaçylaryň pikirine görä, ownuk maýadarlaryň hukugyny gorady, bahalaryň birden üýtgemeginiň we bazar däl dilleşikleriň mümkinçiligini aradan aýrylmagyna getirdi. Galyberse-de, ýolbaşçylyk täze ulgamyň anyk ýetmezçiliklerini boýun alýar. Bu ýagdaý biržanyň bäsdeşlige ukyplylygyny ýokarlandyrmagyň maksatnamasynda derňeldi. Ony iş ýüzüne geçirmäge geçip barýan onýyllygyň ikinji ýarymynda girişildi. Biržanyň bölümçeleriniň biri-de kliring öýdür. Ol gymmatly kagyzlary hasaplamagy we getirmekligi ýokary işjeňlik bilen geçirýär (ähli işiniň dowamynda diňe iki sany näsazlyga gözegçilik edildi).

Soňky wagtlarda birža London gazna biržasyndaky öz kompaniýalarynyň ikigat listingine girişdi. Munuň özi onuň bäsdeşlige ukyplylygyny ýokarlandyrdy we maýany çekmek boýunça mümkinçiligini giňeltdi.

Saud Arabystany. Saudi Arabian Monetary Authority (*SAMA*) ölçegi boýunça Tel-Awiw biržasy bilen deňeşýär. 2005-nji ýylda ýurduň bazarynyň maýalaşmagy 65 *mlrd.* dollara ýetdi. Biržanyň aýratynlygy onuň döwlete degişliligi we bir bada gazna işine gözegçilik edýän biržany hem döwlet guramasyny utgaşdyrmagydyr[1].

Birleşen Arap Emirligi. Bu ýurt kapitalizasiýasynyň derejesi we gazna söwdasynyň ösüşi boýunça üçünji orny eýeleýär (kapitalizasiýa 28 *mlrd.* dollar). Daşary ýurtly maýadarlar üçin ýerli kompaniýalaryň paýnamalarynyň 49%-den köpüsini eýelemegi gadagan etmeklik arap ýurtlarynyň köpüsinde birža işindäki esasy çäklendirme bolup durýar.

1. Ähli ýurtlarda diýen ýaly döwletiň gözegçilik wezipesi söwdadan aýryldy.

Muňa garamazdan, üstümizdäki onýyllygyň ortalarynda daşary ýurtly maýa goýujylaryň hukuklarynda oňyn üýtgeşmeler bellenildi.

Dubai Internatinal Financial Exchange ýüze çykan pursadyndan başlap, biržada talaplaryň we teklipleriň emele gelmegine işjeň gatnaşýar. Bu işe döwlet, şeýle hem biržanyň köp gatnaşyjylary çekilýär. Hususan-da, bir tarapdan, Ýewropa we Amerikan gazna bazarlaryna we maýa goýujylaryna, şol sanda paýnamalaryň iki gat listing ulgamynyň üsti bilen ýakynlaşmaga, beýleki bir tarapdan bolsa maýa goýujylaryň birža gyzyklanmasyny güýçlendirmek üçin täze dürli görnüşli emitentleri çekmäge synanyşyklar edildi. Aýratyn hem Hindistanyň we beýleki Aziýa ýurtlarynyň hususylaşdyrylan kärhanalarynyň gymmatly kagyzlaryny birinji gezek ýerleşdirmegi guramak boýunça uly işler alnyp baryldy. Bu bolsa öz gezeginde iri maýadarlaryň birža gyzyklanmasyny ýokarlandyrmaga ýardam berdi.

Amman Stock Exchange 1999-njy ýylda açyldy. Ýurtda gazna bazary soňky 30 ýylda dowam etdi. Onuň birža görnüşi ösüşi çaltlandyrmak üçin milli ykdysadyýete netijeli täsiri ýokarlandyrmak maksady bilen gazna bazarynyň döwlet özgertmeleriniň netijesinde ýüze çykdy. Birža hususy düşewüntsiz gurama hökmünde hereket edýär. Onda ilkibaşda 30, häzirki wagtda 52 sany dellalfirmasy işledi. Biržanyň üsti bilen onlarça beýleki arap biržalaryny, şol sanda daşary ýurtlularyň gatnaşmagynda çäklendirmä eýe bolanlary ýeňillik bilen peýdalanmak mümkindir.

1980-nji ýylyň başlarynda Souq Almanakh Kuweýt kompaniýasynyň kollapsyndan we nebitiň bahasynyň ýokarlanmagyndan soňra ýurduň hökümeti guramaçylykly gazna bazaryny döretmek barada karara geldi. Ol Halkara maliýe korporasiýasy bilen bilelikde gazna biržasynyň tehniki-ykdysady esaslaryny taýýarlady. 1987-nji ýylda emiriň dekreti bilen Bahrain Stock Exchange döredildi we ol 1989-njy ýylda işe başlady. Biržanyň işine emiriň maşgala agzalarynyň ýolbaşçylyk etmegi onuň häsiýetli aýratynlyklarynyň biri bolup durýar.

Ähli Arap ýurtlarynda hereket edýän biržalardaky kompaniýalaryň erkin listingini guramak boýunça iş biržanyň işiniň möhüm

ädimidir. 1995-nji ýylda özara listing barada, 1996-njy ýylda Muscat Stock Exchange, 1997-nji ýylda Amman Stock Exchange we Egyptian Stock Market, 2001-nji ýylda Kuwait Stock Exchange, Saudi Arabian Monetary Authority bilen köptaraplaýyn ylalaşyga gol çekildi. 2002-nji ýylda ýurtda daşary ýurtlaryň gazna işi üçin çäklendirmeler doly aýryldy. Munuň özi daşary ýurtly maýadarlara ikigat listing ulgamynyň üsti bilen Ýakyn Gündogaryň islendik biržasynda, şol sanda çäklendirmeleriň saklanyp galan ýerlerinde (mysal üçin, Kuweýt gazna biržasynda) söwdalaşmaga ýardam berdi.

Kuweýt gazna biržasy 1984-nji ýyldan bäri hereket edýär. Onda diňe Ýakyn Gündogar ýurtlarynyň ýaşaýjylary we kompaniýalary söwdalaşyp bilýärler.Ýurduň gazna bazary 1962-nji ýyldaky kanun esasynda döredildi, ilkinji paýnamalar bolsa, heniz 1952-nji ýylda ýüze çykdy. Birža sebitde iň işjeňleriň biridir. Munuň özi oňa daşary ýurt kompaniýalarynyň işini gadagan etmeklige päsgel bermeýär.

Muskat Securities Market (Oman) 1988-nji ýylda soltanyň dekreti boýunça döredilip, 1989-njy ýylda işine girişdi. Ýakyn Gündogarda birža daşary ýurtly inwestorlar üçin has açyk bolup durýar. Ol dünýäniň birža bileleşigine doly birleşdi: 2000-nji ýylda daşary ýurtly maýadarlar üçin ähli çäklendirmeler aýryldy; maýadarlaryň dwidendlerine we düşewüntlere salgytlar ýok; Londonyň gazna biržasyndan ýerli kompaniýalaryň ikigat listingi kabul edildi. Bu birža hem edil *SAMA* (Saud Arabystany) ýaly birbada gazna işini ýola goýmak we gözegçilik etmek üçin döwlet guramasy hem birža bolup durýar.

Palestina. Palestina Stock Exchange (*PSE*) 1995-nji ýylda Palestine Development & Investment Company of Nablus başlangyjy boýunça esaslandyryldy we 1993-nji ýyldan bäri ýurduň ykdysady infrastrukturasyny dikeltmegiň taslamasyny iş ýüzüne geçirmek üçin paýdarlar jemgyýeti hökmünde hereket edýär. Ol 1997-nji ýylda öz işine başlady. Döredilen ýylynda biržanyň listinginde bary-ýogy 27 kompaniýa hasaba alyndy, 2000-nji ýyla çenli olaryň sany 22-ä çenli azaldy, emma biraz soňra ep-esli artdy we 26-a ýetdi. Birža doly kompýuterleşdirilen. Ilkinji ýylynda biržanyň bary-ýogy dört agzasy bolup, 2000-nji ýylda olaryň sany 7-ä, 2005-nji ýyla çenli bolsa 12-ä çenli artdy. Birža ilkinji iki ýylynda hepdede iki gün işledi, emma soňra hepdede bäş günlük doly iş gününi ýola goýdy.

Siriýa. 2006-njy ýylda Damasskiý gazna biržasy işine girişdi. Onuň döremeginde Ýewroaziat gazna biržalarynyň Federasiýasy we *ABŞ*-nyň gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça topary uly kömek etdiler. Biržanyň möhüm ugry, ýurduň döwlet sektoryny we şonuň bilen birlikde ýurtda we ähli sebitde demokratiýanyň we bazaryň ösüşini hususylaşdyrmaga gatnaşmakdyr.

Türkiýe. Türkiýanyň biržalary Ýakyn Gündogaryň biržalarynyň arasynda aýratyn orun eýeleýär. Birža hereketiniň nukdaýnazaryndan olar Aziýa biržalaryna garanyňda Ýewropa biržalaryna has köp ýykgyn edýärler. Galyberse-de, soňky ýyllarda türk biržalary arap müşderilerine has köp bil baglaýarlar we ýakyn Gündogar biržalary bilen gatnaşyklary berkidýärler. Munuň özi köp halatda ikitaraplaýyn ösüşe ýardam edýär. Şu maksat bilen 1990-njy ýylda biržanyň ýolbaşçylygy Ýewroaziat gazna biržalarynyň Federasiýasyny döretmeklige itergi berdi. Guralan pursadynda Federasiýada 12 sany agza bolup, 2006-njy ýylda olaryň sany 35-e ýetdi. Hakykat ýüzünde Stambul gazna biržasy Federasiýanyň we onuň agzalarynyň işini guraýar hem gönükdirýär. Bellemeli zat, Federasiýanyň agzalary Bolgariýanyň, Wengriýanyň, Moldowanyň we Rumyniýanyň biržalary boldular. Ukrainanyň, Gazagystanyň we Gyrgyz Respublikasynyň gazna dellallary hem Ýewroaziat gazna biržalarynyň Federasiýasy bilen gatnaşyk guraýarlar.

Stambul gazna biržasynyň kökleri (Stambul Stock Exchange – *ISE*) XIX asyryň ortalaryndaky Dersaadet Securities Exchange baryp ýetýär. Ol 1866-njy ýylda Amsterdam we London gazna biržalary bilen hyzmatdaşlyk edipdir. XX asyryň başlaryna çenli Sankt-Peterburg biržasy bilen aragatnaşyklar ýola goýuldy. Bulardan başga-da, müdiriýet geňeşiniň agzalarynyň biri 1899-njy ýylda Sankt-Peterburg biržasynyň hormatly agzasy boldy. Türk Respublikasynyň 1929-njy ýyldaky birža baradaky kanunçylyk namasyny döretmeginiň yz ýany, Stambul gazna we walýuta biržasyna öwrüldi. 1929-njy ýyldaky pese gaçyşlygyň, onuň yz ýanyndaky depressiýanyň we Ikinji jahan urşunyň barşynda birža öz işini ýatyrdy. Onuň täzeden dikeldilmegi 1980-nji ýylyň başlaryna başlandy. Birža 1986-njy ýylda häzirki gurluşyna we adyna eýe boldy. 1989-njy ýylda daşary ýurtlulara biržada erkin söwdalaşmaga we birža işinden alan girdejilerini daşary

ýurda geçirmäge rugsat berildi. 1992-nji ýylda birža Bütindünýä birža Federasiýasynyň agzasy boldy.

Stambul gazna biržasynda *ISE* National 100 Index – indeksi işlenilip düzüldi. Ol ýurduň 100 sany iri kompaniýalarynyň görkezijisi bolup durýar.

Türkiýede we beýleki musulman ýurtlarynda Stambulyň altyn biržasy uly ähmiýete eýedir. Ýurtda altynyň resmi ýyllyk sarp edilişi 200 *tonnadan* hem geçýär. 1995-nji ýylda altyn söwdasy üçin ýörite birža döredildi. Merkezi bank bilen bir hatarda Stambul altyn biržasy ýurduň içinde, 2001-nji ýyldan bolsa onuň çäklerinden daşarda altyny importlaşdyrmak we satmak hukugyny ele aldy. Munuň özi altynyň bahasynyň gös-göni pese gaçmagyna we ony dünýä derejesine golaýlaşmagyna getirdi. Birwagtda ilki bilen Russiýadan gelýän altynyň resmi däl akymy azaldy we gapma-garşylykly ugur ýüze çykdy, şeýle-de arzan altynyň Türkiýäniň önümlerinden Russiýa gelýän akymy ýokarlandy. 1997-nji ýyldan başlap bu birža altyna fýuçers şertnamalary bilen söwdalaşmaga girişdi. Deňölçegli fýuçers şertnamany 995 probaly altynyň üç kilogramlyk guýumyny geçip barýan aýy goşmak bilen her aýda getirmeklik düzüldi.

17.5. Aziýanyň, Awstraliýanyň we Okeaniýanyň biržalary

Kontinental Aziýada 27 sany gazna biržasy ýerleşýär. Olaryň arasynda Hytaýyň we Indiýanyň biržalary ösüş tizligi we geljekki tutumlary bilen tapawutlanýarlar. Sebitiň adaly böleginde 10 sany gazna biržasy, fýuçersler we opsionlar bilen söwdalaşýan üç sany fýuçers we üç sany haryt biržalary ýerleşýär. Tokio gazna biržasy sebitiň öňdebaryjy biržasydyr. Awstraliýanyň, Günorta Koreýanyň, Gonkongyň, Singapuryň we Şanhaýyň (Hytaý) biržalary hem meşhurdyrlar. Soňky iki-üç ýylyň içinde Wýetnamyň, Taýlandyň we Indoneziýanyň biržalarynyň ähmiýeti artýar.

Ýaponiýa. Ýurtda ululygy boýunça ikinji gazna biržasy hereket edýär. Tokionyň gazna biržasy (*TGB*) sebitiň iň iri we dünýäde ululygy boýunça üçünji (*NASDAQ*-ny hasaba almak bilen) biržasy bolup durýar. Ýurduň gazna biržalarynyň taryhy öwrenerlikdir.

XX asyryň birinji ýarymynda Ýaponiýada 20-den hem köp gazna biržasy bardy. Asyryň başlarynda biržalar daşary ýurt banklary we dellallary üçin gapylaryny açdylar. Şonuň yz ýany Ýewropanyň we ABŞ-nyň üç sany öňdebaryjy bankynyň wekilçiligi açyldy. Biržalar döwletiň harby hereketlere taýýarlygy üçin maýalary toplamaklykda uly orun oýnaýarlar. Köpsanly döwlet obligasiýalary halkara ýörişe eýe boldular: daşary ýurtlarda *ABŞ*-nyň we Germaniýanyň biržalarynda ikinji gezek aýlanyşygy amala aşyrdylar.

Tokionyň gazna biržasy 1878-nji ýylda esaslandyryldy. Tiz wagtdan bolsa sebit biržalary açyldy. Muňa garamazdan, 1943-nji ýylda ýörite kanunalaýyklykda 11 sany gazna biržasy 1947-nji ýylda Ýapon gazna biržasyna birleşdirildi. Şol ýylda gazna bazarynyň işini sazlamak üçin döwlet guramasy tarapyndan Amerikan toparyna meňzeşlikde gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça topar döredildi. Toparyň çözgüdine laýyklykda Tokioda, Osakada we Nagoide üç sany birža döredildi.1949-njy ýylda Kiotoda bäş sany gazna biržasy goşmaça döredildi. Olar 2001-nji ýylda Osakanyň gazna biržasyna girizildi. 2000-nji ýylda üç sany sebit gazna biržalary Tokionyň gazna biržasyna girizildi.

1969-njy ýylda *TOPIX* (Tokio stock Exchange Price Index) indeksi girizildi. Baza üçin, 1968-nji ýylyň 4-nji ýanwaryndaky *TFB* bahasy alyndy (100 punkt). 1970-nji ýylda birža gazna biržalarynyň halkara federasiýasynyň agzasy boldy.

Häzirki wagtda birža listinginde 4,6 *trln.* dollar jemi maýasy bolan 2000-e golaý kompaniýa ýerleşýär. Munuň özi London gazna biržasynyň şuňa meňzeş görkezijilerinden 1,5 esse ýokarydyr. Gymmatly kagyzlar bilen gündelik söwdanyň göwrümi 30 *mlrd.* dollara ýetýär.

Birža halkara işjeňligi goldamak üçin Nýu-Ýorkda, Londonda we Singapurda wekilçilik açdy.

Ikinji jahan urşy döwründe daşary ýurtdan biržanyň işine gatnaşmaklyga çäklendirmeler kesgitlenipdi. Olar, esasan hem, geçen asyryň soňky çärýegine çenli saklanyp galypdyr.

Awstraliýa. Awstraliýa gazna biržasy, sebitde ululygy boýunça ikinji biržadyr (maýalaşmasy 650 *mlrd.* Awstral dollary). Ol 1987-nji ýylda *SEATS*-söwdanyň elektron ulgamynyň bazasynda esaslandyryl-

dy. Hasaplaýyş ulgamy hem doly awtomatlaşdyrylan. 1988-nji ýylda listinge öz hususy paýnamasyny goýan ilkinji birža boldy. 1990-njy ýylyň başlarynda bu amalyýete rus biržalary hem ýykgyn etdiler. Birža paýnamalardan başlap deriwatiwlere çenli dürli önümleriň söwdasy bilen meşguldyr.

Awstraliýada ýene-de iki sany söwda ulgamy doly awtomatlaşdyrylan uly bolmadyk biržalar bar. Biržalar giň halkara aragatnaşyga eýedirler: daşary ýurt biržalarynyň bir topary bilen ikigat listing ulgamy ýola goýulýar, biržada daşary ýurt banklary we dellallary giňden tanyşdyrylýar, paýdarlaryň arasynda 1/4 bölegi daşary ýurtlulardyr.

Şeýle hem sebitde aşakdaky biržalar bar: New Zealand Stock Exchange-*NZX* (Täze Zelandiýa) we South Pacific Stock Exchange-*SPSE*. Sebit biržalarynyň işjeňligi pes.

Sidneý fýuçers biržasy 1960-njy ýylda ýüň söwdasy üçin ilkinji gezek döredildi. Häzirki wagtda biržada fýuçerslerden başga-da, paýnamalar we haryt şertnamalary bilen söwdalaşýarlar. Birža Täze Zeland fýuçers we opsion biržalaryndaky amallary ele aldy, New Ýork Mercantile Exchange (*NÝMEX*) bilen göni elektron aragatnaşyga eýedir we ähli hasaplaýyş amallaryny hususy kliring ulgamynyň üsti bilen amala aşyrýar. Bu ulgam her ýylda 50 mln şertnamalaryň hasabyny geçirýär (1999-njy ýylda 30 *mln* şertnama).

Täze Zelandiýa. Ýurtda üç sany birža hereket edýär. Ilkinji we häzirki döwürde iň irisi, 1915-nji ýylda açylan Täze Zeland gazna biržasydyr. Biržanyň ugry, sebit talaplaryna hyzmat etmekdir.

Hytaý. Hytaýda ilkinji birža Şanhaýyň Bun etrabynda 1848-nji ýylda esaslandyrylan Astra myhmanhanasynyň binasynda döredildi. 1930-njy ýylyň başlaryna çenli häzirki Hytaýyň çäginde 20-den gowrak birža hereket edýärdi. Olar daşary ýurt interwentleriniň we urşuň barşynda ýapylmaga başladylar we 1949-njy ýylda öz ýaşaýşyny doly tamamladylar. Ýurtda hususy kärhanaçylyk 1970-nji ýyldaky medeni rewolýusiýasyndan soň dessine döräp başlady. Muňa garamazdan, biržalar diňe 1990-njy ýylyň başlaryna işe girişdiler. 2008-nji ýylyň tomsunda ýurduň gazna bazarynyň kapitalizasiýasy 4 *trln.* dollara ýetdi, şol sanda 1 *trln.* dollardan gowragy Petro Chinanyň paýyna düşdi.

Ýurtda 15 sany birža, şol sanda 14 sany fýuçers biržasy guraldy.1997-nji ýylda gymmatly kagyzlar boýunça topar biržalaryň aglabasynyň işini täzeden gurady we olary döwletiň göni gözegçiliginde goýdy. Munuň özi gazna işini tertibe saldy we haryt dolanyşygynyň ösüşine, iri daşary ýurt oýunçylarynyň birža gelmeklerine ýardam etdi. Soňky on ýylyň içinde biržalaryň sany birden azaldy we häzirki döwürde diňe iki gazna we üç fýuçers biržalary hereket edýär.

Şanhaý gazna biržasy 1990-njy ýylda döredildi. Onda häzirki wagtda 350-ä golaý agza, şol sanda 40 sany daşary ýurt kompaniýalary meşgullanýar. Biržada diňe paýnamalar we obligasiýalar aýlanýar. Ähli dolanyşyk kompýuterleşdirilen, ýagny söwda zalynda ýerleşýän kompýuter terminallarynyň üsti bilen söwda amala aşyrylýar. Söwda ulgamyny kemala getirmeklige daşary ýurtly hünärmenler kömek etdiler. 2004-nji ýyldaky aýlanyşyk 7 *trln.* ýuaneýden gowrak. Kliring merkeziniň bazasyndaky awtomatlaşdyrylan hasap ulgamy 1993-nji ýylda döredildi. Biržanyň listinginde bahasy kesgitlenilýän paýnamalaryň sany 1991-nji ýylda 8 bolan bolsa, 1992-nji ýylda 38-e we 2005-nji ýylda 376-a ýetdi. Şu ýyllaryň içindäki gündelik dolanyşyk *5 mln.* dollardan 60 *mln.* we 15 *mlrd.* dollara barabardyr. Biržanyň geljegi ýokary bolup, mümkinçiligi uludyr.

Zhengzhou Stock Exchange Şanhaý gazna biržasy bilen bir wagtda döredildi we sebit söwdasy üçin niýetlenildi. Biržanyň agzalarynyň arasynda 20 sany daşary ýurt firmalary bar. 1991-nji ýylyň noýabrynda *ŞFB*-de 11 sany kompaniýanyň paýnamalaryna ýazylyşyk yglan edildi. Olar 1992-nji ýylda satyldy. Şonda şähere ýurduň ähli ýerinden we beýleki ýurtlardan kagyzlary almak isleýän 100 müň hytaý maýadarlary geldiler. Olar paýnamalara ýazylmak üçin uzyn nobata durdular.

Cina Zhengzhou Commodity Exchange däne bazarynyň emele gelen sebitinde (Ženşou) 1990-njy ýylda haryt biržasy hökmünde açyldy. Ol esaslandyrylan pursadyndan başlap, ýurtda standartlaşdyrylan fýuçers däne şertnamalary (ýanwarda, martda, maýda, iýulda, sentýabrda we noýabrda bugdaýy we nohudy getirmeklige on *tonnalyk* şertnamalar) bilen söwdanyň ilkinji guralan ýeri boldy.

Dalian Commodity Exchange fýuçers däne biržasy hökmünde 1993-nji ýylyň güýzünde işe başlady. Onda Ženşou bugdaýy, no-

hudy we soýany getirmegiň möhletli on *tonnalyk* standartlaşdyrylan şertnamalar hereket edýär.

Shanghai Futures Exchange üç sany Şanhaý fýuçers biržalarynyň goşulyşmagy netijesinde emele geldi. Biržanyň agzalary 200-den köp däl (esasan, dellal firmalary). Birža mise, alýumine we tebigy kauçuga şertnamalar bilen söwdalaşýar. Soňky ýyllaryň içinde daşary ýurtly haryt öndürijileriň şertnamalaryny iş ýüzüne geçirmegiň ösüş ugry artdy, alyjylaryň arasynda bolsa daşary ýurtly müşderiler ýygy-ýygydan görnüp başlady.

Bulardan başga-da, Gonkongda iri gazna biržasy bolan Gonkong gazna biržasy hereket edýär. Onda kontinental Hytaýyň Eýç (H) görnüşli gymmatly kagyzlary dolandyrylýar. Ol ýerde «mawy fişkalar» aýlanýar. Hytaýda olary «gyzyl fişkalar» diýip atlandyrýarlar, sebäbi ýurtda gyzyl reňk gülläp ösüşleri we geljegiň abadançylygyny alamatlandyrýar.

1993-nji ýylda Hytaýyň hökümeti hytaý maýadarlary üçin daşary ýurt walýutasynda obligasiýalary goýbermek boýunça meýilnamany halka ýetirdi we biržanyň üsti bilen ýerli hususy maýadarlardan walýutada 10 *mlrd.* dollar ýygnady.

Hytaýyň gazna biržalarynda 1000-e golaý kompaniýanyň 1000-den gowrak dürli gymmatly kagyzlarynyň bahasy kesgitlenilýär. Ilkinji Hytaý kompaniýasy 1992-nji ýylyň ahyrynda Nýu-Ýork gazna biržasynyň listingine girizildi. Şonda kompaniýany Amerikan standartlaryna taýýarlamak üçin 11 müň adam gerek boldy. Häzirki wagtda daşary ýurt biržalarynyň listinginde (*NYSE, NASDAQ, LFB, IAM*) 100-e golaý hytaý kompaniýalary, şol sanda 50-den gowragy *HYSE*-de we *NASDAQ*-da ýerleşýär. Daşary ýurtlarda gymmatly kagyzlaryň satuwy iki ýol bilen amala aşyrylýar: 1) biržalarda göni listing bilen we biržadan daşary söwdada paýnamalary göni satmaklyk; 2) biržalarda we biržadan daşary söwdada hytaý paýnamalarynyň depozitar dilhatylaryny ornaşdyrmak bilen.

Hindistan. Hindistanyň milli gazna biržasy 1993-nji ýylyň aprelinde döredildi. Bu Indiýanyň iň iri biržasy bolup, gymmatly kagyzlar we döwlet karzlary bilen söwdanyň 40%-ini özünde jemleýär.

1996-njy ýyldan başlap ýurduň 314 şäherinde amallar bilen nagt däl söwda ulgamy hereket edýär.

Hindistanda 18 sany gazna we multi önüm biržalary hereket edýär (gazna we haryt işini öz içine alýan). Iň irki birža bolan Mumbai Stock Exchange 1875-nji ýylda Bombeý gazna biržasy ady bilen döredildi. Şonda biržada 318 sany dellallar bolup,1956-njy ýyla çenli olaryň sany 504-e çenli artdy, soňra gitdigiçe 300-e çenli azaldy.

Ýurduň beýleki üç sany irki biržalary: Ahmedabat Stock Exchange 1894-nji ýyldan, Delhi Stock Exchange Association 1913-nji ýyldan we Madhya Pradesh Stock Exchange 1916-njy ýyldan bäri hereket edýär. Beýleki biržalaryň köpüsi XX asyryň soňky çärýeginde açyldy (Bangalore Stock Exchange, Bhubaneswar Stock Exchange, Calcutta Stock Exchange, Cochine Stock Exchange, Coimbatore Stock Exchange, Gauhati Stock Exchange, Jaipur Stock Exchange, Ludhiana Stock Exchange Association we ş.m.).

2006-njy ýylda Hindistanyň iki sany öňdebaryjy gazna biržasy dünýäniň iň işjeň bäş sany biržasynyň sanawyna girdi. Ýurduň gazna bazaryny Hindistanyň biržalar we gymmatly kagyzlar boýunça topary ýola goýýar. Bahalandyrmaklaryna görä, ýakyn bäş ýylda Hindistanyň gazna biržalary diňe bir sebitiň däl, eýsem, dünýäniň iri biržalaryna öwrülmek mümkinçiligine eýedirler[1]. Şunuň bilen baglylykda: arap ýa-da hindi biržalary Afro-Aziat sebitiniň esasy aýlanyşygyny bir ýere jemleýärmi? – diýen sorag ýüze çykýar.

Päkistan. Ýurduň iri biržasy – Yslamabad gazna biržasy 1989-njy ýylda bellige alyndy,1992-nji ýyldan söwda başlady. Muňa garamazdan, ýurduň iň irki gazna biržalary Lahorde 1936-njy ýyldan bäri we Karaçide 1949-njy ýyldan bäri hereket edýär. Sebit biržalary uly däl, olar ýerli talaplara hyzmat edýär. Ýurduň ähli biržalary söwda zalynda köne nusgawy usullar bilen dellallaryň dilden görkezmeleri we şahsy aragatnaşyklar arkaly söwdalaşýarlar. Muňa garamazdan, biržanyň çäginden daşarda dellalfirmalary söwda we birža dellallaryna göni elektron elýeterlilige eýedirler.

---

[1] Mukherjee A.Why India Needs a New Financial Regulator. www.bloomberg.com/apps/news.04.05.2006.

Bangladeş. Dhaka Stock Exchange 1954-nji ýylyň aprelinde döredildi. Onuň ilkibaşdaky ady Gündogar-Päkistan gazna biržasy bolup, özüniň häzirki adyny 1962-nji ýylda aldy. On-line awtomatlaşdyrylan söwda ulgamy 1998-nji ýylda başlandy. Şol döwürde biržanyň 195 agzasy bolup, 2000-nji ýylda olaryň sanyny 500-e ýetirmek barada karara gelindi. Munuň üçin daşary ýurtlulara «gapylar açyldy». Muňa garamazdan, 2007-nji ýylda diňe 350 agza bolup galdy.

Indoneziýa. Indoneziýada gazna biržalary 1912-nji ýylda dat koloniýa eýeleri tarapyndan döredilmäge başlady we metropoliniň bellän general-gubernatory tarapyndan dolandyrylýan döwlet edarasy hökmünde hereket etdi. Garaşsyzlyk alnandan soň biržalaryň döwlet statusy saklanyp galdy we paýtagtyň ähli biržalary bir gazna biržasyna birleşdiler. Muňa garamazdan, 1991-nji ýylda umumy hususylaşdyryş hadysalarynyň barşynda Djakart gazna biržasy (DjFB) hususy gurama boldy.

Ikinji birža 1925-nji ýylda Surabai adasynda açyldy. Onuň ilkibaşdaky ady «Pullar we gymmatly kagyzlar bilen söwda birleşigi» bolup, häzirki ady – Surabaý gazna biržasydyr.

1990-njy ýylda Djakart gazna biržasynda bary-ýogy 30 kompaniýa, söwda zalynda birnäçe dellallar bardy. 1991-nji ýylda listingde eýýäm 140 kompaniýa bolup, söwda zaly arynyň öýjügine meňzeýärdi. Bir ýylyň içinde birža 4,2 *mlrd.* dollar möçberinde maýany mobilizledi. 1990-njy ýylyň ortalarynda birža awtomatlaşdyryldy, söwda zalyndaky galmagal, ümsümlik we arkaýynçylyk bilen ornuny çalyşdy.

Malaýziýa. Iri Kulalalumpur gazna biržasy sinkiň we tebigy kauçugyň söwdasy üçin, 1870-nji ýylda döredildi, indiki asyryň başlarynda bolsa, ol paýnamalar we obligasiýalar bilen söwdalaşmaga başlady. 1930-njy ýylda birža gazna dellallaryny Singapur birleşiginiň täsiri astynda boldy. Bu arabaglanyşyk berk saklanyp, 1973-nji ýylda iki biržanyň walýuta amallaryna özara sazlaşygy we alyş-çalşy barada ýörite ylalaşyga gol çekildi.

Günorta Koreýa. Koreý gazna biržasy hususy dellallaryň ýoldaşlygy görnüşinde 1956-njy ýylda işe girişdi. 1963-nji ýylda ol düşewüntsiz döwlet edarasyna öwrüldi we 1988-nji ýylda hususylaşdyryldy. 1997-nji ýylda birža doly kompýuterleşdirildi. Daşary ýurt firmalary 1991-nji ýyldan bäri biržanyň işine erkin gatnaşýarlar. Biržada diňe iri kompaniýalaryň paýnamalary dolandyrylýar.

Bellige alynmadyk paýnamalaryň bahasy 1996-njy ýyldan bäri ýurduň ikinji biržasynda–*KOSDAQ* (Koreýa Securities Dealer`s Association) Stock Markets, fýuçers we opsion şertnamalar bolsa, 1995-nji ýyldan bäri Koreýa fýuçers biržasynda kesgitlenilýär.

Singapur. Singapur biržasy 1999-njy ýylyň dekabrynda Singapuryň 100 ýyla golaý hereket eden iki sany biržasynyň goşulyşmagy netijesinde emele geldi. Biržada paýnamalar, obligasiýalar we deriwatiwler bilen söwdalaşýarlar. Biržanyň özboluşly gurluşy bar. Ol hukuk özbaşdak gurluş üçin özboluşly gibrid-holding bolup durýar: Singapur biržasy gymmatly kagyzlar üçin (gazna biržasy) we Singapur biržasy deriwatiwleriň söwdasy üçin (fýuçers biržasy), şeýle hem Merkezi depozitariýa we habar beriş tilsimatlarynyň Singapur biržalary.

1922-nji ýylda Singapurda tebigy kauçugyň söwdasy üçin haryt biržasy döredildi. Häzirki wagtda ol fýuçers hem opsion operasiýalaryny amala aşyrýar we Şanhaý fýuçers biržasy bilen hyzmatdaşlyk edýär.

Taýwan. Taýwan gazna biržasy (Taipei Stock Exchange) öz işiniň başlangyjyny 1953-nji ýyldaky ýer reformalaryndan alyp gaýdýar. Hökümet ýeri birleşdirmegiň we täzeden bölmegiň barşynda ýer eýelerine töleg üçin ýer obligasiýalaryny, şeýle hem dört sany döwlet kärhanasynyň paýnamalaryny goýberdi. Ýer obligasiýalary we paýnamalary ilkinji söwda enjamlary boldular. Olary iş ýüzüne ornaşdyrmak üçin hem biržalar döredildi. Onuň okgunly ösüşi 1980-nji ýylyň ahyrynda başlandy. 1987-nji ýyldan 1989-njy ýyla çenli Taýwan kompaniýalarynyň maýasy 55 esse 4 *mlrd*-dan 232 *mlrd.* dollara çenli artdy. Şol döwrüň içinde bellige alnan dellallaryň sany 13 esse bolup, 28-den 372-ä çenli ýokarlandy, ýene-de şol döwrüň içinde işjeň dellalhasaplarynyň sany 700 müňden 5,3 *mln*-a çenli artdy (ýurt-

da diňe 20 *mln* ilat ýaşaýar). Häzirki döwürde dellalhasaplarynyň sany boýunça (maýa goýum hasaplar) Taýwan dünýäde birinji orny eýeleýär, şeýle-de ilatyň her bäş adamdan üçüsi dellalhasabyndan baş çykarýarlar we birža maýa goýumlaryna işjeň gatnaşýarlar. Bu ýurtda paýnamalarynyň bahasy biržada kesgitlenilýän kompaniýalar köp däl. Olaryň sany 1984-nji ýyldan 1990-njy ýyla çenli 123-den 200-e, 2005-nji ýylda 311-e ýetdi.

Ýurtda ykdysadyýetiň çaltlyk bilen ösüşiniň barşynda 1950-nji ýylda orta synplar ýüze çykdy we esasy orny eýelediler. Ol çalt ösýän kärhanalar üçin maýalary mobilizlemek maksady bilen amatly topragy we esasy döretdi. Ony ýola goýmak üçin, 1960-njy ýylyň sentýabrynda gazna we fýuçers toparlaryny esaslandyrdylar. 1961-nji ýylda Taýwan gazna biržasy döredildi. Bu birža 1962-nji ýylyň fewralynda yzygiderli işe başlady. Birža döwletiň we hususy pudagyň bilelikdäki tagallalary bilen döredildi. Ol ilkibaşda hökümet pullaryna, şeýle hem hususy maýa wezipesini ýerine ýetirdi. Häzirki wagtda birža hususy paýdarlar jemgyýeti bolup durýar.

Taýwan halkara haryt biržasy ýerli harytlar bilen halkara söwdany guramak üçin, 1950-nji ýylda döredildi. 1999-njy ýylda ol Taýwan fýuçers biržasyna transformirlendi (*TAIFEX*). Onda üç sany indeks şertnamalary dolandyrylýar. Olar Taýwan gazna biržasynyň listinginde kompaniýalary kapitalizasiýalaşdyrmagyň indeksi, Taýwan gazna biržasynyň kompaniýalarynyň elektron pudagyň indeksi, Taýwan gazna biržasynda bar bolan kompaniýalaryň Bank we kepillik indeksidir. Esasy indeks – *TAIEX*.

Filippinler. Manil gazna biržasy (Flippin gazna biržasy hem diýilýär) 1927-nji ýylda döredildi. Bu birža Amerikanyň gazna biržalary we «Gymmatly kagyzlar we biržalar boýunça geňeş» (*SEC*) bilen ýakyn aragatnaşyk saklaýar. Birža, esasan, işiň sebitleýin häsiýetine eýedir. Galyberse-de, täze asyrda biržada daşary ýurt maýadarlaryny we daşary ýurt gazna enjamlaryny çekmek boýunça ädim ädiler.

1960-njy ýylyň başlarynda biržanyň hyzmatlary üçin alýan ýokary bahasyndan we haýal hasaplaşygyndan närazy bolan dellallaryň birnäçesi Makati paýtagtynyň çalt ösýän ýerinde täze gazna biržasyny döretdiler (Makati Stock Exchange). Emma soňra täze prezident

20. Sargyt № 2448

birža we bank reformasyny geçirdi. Munuň özi ýurduň ykdysady liberallaşmagyna getirdi we biržanyň işini unifisirlemäge ýardam etdi. Netijede, 1992-nji ýylda hakykat ýüzünde köne we täze biržalar birleşdirildi.

Ermenistan. Ermeni gazna biržasy (Armex) 1992-nji ýylda döredildi. Birža uzak wagtlap diýen ýaly hereket etmedi. 2004-nji ýylyň içinde söwdanyň göwrümi 2 *mln.* dollar, 2005-nji ýylda 2,4 *mln.* dollar boldy. Birža, Ýewroaziat gazna biržalaryň assosiasiýasynyň (*EASE*) agzasy.

Owganystan. Kabul gazna biržasy 1991-nji ýylda döredildi. 2003-nji ýyldaky aýlanyşyk 17,5 *mln.* dollar, 2004-nji ýylda 20 we 2006-njy ýylda 30 *mln.* dollary düzdi. Ýewroaziat gazna biržalaryň assosiasiýasynyň (*EASE*) agzasy.

Mongoliýa. Mongol gazna biržasy 1990-njy ýylyň ahyrynda ýurduň merkezi bankynyň başlangyjy boýunça, Ýewroaziat gazna birža assosiasiýasynyň Dünýä banky bilen ylalaşmagynda döredildi. 2005-nji ýylda döwrebap elektron ulgamy girizildi we birža infrastrukturasy kemala gelmegini dowam edýär. Birža Ýewroaziat gazna birža assosiasiýasyna anyk kömekleri berýär. Muňa garamazdan, birža işi gaty ösmedik.

Gana. Chana Stock Exchange (*GSE*) 1989-njy ýylda döredildi we 1990-njy ýylda söwda girişdi. Biržanyň listinginde 20 sany paýnama we iki koperatiw obligasiýalar bar.

GSE AII-Share Index biržada bahasy kesgitlenilýän ähli kompaniýalaryň paýnamalaryny özüne birikdirýär.

Zambiýa. Lusaka Stock Exchange (*LSE*) Halkara maliýe korporasiýasynyň (*IFC*) kömegi bilen döredildi we 1994-nji ýylyň fewralynda işe başlady. Döredilen pursadyndan başlap söwda, kliring we hasap ulgamy Bütindünýä bankynyň ölçeglerine we 30 sany öňdebaryjy biržanyň hödürnamalaryna laýyk gelýär. Iňlis bankynyň bölümçesi (Barclaýs Bank of Zambia) we ýerli bank (Stanbic Bank, Zambia) birža depozitaryny alyp baryjy guramaçylary bolup durýar.

Ähli listing kompaniýalar *NSEAS* indeksinde görkezilýär (Nigerian Stock Exchange *All*) index).

Afrikanyň köp biržalarynda daşary ýurtly maýadarlar üçin çäklendirmeler saklanýar we söwdany guramakda tapawutly aýratynlyk-

lar bar. Şeýlelikde, daşary ýurtly inwestorlaryň ýerli kompaniýalardaky hususy eýeçiliginiň aňry çägi Akrede 75% we Naýrobide 50%. Bu biržalarda söwdanyň guramaçylygynda we geçirmegiň wagtynda düýpli aýratynlyklar bar, mysal üçin, dini çäreleri geçirmek üçin söwdanyň togtadylmagy. Şol bir wagtda Kasablankda we Tunisde söwda sagatlary we däpleri Günbatar ölçeglerine laýyk gelýär, Abižan (Kot-Dibuar) we Tunis gazna biržalary söwdanyň tehnikasy boýunça London gazna biržasyna ýykgyn edýärler.

17.6. Ýewropanyň täze ýurtlarynyň biržasy

17.6.1. Merkezi we Günorta Ýewropa, Baltika ýurtlarynyň biržalary

2000-nji ýyla çenli Bolgariýada, Wengriýada, Latwiýada, Litwada, Polşada, Slowakiýada, Sloweniýada, Çehiýada we Estoniýada puluň hümmetiniň derejesi bir belgili sana çenli azaldy, kärhananyň maýalaşmagy bolsa *JIÖ*-niň ýarysyna ýetdi. Munuň özi gazna bazarynyň ösmegine amatly şert taýýarlady. 2005-nji ýylda bazaryň maýalaşdyrylyşy 2000-nji ýyla garanyňda iki esse köp. Bularyň hemmesi paýdarlar maýasynyň mundan beýläk hususylaşdyrylmagy we ornunyň berkemegi bilen bir hatarda gazna bazarlarynyň ösmegine getirdi. Ýerli biržalaryň kemala gelmegine Günbataryň has işjeň biržalary we gazna maglumatlaşdyryş agentligi ýardam etdiler. Wengriýanyň, Polşanyň, Çehiýanyň, Sloweniýanyň we Estoniýanyň birža aýlanyşygynyň 1/3-den gowragy daşary ýurt firmalarynyň paýyna düşdi. Biržalaryň köpüsi daşary ýurt biržalarynyň söwdany guramakdaky ýörelgelerini we esasy ulgamlaryny ulanýarlar. Halkara hyzmatdaşlygyň ýokary derejesi Merkezi Ýewropa ýurtlarynyň kemala gelmeginde we wezipäni ýerine ýetirmekde möhüm orun eýeledi.

Bolgariýa. Bolgar gazna biržasy 1991-nji ýylda döredildi. Birža doly awtomatlaşdyrylan we Milan, Nemes we Stambul gazna biržalary bilen hyzmatdaşlyk edýär. Gazna biržalarynyň Ýewroaziat assosiasiýasynyň (*EASE*) agzasy. 2005-nji ýylyň 7-nji sentýabryndan

birža täze döwrebap, doly kompýuterleşdirilen ofise geçdi. Biržada 40 sany öňdebaryjy kompaniýalaryň paýnamalaryna bahanyň hereketini häsiýetlendirýän DG 40 indeks bar.

Wengriýa. XIX asyrda Wenger gazna biržasy özbaşdak ähmiýete eýe däldi. Wengriýanyň gazna bazary şol wagtda Awstro-Wenger imperiýasy tarapyndan kesgitlenipdi we Wena gazna biržasyna garaşlydy. Ilkinji birža 1990-njy ýylyň başlaryna döredildi. Täze asyryň başynda Wena gazna biržasy Nemes gazna biržasynyň töweregindе emele gelen has kuwwatly holdingi düzüji boldy: Nemes gazna biržasy Wena biržasyna talaň saldy ýa-da tersine. Galyberse-de, Wenger kompaniýasynyň köp paýnamalary goňşy ýurtlaryň has kuwwatly gazna bazarlaryna awtomatik geçirildi. Munuň özi olaryň bahasynyň kesgitlenmegini görnetin ýokarlandyrdy we ýurduň ykdysadyýetine goşmaça maýa goýumy çekmäge ýardam etdi.

Polşa. Warşawa gazna biržasy 1817-nji ýylda açyldy. Ol Ikinji jahan urşunyň barşynda operasiýalaryny togtatdy (ýüzleý goýberilendigine we ýapylandygyna garamazdan). Täze Warşawa gazna biržasy öz işine 1991-nji ýylyň aprelinde başlady, 1994-nji ýyldan bolsa gazna biržalarynyň Halkara federasiýasynyň, 1999-njy ýyldan bolsa ýewropa gazna biržalarynyň Federasiýasynyň agzasy boldy. 1990-njy ýylyň başlarynda ýurtda birža gurluşynyň birnäçe onlugy döredildi we olar XX asyryň ahyryna çenli ýatyryldy. Warşawa gazna biržasynyň gurluşy Ýewropa tejribesini göz öňünde tutmak bilen gurulýar we hemişe Nemes gazna biržasy bilen işiň özara hereketi we sazlaşygy hakynda gepleşikleri alyp barýar. Bulardan başga-da, Warşawa gazna biržasy *NASDAQ* bilen özara söwda hakynda ylalaşyk baglaşdy.

Rumyniýa. Buharest gazna biržasy öz işiniň başlangyjyny 1882-nji ýyl bilen baglanyşdyrýar. Birža 1948-nji ýylda ýapyldy we täze işine diňe 1995-nji ýylda girişdi. Şol wagtda gazna bazarynyň assosiasiýasynyň 24 sany agzasy ýörite meýdançada alty sany kompaniýanyň paýnamalary bilen söwda girişdiler. 2000-nji ýyla çenli biržanyň eýýäm 170, 2005-nji ýylda bolsa 200-e golaý agzasy bardy. Rumyniýada ikinji birža 1996-njy ýylda açyldy (*RASDAK* (*RASDAQ* Securities Market) Amerikan *NASDAQ* analogiýasy). Wauçer hususylaşdyrmagyň bazasynda Rumyniýa bilen *ABŞ*-nyň

arasynda 16 *mln* wauçer-eýelerine hyzmat etmeklige ukyply ulgamy döretmek hakynda hökümetara ylalaşyk baglaşyldy. Biržanyň listinginde wauçer hususylaşdyrmagyň bazasynda ýüze çykan 7000 kompaniýa goýuldy (1996 – 1997).

Slowakiýa. Bratislaw gazna biržasy 1991-nji ýylyň martynda döredildi we 1993-nji ýylyň aprelinde işe başlady. Ikinji gazna biržasy Rm-System Slovakia 1993-nji ýylda döredilip, ol 1998-nji ýyldan başlap deriwatiwler bilen söwdalaşyp başlady. Biržalaryň ikisi hem uly däl, emma birsyhly ösýärler we öz töwereklerinde uly birža giňişligini we birža-bileleşigini emele getirýärler.

Sloweniýa. Lýublin gazna, haryt, walýuta biržasy 1924-nji ýylda döredildi. Biržany 1941-nji ýylda ýapdylar. 1989-njy ýylda Ýugoslawiýada gazna bazaryny açan federal kanun kabul edildi we şol ýylda birža dikeldildi. Birža gazna biržalarynyň Halkara federasiýasynyň agzasy boldy.

Çehiýa. Praga gazna biržasy 1850-nji ýylda açyldy we daşary ýurt walýutasynyň alyş-çalşygy üçin söwda meýdançasy hökmünde hereket etdi. 1871-nji ýyldan başlap biržada gymmatly kagyzlar we harytlar bilen söwdalaşmaga başladylar. 1938-nji ýylda söwda togtadyldy, 1952-nji ýylda bolsa birža resmi taýdan ýapyldy. 1990-njy ýylda ýurduň bazar transformasiýasynyň gidişinde Çehoslowakiýanyň Döwlet banky biržalary döretmek boýunça guramaçylyk toparyny taýýarlady. Söwdany guramak boýunça topary agzalary bolup sekiz sany bank çykyş etdi. Ilkinji söwda mejlisi 1993-nji ýylyň 6-njy aprelinde boldy. Çehoslowakiýanyň iki ýurda bölünmegi biržanyň adynyň üýtgemegine, şeýle hem Bratislaw gazna biržasynyň çalt ösmegine getirdi.1990-njy ýylyň birinji ýarymynda ýurtda goşmaça biržalary guramaga birnäçe synanyşyklar boldy. Emma olaryň hemmesi şowsuz tamamlandy. 1990-njy ýylyň başlarynda birža kongresinde assosirlenen agza hökmünde Praga gazna biržasynyň wekili hem bardy.

Öňki **Ýugoslawiýa.** Belgrad gazna biržasy 1989-njy ýylda döredildi. Ýurtda iki sany gazna indeksi hereket edýär. 2005-nji ýylda goşmaça indeks – *BELEX* 15 (15 sany öňdebaryjy korporasiýanyň paýnamalaryna esaslanýar). Onuň esasy 2005-nji ýylyň 1-nji oktýabrynda 1000 punkta deňdi.

Ukraina. *PFTS* gazna biržasy (Ilkinji gazna söwda ulgamy) 1995-nji ýylda döredildi. Biržada söwdalar elektron görnüşde gidýär. Söwdanyň netijesi boýunça *PFTS* indeksi hasaplanýar we çap edilýär. Ol 2007-nji ýylyň ahyryna çenli 1000 belgä ýetdi. Birža Ukrainanyň öz-özüni sazlaýjy iň iri guramalarynyň biri bolan *PFTS* assosiasiýasyndan bölünip aýrylan kärhana bolup durýar. Biržanyň listinginde 207 sany gymmatly kagyzlar ýerleşýär (paýnamalar, obligasiýalar, maýa goýum sertifikatlar).

Ukrain gazna biržasy 1991-nji ýylda ýapyk paýdarlar jemgyýeti görnüşinde bellige alyndy, 1998-nji ýyldan bäri bolsa öz-özüni sazlaýan gurama derejesi bar. Gazna biržalarynyň Ýewroaziat assosiasiýasynyň agzasy. Üç sany şahamçasy bar: Iwano-Frankowskde, Simferopolda we Harkowda. 1993-nji ýylda birža pul hususylaşdyrylyşyna gatnaşdy. Biržanyň listinginde gymmatly kagyzlaryň 77-si ýerleşýär. 111 sany dellaledaralary onuň agzalary bolup durýarlar. Aýlyk dolanyşygy 2 *mln.* dollar. 2005-nji ýyldan başlap birža yzygiderli bolmadyk söwda geçdi. Şeýlelikde, 2007-nji ýylyň birinji ýarym ýylynda bary-ýogy sekiz söwda mejlisi boldy. 2008-nji ýylyň güýzünde Ukrain gazna biržalarynda gazna indeksleriniň dünýäde iň köp pese gaçmagy 80%-den hem köp diýip bellige alnypdyr.

Riga we Wilnýus gazna biržalary Demirgazyk gazna biržasynyň, *OMX* toparynyň agzasy bolup durýarlar.

Estoniýa. Tallin gazna biržasy 1993-nji ýylda döredildi. Ilkibaşda ony döredijiler şwed birža nusgasyny ulanmaga synanyşdylar, emma kem-kemden Amerikan birža tejribesine salgylandylar, soňra bolsa Helsin gazna biržasy bilen hyzmatdaşlyga geçdiler.

Birža hereketiniň ilkinji döwürlerinde eston gazna dellallary bilen Sankt-Peterburg gazna biržasynyň arasyndaky gatnaşyklar berkedi. Riganyň, Sankt-Peterburgyň we Talliniň, şeýle hem gazna bazarynyň Halkara institutynyň (Sankt-Peterburg) biržaçylary tarapyndan Rigada we Tallinde döredilen Gazna Akademiýasynyň bazasynda bilelikdäki okuwlar we trening maksatnamalary geçirildi. Çäreleriň köp bölegini Dünýä banky, prins Uelskiniň missiýasy we Merrill Lynch we Alex Brown & Hamilton maýa goýum banklary maliýeleşdirdiler. Soňra aragatnaşyklar ýitirildi.

Bulardan başga-da, aşakdaky ýaş biržalar bar: Moldowa gazna biržasy (Moldowa, Kişinýew şäheri, 1994-nji ýyldan bäri), Çernogorskiniň gazna biržasy (Çernogoriýa, Podgorisa şäheri, 1993-nji ýyldan bäri), Monetengro täze gazna biržasy (Çernogoriýa, Podgorisa şäheri, 2001-nji ýyldan bäri), Zagreb gazna biržasy (Horwatiýa, Zagreb, 1991-nji ýyldan bäri), Waražin gazna biržasy (Horwatiýa, Waražin, 2002-nji ýyldan bäri) Gruzin gazna biržasy (Gruziýa, Tbilisi, 1999-njy ýyldan bäri).

17.6.2. Russiýada biržalaryň kemala gelşi

1989-njy ýylda Rus haryt-çig mal biržasy bellige alyndy (Moskwa). Ol tiz wagtdan gazna bölümini açdy. Wauçer hususylaşdyrmanyň başynda birža işiniň hemmesi gymmatly kagyzlarda (şol sanda wauçerlerde) jemlendi. Ikinji birža Leningradda, 1989-njy ýyldaky Leningrad gazna biržasy ýüze çykdy (1991-nji ýylda onuň ady Sankt-Peterburg gazna biržasy diýlip üýtgedildi). Tiz wagtda ýurtda birnäçe ýüz birža döredildi. Şeýlelikde, Sankt-Peterburgyň özünde 1992-nji ýylda 150-ä golaý birža hasaba alnypdyr. Biržalar köpsanly ilatly punktlarda hem açylypdyr. Biržalar ygtyýarlaşdyrmagyň desgasy bolanlaryndan soňra, rugsat berilmedik ýerlerde «birža» sözüni ulanmak hem gadagan edildi. Biržalaryň köpüsi özüniň ýaşamagyny bes etdiler ýa-da adyny üýtgetdiler. Olaryň iň giňden ýaýran ady «burža» boldy we bu gurluş uzak wagta çekmedi. Esasy söwda enjamy bolup wauçerler, şeýle hem biržanyň öz paýnamalary hyzmat etdiler. Tiz wagtdan olara kärhanalaryň bir toparynyň wekselleri we paýnamalary, şeýle hem ekzotik maýa goýum kagyzlar (mysal üçin, jaýyň gurluşyna göz öňünde tutulýan ýaşaýyş meýdançasynyň metr kwadratyna şahadatnama) gelip goşuldylar.

Biržalaryň köpüsi örän tiz ýaşamagyny bes etdiler. Häzirki wagtda Moskwanyň bankara walýuta biržasy (*MMWB*) we Rus söwda ulgamy (*RTS*) öňdebaryjy biržalar bolup durýar. Bulardan başga-da, gazna bazarynda sebit walýuta biržalary, hususan-da Sankt-Peterburgda we Nowosibirskide hereket edýär. Bu biržalarda walýuta söwdasyndan başga-da, gymmatly kagyzlar söwdasy guraldy.

Birnäçe rus şäherlerinde aýratyn biržalar saklanyp galypdyrlar. Mysal üçin, Sankt-Peterburg fýuçers biržasy we «Sankt-Peterburg» gazna biržasy. Muňa garamazdan, olaryň işiniň göwrümi uly däldir. «Sankt-Peterburg» gazna biržasy *OAO* «Gazoprom» *APJ*-niň paýnamalary bilen söwdalaşmaga özboluşly indulgensiýany (rugsat) almagy başardy we *RTS* bilen bilelikde söwdany ýola goýdy. Munuň özi birža müşderileriniň sanyny giňeltmäge we aýlanyşygy ýokarlandyrmaga ýardam etdi. Emma 2006-njy ýylda «Gazoprom» *APJ*-niň paýnamalaryny ornaşdyrmagyň ösüş ugruna täzeden seredildi, gymmatly kagyzlaryň esasy dolanyşygy Moskwanyň Bankara walýuta biržasyna ýerleşdirildi. Munuň özi sebit biržalarynyň ornunyň gowşamagyna getirdi.

Moskwanyň bankara walýuta biržasy-Russiýanyň iri hemmetaraplaýyn biržasydyr. Ol 1992-nji ýylyň ýanwarynda 30 sany öňdebaryjy banklary, *RF*-nyň Merkezi banky, *RF*-nyň maliýe ministrligi, Moskwanyň hökümeti we walýuta söwdasy üçin rus banklarynyň assosiasiýasy bilen guraldy. Bu birža guralan dessine gymmatly kagyzlar bilen operasiýalara girişdiler. 1993-nji ýyldan başlap biržada hökümet gymmatly kagyzlaryň (*GKO* we *OFZ*) ilkinji satuwy we ikinji gezek aýlanyşygy guraldy.

1994 – 1997-nji ýyllarda ýurduň esasy walýuta dolanyşygy bankara bazara geçirildi we birža gymmatly kagyzlaryň hem obligasiýalaryň söwdasyna geçdi. Oňa hyzmat etmek üçin, 1996 – 1997-nji ýyllarda gymmatly kagyzlary hasaplaýyş, bellige alyş we saklanyş ulgamy döredildi.

MMWB-de gymmatly kagyzlaryň gündelik aýlanyşygy 2008-nji ýylyň tomsuna çenli 180-150 *mlrd.* rubla ýetdi, emma 2008-nji ýylyň oktýabrynda 60 *mlrd.* rubla çenli azaldy. Birža indeksiniň pese gaçyşy 60%-den ýokarlandy we ol, takmynan, 500 punkta ýetdi.

Russiýanyň söwda ulgamy gazna dellallary we dilerleri, şeýle hem kommersiýa banklary arkaly 1997-nji ýylyň ýanwarynda döredildi. Ol ýurduň ululygy boýunça ikinji gazna meýdançasy bolup durýar. On-line ulgamynda gymmatly kagyzlar bilen ilkinji operasiýalar 1995-nji ýylyň ortalarynda geçirildi. Munuň özi rus söwda ulgamynyň indiden beýläk kemala gelmegi üçin esas bolup hyzmat etdi. Aýratyn maglumatlara görä, geçip barýan onýyllygyň birinji

ýarymynda biržanyň hasaplaýyş ulgamy ýeterlik işlenilmändi. Munuň özi hasaplaryň iki-üç hepdä çenli saklanmagyna getirdi we biržanyň ösüş ýolunda, onuň bazardaky ähli oýunçylary giňden ulanmagynda esasy böwet boldy. Şoňa görä-de biržanyň hyzmatlaryndan, esasan, öz kagyzlarynyň bahasyny kesgitlemek ýa-da walýuta biržasynda söwdany guramak üçin zerur talaplary ödäp bilmedik müşderiler peýdalandylar.

Biržada *RTS* indeksi hereket edýär. Ol 50 sany kompaniýany we gymmatly kagyzlaryň 68 görnüşini (birža indeksine girizilen 18 sany kompaniýadan biržada gymmatly kagyzlaryň iki görnüşi bardy: adaty we ýeňillikli paýnamalar) özüne birikdirýär. Indeks maksimal ululygyna 2007-nji ýylda ýetdi we 2500 punkty düzdi we 2008-nji ýylyň güýzünde 550 punkt minimal pese gaçyşlyk bolup geçdi.

Russiýada biržalaryň döreýiş hadysasy we olaryň maýasy täzeden bölmeklige gatnaşygy tamamlanar ýaly däldir. Kömrüň, metalyň, dänäniň, nebitiň we gazyň ýöriteleşdirilen biržalaryny guramak üçin anyk hereketler kabul edildi. Bu mesele boýunça soňky 15 ýylyň içinde yzygiderli neşir diskussiýalary açyldy, dürli guramaçylyk çäreleri amala aşyryldy. Nebit biržasynyň, gazyň, kömrüň, dänäniň we başgalaryň biržasyny döretmeklige görülýän taýýarlyk hakynda birnäçe gezek resmi we ýarym resmi yglan edildi, biržalary döretmek boýunça direksiýalar yzygiderli döredildi, söwda meýdançalary bellenilip goýuldy, gurluşyk taslamalary esaslandyryldy (mysal üçin, kömür biržasyna hyzmat etmek üçin, Ust-Lugdaky kömür porty, Leningrad oblasty işjeň ara alnyp maslahatlaşyldy we 1990-njy ýylyň birinji ýarymynda maliýeleşdirildi). Geljekde hem dürli maliýe şertnamalaryna ýöriteleşdirilen biržalary döretmek boýunça çäreler geçiriler.

2008-nji ýyldaky pese gaçyşyň barşynda esasy biržalary, Moskwanyň bankara walýuta biržasyny we rus söwda ulgamyny birleşdirmegiň zerurlygy ýüze çykdy. Munuň özi birža işiniň umumy netijeliligini ýokarlandyrar we ýitgileri azaldar. Bulardan başga-da, gaz we erkin kagyzlar bilen tiz we fýuçers söwdasy üçin *OMV* biržasy, Wenanyň gazna biržasy we gazprom bilen Merkezi-Ýewropa gaz biržasyny döretmek bellenildi.

XVIII bap TÜRKMENISTANDA GAZNA BIRŽA ULGAMY

18.1. Birža işi boýunça kadalaşdyryjy hukuk binýady

Hormatly Prezidentimiz Gurbanguly Berdimuhamedowyň parasatly baştutanlygynda Berkarar döwletimiziň bagtyýarlyk döwründe, ýurdumyzyň ykdysadyýetinde uly we taryhy ähmiýetli özgertmeler amala aşyrylýar. Hormatly Prezidentimiziň 2014-nji ýylyň 8-nji noýabrynda çykaran «Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» Türkmenistanyň Kanunyna laýyklykda ýurdumyzyň maliýe-bank ulgamyny hemmetaraplaýyn ösdürmek babatda zerur çäreler bellenildi. Bu Kanunyň kabul edilmegi ýurdumyzyň maliýe ulgamyny halkara ölçeglerine laýyk derejede ösdürmäge, daşary ýurtly maýadarlaryň maýalaryny çekmäge we gymmatly kagyzlar bazarynyň kanunçylyk binýadyny berkitmekde önjeýli goşant goşýar, onuň netijesinde ykdysadyýetiň içerki kuwwatyny artdyrmaga uly mümkinçilik döredýär.

Hormatly Prezidentimiziň taýsyz tagallalary bilen Berkarar döwletimiziň bagtyýarlyk döwründe maliýe we bank ulgamynda birnäçe möhüm özgertmeler durmuşa geçirildi. Ýagny 2011-nji ýylyň 25-nji martynda «Türkmenistanyň Merkezi banky hakynda» we «Karz edaralary we bank işi hakynda», şeýle-de, 2011-nji ýylyň 4-nji awgustynda «Karz birleşmeleri hakynda» Türkmenistanyň Kanunlary kabul edildi. Bu Kanunlaryň kabul edilmegi ýurdumyzyň maliýe-bank ulgamyny ösdürmekde taryhy taýdan möhüm ähmiýete eýedir. Şeýle hem, bank ulgamy üçin ýene-de bir möhüm kanunlaryň biri 2011-nji ýylyň 1-nji oktýabrynda «Daşary ykdysady gatnaşyklarda puly kadalaşdyrmak we pula gözegçilik etmek hakynda» Türkmenistanyň Kanuny bolup durýar. 2008-nji ýylyň 1-nji maýynda täze pul birlikleriniň dolanyşyga girizilmegi, pul alyş-çalyş amallarynyň

kämilleşdirilmegi we banklaryň alyş-çalyş nokatlarynyň giň gerimde işläp başlamagy bank ulgamyndaky özgertmeleriň birnäçesini mysal hökmünde görkezip bolar.

Türkmenistanyň gymmatly kagyzlar bazary hakynda kanunçylygy Türkmenistanyň Konstitusiýasyna esaslanýar we şol Kanun, Türkmenistanyň gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň, dolanyşygynyň meseleleri hem-de maýa goýum işini düzgünleşdirýän beýleki kadalaşdyryjy hukuk namalaryndan ybarat.

Gymmatly kagyzlaryň bazarynda gymmatly kagyzlaryň emissiýasy we dolanyşygy bilen ýüze çykýan gatnaşyklara şu aşakdakylar degişli bolýar:

1) paýnamalar;
2) obligasiýalar;
3) geçirilýän wekseller;
4) geçirilýän bank depozit sertifikatlary;
5) gymmatly kagyzlaryň bazarynda aýlanýan, gymmatly kagyzlardan döredilýän kagyzlar.

Türkmenistanda gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi şu aşakdakylaryň esasynda amala aşyrylýar:

1) gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylaryň işine hökmany talaplaryň bellenilmegi;
2) gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň (goşmaça emissiýalarynyň) döwlet tarapyndan bellige alynmagy, şeýle hem olarda göz öňünde tutulan borçnamalaryň emitentler tarapyndan berjaý edilmegine gözegçilik edilmegi;
3) gymmatly kagyzlar bazarynda hünär işiniň ygtyýarlylandyrylmagy;
4) gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysynyň hünärmenleriniň hünär synagyndan geçirilmegi;
5) gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň hukuklaryny goramagyň we olaryň hukuklarynyň emitentler hem-de gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary tarapyndan berjaý edilmegine gözegçilik ulgamynyň döredilmegi;

6) gymmatly kagyzlar bazarynda hünärmençilik işi amala aşyrylan mahalynda jenaýatçylykly ýol bilen alnan girdejileriň kanunlaşdyrylmagynyň we terrorizmiň maliýeleşdirilmeginiň garşysyna hereket edilmegi;

7) gymmatly kagyzlar bazarynda işi degişli ygtyýarnamasy bolmazdan amala aşyrýan şahslaryň işiniň öňüniň alynmagy.

Türkmenistanyň Ministrler Kabineti we Türkmenistanyň Maliýe ministrligi gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegini amala aşyrýan edaralar bolup durýarlar.

18.2. Gazna biržasynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi

«Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» Türkmenistanyň Kanunyna laýyklykda dellalçylyk we (ýa-da) dilerçilik işini amala aşyrmaga hukugy bolan gymmatly kagyzlar bazarynyň **hünärli gatnaşyjylary gazna biržasynyň esaslandyryjylary** bolup bilerler.

Türkmenistanyň Ministrler Kabineti tarapyndan gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary bolup durmaýan şahslar gazna biržasynyň esaslandyryjylary hökmünde kesgitlenilip bilner.

Gazna biržasynyň esaslandyryjylarynyň sany üçden az bolup bilmez.

Gazna biržasy paýnamalary atly bolup duran ýapyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti görnüşinde döredilýär.

Peýda almak gazna biržasynyň işiniň maksady bolup durmaýar.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary gazna biržasynyň agzalary bolup biler.

Şu nukdaýnazardan Türkmenistanyň «Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» we «Paýdarlar jemgyýetleri hakynda» Kanunlarynyň talaplaryna laýyklykda ýurdumyzyň gymmatly kagyzlar bazaryny ösdürmek hem-de maliýe ulgamyny kämilleşdirmek maksady bilen, 2016-njy ýylyň iýun aýynda Hormatly Prezidentimiziň Karary bilen hojalygy ýöretmekde özbaşdaklyk, öz-özüni maliýeleşdirmeklik ýörelgeleriniň esasynda hereket edýän ýapyk görnüşli paýdarlar

jemgyýeti hökmünde «Aşgabat gazna biržasy» döredilip, Türkmenistanyň kanunçylygy boýunça hukuk görnüşindäki tarap bolup durýan, «Senagat» Paýdarlar Täjirçilik Banky, «Türkmenstandartlary» Baş döwlet gullugy, Türkmenistanyň Döwlet Ätiýaçlandyryş guramasy, «Ätiýaçlandyryş hyzmatlary» ýapyk görnüşli paýdarlar jemgyýeti tarapyndan esaslandyryldy[1].

Gazna biržasynyň agzalarynyň sany biržanyň geňeşi tarapyndan kesgitlenilýär, ýöne alty senenama aýynyň dowamynda üçden az bolup bilmez.

Gazna biržasynyň biržanyň agzalygyna girmek üçin şu aşakdakylar esasylary bolup durýan iň pes hökmany talaplary bellemäge haky bardyr:

1) gymmatly kagyzlar bazarynda hünär işini amala aşyrmaga hukuk berýän ygtyýarnamanyň bolmagy;

2) gazna biržasynyň agzalary üçin bellenilen birža giriş gatanjyny tölemegi;

3) birkemsiz işeňňirlik abraýy.

Gazna biržasynyň agzalygyna kabul etmek birža geňeşi tarapyndan amala aşyrylýar. Birža geňeşi bir aý möhletde gazna biržasynyň agzalygyna kabul edilmek barada arza seretmäge we kabul edilen çözgüt hakynda arza berijä ýazmaça görnüşde habar bermäge borçludyr.

Gazna biržasynyň agzalygyna kabul etmekden boýun gaçyrmak hakynda çözgüt esaslandyrylmaga degişlidir.

Şu aşakdaky ýagdaýlarda gazna biržasyndaky **agzalyk bes edilýär:**

1) biržanyň agzalarynyň hataryndan meýletin çykylanda;

2) biržanyň agzalarynyň hataryndan çykarylanda;

3) gymmatly kagyzlar bazarynda gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy hökmündäki hünärmençilik işine ygtyýarnamanyň hereketi bes edilende (ýatyrylanda).

---

[1] «Aşgabat gazna biržasy» ýapyk görnüşli paýdarlar jemgyýetiniň Tertipnamasy.

Gazna biržasy onuň ýokary dolandyryş edarasy tarapyndan tassyklanylan tertipnamasy we gazna birža söwdasynyň düzgünleri esasynda hereket edýär.

Gazna biržasynyň tertipnamasynda Türkmenistanyň kanunçylygynda bellenilen maglumatlar bolmalydyr.

Gazna birža söwdasynyň guralmagy gazna birža söwdasynyň şu aşakdakylary göz öňünde tutýan düzgünlerine laýyklykda amala aşyrylýar:

1) gymmatly kagyzlar bazarynyň gatnaşyjysynyň gazna birža söwdalaryna goýberilmeginiň tertibini;

2) emissiýaly gymmatly kagyzlaryň we beýleki maliýe gurallarynyň gazna birža söwdalaryna goýberilmeginiň tertibini;

3) gazna birža söwdalarynda baglaşylýan geleşikleriň baglaşylmagynyň we deňeşdirilmeginiň tertibini;

4) gazna birža söwdalarynda baglaşylýan geleşikleriň bellige alnyş tertibini;

5) gazna birža söwdalarynda baglaşylýan geleşikleriň ýerine ýetiriliş tertibini;

6) gazna birža söwdalaryna goýberilen emissiýaly gymmatly kagyzlaryň we beýleki maliýe gurallaryň sanawyny;

7) gazna birža söwdalarynda baglaşylýan geleşikleriň görnüşlerini;

8) gazna biržasynda bahalandyrylýan (nyrh kesilýän) emissiýa bolan gymmatly kagyzlara we beýleki maliýe gurallaryna ýazylmagyň, ýazylyşygyň saklanmagynyň we ýatyrylmagynyň şertlerini we tertibini;

9) gymmatly kagyzlaryň nyrhlarynyň we birža hümmetleriniň emele getirilmeginiň tertibi (nyrhlaryň bahalandyrylmagy), olaryň çap edilmeginiň usulyny;

10) nyrhlaryň manipulirlenmeginiň we gulluk maglumatlarynyň peýdalanylmagynyň öňüni almaga gönükdirilen çäreleri;

11) gazna biržasynyň işleýän günlerini we wagtyny;

12) gazna biržasynyň maglumatlar ulgamyny;

13) gazna biržasy tarapyndan edilýän hyzmatlaryň görnüşlerini we olar üçin tölegleriň möçberlerini;

14) gazna biržasynda hasaplaşyklary ýöretmegiň düzgünlerini.

Gazna biržalary diňe onuň agzalarynyň arasyndaky söwdalary guraýar.

Gymmatly kagyzlar bazarynyň beýleki gatnaşyjylary gazna biržalarynda amallary diňe gazna biržasynyň agzalarynyň araçylygy arkaly amala aşyryp biler.

Gazna biržasy şu maglumatlaryň açylmagyny üpjün etmäge borçludyr:

1) gazna birža söwdalarynyň gatnaşyjylary üçin − gazna birža söwdalarynyň tertibi, söwdalara goýberilen gymmatly kagyzlar, gymmatly kagyzlaryň bahalandyrylmagy, gazna birža söwdalarynyň netijeleri hakynda;

2) gyzyklanma bildirýän şahslar üçin – gazna biržasy tarapyndan gymmatly kagyzlar bazarynda hyzmatlaryň edilmeginiň tertibi, gazna biržasynda söwdalara goýberilen gymmatly kagyzlaryň sanawy, şeýle hem gymmatly kagyzlaryň emitentleriniň maglumatlary, gazna biržasyndaky geleşikler hakynda maglumatlar, gazna birža söwdalarynyň düzgünleri.

Gazna biržasynyň gullukçylary gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylarynyň esaslandyryjylary bolup bilmezler we gazna birža söwdalarynda baglaşylýan geleşiklere göni ýa-da gytaklaýyn gatnaşmaga hukuklary ýokdur.

Gazna biržasynyň işiniň maliýeleşdirilmegi şu aşakdakylaryň hasabyna amala aşyrylýar:

1) gazna biržasynyň paýnamalarynyň satylmagynyň;

2) gazna biržasynyň agzalarynyň giriş we yzygiderli agzalyk gatançlarynyň;

3) birža geleşikleriniň bellige alynmagy üçin tölegleriň;

4) gazna biržasy tarapyndan edilýän hyzmatlar üçin tölegleriň.

Gazna biržasynyň girdejileri dolulygyna onuň işiniň giňeldilmegi we kämilleşdirilmegi bilen baglanyşykly çykdajylaryň öweziniň dolunmagyna gönükdirilýär.

Gymmatly kagyzlaryň nyrhlarynyň bahalandyrylmagy gazna biržasy tarapyndan merkezleşdirilen tertipde amala aşyrylýar.

Gymmatly kagyzlaryň nyrhlarynyň bahalandyrylmagy diýlip, gymmatly kagyzlaryň (paýnamalaryň we obligasiýalaryň) hümmetiniň kesgitlenilmegine düşünilýär.

Gazna biržasy gymmatly kagyzlar üçin nyrhlaryň bahalandyrylmagyny gazna birža söwdalarynda baglaşylýan geleşikleriň nyrhlarynyň bellenilmegi arkaly gymmatly kagyzyň hümmetiniň, anyk gymmatly kagyzlar boýunça islegleriň we teklipleriň nyrhlarynyň bellenilmegi hem-de olar boýunça nyrhlaryň iň ýokary we iň pes derejesiniň ýüze çykarylmagy arkaly geçirýär.

Gazna biržasy işini şu aşakdakylar ýaly bes edýär:

1) paýdarlaryň umumy ýygnagynyň çözgüdi bilen;

2) kazyýetiň kanuny güýje giren çözgüdi esasynda;

3) eger-de gazna biržasynyň agzalarynyň sany üçden az bolan bolsa we alty senenama aýynyň dowamynda täze agzalar kabul edilmese;

4) gymmatly kagyzlaryň bazarynda gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjysy hökmünde hünärmençilik işine ygtyýarnamanyň hereketi bes edilende (ýatyrylanda).

Gymmatly kagyzlar bazarynyň hünärli gatnaşyjylary gazna biržasynyň agzalary bolup biler. Onuň agzalarynyň sany biržanyň geňeşi tarapyndan kesgitlenilýär, ýöne alty senenama aýynyň dowamynda üçden az bolup bilmez.

A goşundy

1-nji tablisa

Biržalarda emitentlere bildirilýän talaplaryň deňeşdirmesi

Talaplar (kriteriýalar)	Nýu-Ýork biržasy	Monreal gazna biržasy	Tokionyň gazna biržasy	*MBWB*
1	2	3	4	5
Paýnamalary saklaýjylaryň umumy möçberi	2200			
Şol sanda: paýnamalaryň 100 we ondan köp saklaýjy-lary	2000			
Aktiwleriň gymmaty	18 *mln.* doll			
Kompaniýa soňky 3 ýylyň dowamynda düşewüntli bolmaly	Hawa	hawa	hawa	hawa
Soňky ýyl üçin balans peýdasy bolmaly	2 *mln.* doll	100 müň kan. doll		
Paýnamalaryň goýberilen möçberi	1100 müň	200 müň		100 müňden az däl
Soňky ýarym ýyl üçin saty-lan bolmaly	100 müň sany			
Paýnama				

1-nji tablisanyň dowamy

1	2	3	4	5
Gymmat-ly kagyzlar bazarynda işjeňligiň möhleti				3 ýyldan az däl
Ser maýasynyň (ustaw maýa) möçberi			1 *mlrd.* iýen	2 *mln*-dan az däl

B goşundy

2-nji tablisa

Monreal gazna biržanyň we Sankt-Peterburg walýuta biržasynyň tertibi

Söwdanyň obýekti	Monreal FB	SPWB
Paýnamalar we onuň opsionlary	9:30 – 16:00	10:00–16:00
Obligasiýalara opsion-lar	9:30 – 16:00	10:00–16:00
Fýuçersler	10:00 – 14:05	10:00–17:00

Ç goşundy

bir

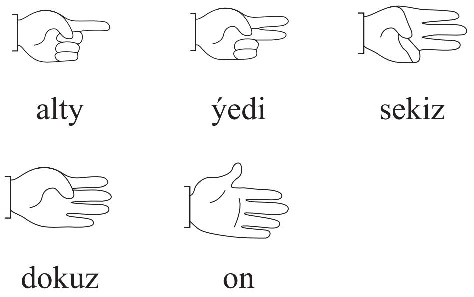
iki

nol

üç

dört

bäş



1-nji surat. Barmaklaryň kömegi bilen sanlaryň aňlatmasy

a) bahany düşürmek; b) baha fiksirlenen; ç) bahany galdyrmak

2-nji surat. Biržada el hereketi

D goşundy

3-nji tablisa

Gazna indeksler

Indeksiň ady	Ýurt	Biržanyň ýeri (şäher)	Hasaplamak üçin ulanylýan usul
1	2	3	4
Dow Jones Indexes	*ABŞ*	Nýu-Ýork gazna biržasy	Orta arifmetiki ýönekeý usul
Standard & Poor’s Indexes	*ABŞ*	Nýu-Ýork gazna biržasy	Orta deňagramly arifmetiki usul

3-nji tablisanyň dowamy

1	2	3	4
NYSE Indexes	*ABŞ*	Nýu-Ýork gazna biržasy	Orta deňagramly arifmetiki usul
NASDAQ Indexes	*ABŞ*	Biržadan daşary bazar	Orta deňagramly arifmetiki usul
AMEX Major Market Indexe	*ABŞ*	Amerikanyň gazna biržasy	Orta arifmetiki ýönekeý usul
AMEX Market Value Index	*ABŞ*	Amerikanyň gazna biržasy	Orta deňagramly arifmetiki usul
Russell Indexes	*ABŞ*	Nýu-Ýork we Amerikan gazna biržalary we biržadan daşary bazar	Orta deňagramly arifmetiki usul
The Value line Composite Index	*ABŞ*	Nýu-Ýork we Amerikan gazna biržalary we biržadan daşary bazar	Orta geometriki usul
FTSE-30	Beýik Britaniýa	London *GB*	Orta geometriki usul
FTSE-100	Beýik Britaniýa	London *GB*	Orta deňagramly arifmetiki usul
DAX Indexes	Germaniýa	Frankfurt *GB*	Orta deňagramly arifmetiki usul
CAC Indexes	Fransiýa	Pariž biržasy	Orta deňagramly arifmetiki usul
Nikkei Index	Ýaponiýa	Tokio *GB*	Orta arifmetiki ýönekeý usul

1	2	3	4
Topix Index	Ýaponiýa	Tokionyň *GB*	Orta deňagramly arifmetiki usul
Hang Seng	Gonkong	Gonkongyň *GB*	Orta deňagramly arifmetiki usul
TSE	Kanada	Torontonyň biržasy	Orta deňagramly arifmetiki usul
IPC	Meksika	Meksikanyň *GB*	Orta deňagramly arifmetiki usul
Monreal Industrial	Kanada	Monreal	
Straits Times	Singapur	Singapur	
All Ordinaries	Awstraliýa	Sidneý	
AEX Index	Niderlandlar	Amsterdam	
Swiss Mkt Index	Şweýsariýa	Sýurih	
Bovespa	Braziliýa	San-Paulonyň biržasy	
MSE Composite Index	Russiýa	Moskwanyň *GB*	
Sankt-Peterburg Stock Index	Russiýa	«Sankt-Peter-burg» *GB*	
Indeks *PTC*	Russiýa	*RTS GB*	
Indeks «Скейт-пресс»	Russiýa	*RTS GB*	Orta deňagramly arifmetiki usul
Indeks «AK&M»	Russiýa	*RTS GB*	
Indeks «Коммерсанты» žurnal	Russiýa	*RTS GB*	

PEÝDALANYLAN EDEBIÝATLAR

1. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Garaşsyzlyga guwanmak, Watany, halky söýmek bagtdyr. Aşgabat. TDNG, 2007.

2. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Türkmenistan – sagdynlygyň we ruhubelentligiň ýurdy. Aşgabat. TDNG, 2007.

3. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. I tom. Aşgabat. TDNG, 2008.

4. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. II tom. Aşgabat. TDNG, 2009.

5. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. III tom. Aşgabat. TDNG, 2010.

6. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. IV tom. Aşgabat. TDNG, 2011.

7. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. V tom. Aşgabat. TDNG, 2012.

8. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. VI tom. Aşgabat. TDNG, 2013.

9. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. VII tom. Aşgabat. TDNG, 2014.

10. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. VIII tom. Aşgabat. TDNG, 2015.

11. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Ösüşiň täze belentliklerine tarap. Saýlanan eserler. IX tom. Aşgabat. TDNG, 2016.

12. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Döwlet adam üçindir! Aşgabat. TDNG, 2010.

13. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Türkmenistanyň ykdysady strategiýasy: halka daýanyp, halkyň hatyrasyna. Aşgabat. 2010 .

14. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Türkmenistanyň durmuş-ykdysady ösüşiniň döwlet kadalaşdyrylyşy. Ýokary okuw mekdepleriniň talyplary üçin okuw gollanmasy. I tom. Aşgabat. TDNG, 2010.

15. *Gurbanguly Berdimuhamedow.* Türkmenistanyň durmuş-ykdysady ösüşiniň döwlet kadalaşdyrylyşy. Ýokary okuw mekdepleriniň talyplary üçin okuw gollanmasy. II tom. Aşgabat. TDNG, 2010.

16. «Türkmenistanyň Prezidentiniň obalaryň, şäherçeleriň, etrapdaky şäherleriň we etrap merkezleriniň ilatynyň durmuş-ýaşaýyş şertlerini öz-

gertmek boýunça 2020-nji ýyla çenli döwür üçin rejelenen görnüşdäki milli Maksatnamasy». Aşgabat, 2015.

17. Türkmenistanyň 2030-njy ýyla çenli durmuş-ykdysady ösüşiniň esasy görkezijileri. Aşgabat, 2009.

18. «Türkmenistanyň durmuş-ykdysady ösüşiniň 2011–2030-njy ýyllar üçin milli Maksatnamasy». Aşgabat, 2010.

19. «Türkmenistanyň Prezidentiniň ýurdumyzy 2018–2024-nji ýyllarda durmuş-ykdysady taýdan ösdürmegiň Maksatnamasy». Aşgabat. TDNG, 2018.

20. «Türkmenistanyň Prezidentiniň ýurdumyzy 2012–2016-njy ýyllarda durmuş-ykdysady taýdan ösdürmegiň Maksatnamasy». Aşgabat, 2012.

21. «Türkmenistanyň bank ulgamyny ösdürmegiň 2011-2030-njy ýyllar üçin Döwlet Maksatnamasy». Aşgabat, 2011. Türkmenistanyň Prezidentiniň 2011-nji ýylyň 28-nji ýanwarynda çykaran №11498 Karary.

22. Milli Lider. Aşgabat, 2012.

23. Türkmenistanyň Konstitusiýasy. Aşgabat, 2016.

24. «Salgytlar hakynda» Türkmenistanyň Bitewi Kanuny. Aşgabat, 2004.

25. «Eýeçilik hakynda» Türkmenistanyň Kanuny. Aşgabat, 2015.

26. «Daşary ýurt maýa goýumlary hakynda» Türkmenistanyň Kanuny (täze redaksiýada). Aşgabat, 2008.

27. «Kiçi we orta telekeçiligi döwlet tarapyndan goldamak hakynda» Türkmenistanyň Kanuny. Aşgabat, 2009.

28. «Paýdarlar jemgyýetleri hakynda» Türkmenistanyň Kanuny (Türkmenistanyň Mejlisiniň Maglumatlary, 1999. № 4, 55-nji madda; Türkmenistanyň 18.04.2009. № 32-IV we 31.03.2012. № 297-IV Kanunlary esasynda girizilen üýtgetmeler we goşmaçalar bilen).

29. «Türkmenistanyň Merkezi banky hakynda» Türkmenistanyň Kanuny (Türkmenistanyň Mejlisiniň Maglumatlary, 2011. № 1, 11-nji madda).

30. «Karz edaralary we bank işi hakynda» Türkmenistanyň Kanuny (Türkmenistanyň Mejlisiniň Maglumatlary, 2011. № 1, 12-nji madda).

31. «Daşary ykdysady gatnaşyklarda puly kadalaşdyrmak we pula gözegçilik etmek hakynda» Türkmenistanyň Kanuny (Türkmenistanyň Mejlisiniň Maglumatlary 2011. № 4, 74-nji madda).

32. «Karz birleşmeleri hakynda» Türkmenistanyň Kanuny (Türkmenistanyň Mejlisiniň Maglumatlary 2011. № 4, 74-nji madda).

33. «Gymmatly kagyzlar bazary hakynda» Türkmenistanyň Kanuny. 2014-nji ýylyň 8-nji noýabry. № 139-V.

34. «Haryt-çig mal biržalary we birža söwdasy hakynda» Türkmenistanyň Kanuny (Türkmenistanyň Mejlisiniň Maglumatlary, 2014. № 1, 38-nji madda).

35. «Türkmenistanyň Döwlet haryt-çig mal biržasyny döretmek hakynda» Türkmenistanyň Prezidentiniň 1994-nji ýylyň 29-njy iýulyndaky çykaran 1285-nji Permany (Türkmenistanyň Prezidentiniň aktlarynyň we Türkmenistanyň Hökümetiniň kararlarynyň ýygyndysy. 1994, № 7, 2087-nji madda).

36. «Türkmenistanyň Döwlet haryt-çig mal biržasynyň meseleleri hakynda» Türkmenistanyň Prezidentiniň 1994-nji ýylyň 29-njy iýulyndaky çykaran 1871-nji Karary (Türkmenistanyň Prezidentiniň aktlarynyň we Türkmenistanyň Hökümetiniň Kararlarynyň ýygyndysy. 1994, № 7, 2126-njy madda).

37. «Daşary ýurt puluny kadalaşdyrmak we milli puluň ýeke-täk hümmetini saklamak boýunça esasy çäreler hakynda» Türkmenistanyň Prezidentiniň 2008-nji ýylyň 30-njy maýyndaky çykaran 9847-nji Karary (Türkmenistanyň Prezidentiniň namalarynyň we Türkmenistanyň Hökümetiniň çözgütleriniň ýygyndysy. 2008, № 5, 399-njy madda).

38. Türkmenistanyň Prezidentiniň 2011-nji ýylyň 28-nji ýanwaryndaky çykaran 11498-nji Karary bilen tassyklanan «Türkmenistanyň bank ulgamyny ösdürmegiň 2011-2030-njy ýyllar üçin Döwlet Maksatnamasy» (Türkmenistanyň Prezidentiniň namalarynyň we Türkmenistanyň Hökümetiniň çözgütleriniň ýygyndysy. 2011-nji ýyl, № 1, 1202-nji madda).

39. «Türkmenistanyň döwlet gazna obligasiýalaryny goýbermegiň, ýerlemegiň we üzlüşmegiň meseleleri hakynda» Türkmenistanyň Prezidentiniň 14515 belgili Karary. 18.12.2015. Türkmenistanyň Prezidentiniň namalarynyň we Türkmenistanyň hökümetiniň çözgütleriniň ýygyndysy. № 12, 2015.

40. *Halow N.H.* Maliýe. Okuw gollanmasy. Aşgabat, 2011.

41. *Halow N.H.* we başg. Kärhana maliýesi. Aşgabat, 2010.

42. *Sopyýew A*. we başg. Ykdysady nazaryýet. Ýokary okuw mekdepleri üçin okuw gollanmasy. Aşgabat, 2010.

43. *Eýeberdiýew G*., *Geldimämmedow A.* Birža işi we gymmatly kagyzlar bazary. Aşgabat, 2013.

44. *Çarygeldiýew Ýa.* Salgyt salmagyň usulyýet esaslary. Aşgabat, 2013.

45. *Işangulyýew Ö., Orazlyýew N.* Halkara ykdysady gatnaşyklar. Aşgabat, 2013.

46. Биржевое дело. Учебник. Под ред. Резго Г.Я. – М • Финансы и статистика, 2003.

47. *Батяева Т.А., Столяров И.И.* Рынок ценных бумаг. Учебное пособие. М.: ИНФРА, 2006, 303 с.

48. Рынок ценных бумаг. Учебник. Под ред. *Галанова В.А., Басова. А.И.* 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006.

49. *Рубцов Б.Б.* Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2005.

50. *Лялин В.А., Воробьев П.В.* Рынок ценных бумаг. Учебник. – М.: Проспект, 2006

51. Электронные ресурсы www. RBC. Ru

MAZMUNY

Giriş...7

I bap. Maliýe bazary, onuň görnüşleri we gatnaşyjylary

1.1. Maliýe bazarynyň düýp mazmuny.......................................10
1.2. Maliýe bazarynyň görnüşleri 12
1.3. Maliýe bazarynyň işiniň maksady 14
1.4. Maliýe bazarynyň Türkmenistanyň ykdysadyýetinde tutýan orny 19

II bap. Karz maýasy (ssuda kapitaly)

2.1. Esasy nazary çemeleşmeler...24
2.2. Karz maýasynyň aýratynlyklary 28
2.3. Karz maýasynyň çeşmeleri we esaslandyryjylary 29

III bap. Gazna bazary we biržalar

3.1. Karz maýasynyň bazary we gazna biržasy 33
3.2. Bazaryň esasy aýratynlygy 39

IV bap. Ilkinji biržalar

4.1. Biržalaryň esasy görnüşleri...43
4.2. Birža merkezleriniň we mehanizmleriniň emele gelşi.........45
4.3. Gazna biržalarynyň emele geliş taryhy.................................47

V bap. Gymmatly kagyzlaryň ikinji bazary we onuň guramaçylyk esaslary

5.1. Gymmatly kagyzlaryň ikinji bazarynyň düýp mazmuny.......59
5.2. Gazna biržalaryň döreýşi 63
5.3. Gazna biržalaryň ýerine ýetirýän wezipeleri 65
5.4. Biržanyň guralyşy we onuň dolandyrylyşy...........................68

VI bap. Gymmatly kagyzlar bazarynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi

6.1. Kadalaşdyrmagyň umumy düzgünleri we maksady 75
6.2. Gymmatly kagyzlar bazarynyň kadalaşdyrylyşynyň ýörelgeleri 77
6.3. Gymmatly kagyzlaryň emissiýasynyň döwlet tarapyndan bellige alynmagy 80
6.4. Gymmatly kagyzlar bazarynyň öz-özüni kadalaşdyryjy edaralary 82

VII bap. Gymmatly kagyzlar bazarynyň kadaly hereket etmegini üpjün edýän gatnaşyjylar

7.1. Gymmatly kagyzlar bazaryna gatnaşyjylar 84
7.2. Gymmatly kagyzlar bazaryndaky hünärmençilik işiniň görnüşleri 88
7.3. Gymmatly kagyzlaryň eýeleriniň sanawyny ýöretmek boýunça iş 96

VIII bap. Gymmatly kagyzlaryň birža söwdasyna goýberilmeginiň tertibi we geleşikleriň geçiş tapgyrlary

8.1. Gymmatly kagyzlaryň emissiýasy 99
8.2. Biržalarda geçirilýän listing we delisting 100
8.3. Gymmatly kagyzlar bilen geleşikleriň geçiş tapgyrlary 104
8.4. Birža geleşikleriniň görnüşleri 108
8.5. Söwda usullary 112
8.6. Birža diliniň el hereketi (žest) 119

IX bap. Gymmatly kagyzlaryň gymmaty we ony kesgitleýji faktorlar

9.1. Gymmatly kagyzlaryň gymmaty barada düşünje we onuň görnüşleri 121
9.2. Gymmatly kagyzlaryň bazar gymmaty 125
9.3. Gymmatly kagyzlaryň gymmatyna täsir edýän esasy faktorlar 128

X bap. Gymmatly kagyzlaryň görnüşleri

10.1. Gymmatly kagyzlaryň görnüşleri we olaryň toparlandyrylyşy 133
10.2. Gymmatly kagyzlardan döredilen kagyzlaryň görnüşleri 145
10.3. Maliýe gurallary barada düşünje 153
10.4. Halkara gymmatly kagyzlar 158

XI bap. Gymmatly kagyzlar bilen geçirilýän amallaryň esaslary

11.1. Gymmatly kagyzlary alyp-satmak boýunça sargytlaryň görnüşleri 163
11.2. Gazna indeksler 165

XII bap. Gymmatly kagyzlara maýa goýmagyň töwekgelçilikleri we mümkinçilikleri

12.1. Gymmatly kagyzlaryň bazarynda töwekgelçilikleriň düşünjesi, görnüşleri 170
12.2. Töwekgelçiligi hasaba almak bilen gymmatly kagyzlara goýulýan goýumlara baha bermek 176
12.3. Gymmatly kagyzlara goýumlaryň görnüşlerini saýlamak 181
12.4. Gymmatly kagyzlaryň bukjasy 186

XIII bap. Birža işiniň üpjünçilik ulgamlary

13.1. Gazna infrastrukturasynyň üýtgemegi 194
13.2. Esasy maglumat we kliring ulgamlary 200
13.3. Gazna indeksleriniň taryhy 202

XIV bap. Birža medeniýeti

14.1. Umumy çemeleşme 210
14.2. Birža medeniýetiniň kemala gelmegi 213
14.3. Birža ahlak kadalarynyň meseleleri 217

XV bap. Birža dünýäsi: päsgelçilikler, töwekgelçilikler we mümkinçilikler

15.1. Alyp-satmagyň jemgyýetçilik kesgitlemesi 219
15.2. Päsgelçilikler 221

15.3. Töwekgelçilikler 224
15.4. Esasy meýiller 225

XVI bap. Gazna bazarynyň seljermesi

16.1. Bazar konýunkturasynyň düýpli seljermesi 230
16.2. Emitentiň maliýe seljermesi 234
16.3. Birža bazarynyň tehniki seljermesi 248

XVII bap. Dünýäniň gazna biržalary

17.1. Demirgazyk Amerikanyň gazna biržalary 260
17.1.1. *ABŞ*-nyň esasy gazna biržalary 260
17.1.2. *ABŞ*-nyň ýöriteleşdirilen maliýe biržalary 266
17.1.3. Kanadanyň biržalary 267
17.1.4. Meksikanyň biržalary 268
17.2. Günorta Amerikanyň gazna biržalary 269
17.3. Ýewropanyň esasy biržalary 272
17.3.1. Beýik Britaniýanyň we Irlandiýanyň biržalary 275
17.3.2. Kontinental Ýewropanyň esasy biržalary 278
17.3.4. Skandinaw ýurtlarynyň biržalary 287
17.4. Ýakyn Gündogaryň biržalary 290
17.5. Aziýanyň, Awstraliýanyň we Okeaniýanyň biržalary 297
17.6. Ýewropanyň täze ýurtlarynyň biržasy 307
17.6.1. Merkezi we Günorta Ýewropa, Baltika ýurtlarynyň biržalary 307
17.6.2. Russiýada biržalaryň kemala gelşi 311

XVIII bap. Türkmenistanda gazna birža ulgamy

18.1. Birža işi boýunça kadalaşdyryjy hukuk binýady 314
18.2. Gazna biržasynyň döwlet tarapyndan düzgünleşdirilmegi 316
A goşundy 321
B goşundy 322
Ç goşundy 322
D goşundy 323
Peýdalanylan edebiýatlar 326

Jeren Hanaýewa, Merjen Amanowa, Laçyn Kowusowa,
Dürpolat Hemraýew, Pälwan Nurmedow,
Jennet Babaýewa

GAZNA BIRŽASY

Ýokary okuw mekdepleri üçin okuw kitaby

Redaktor	*A. Aşyrowa*
Surat redaktory	*O. Çerkezowa*
Teh. redaktor	*O. Nurýagdyýewa*
Kompýuter bezegi	*M. Mullikowa,*
	B. Mämmetgurbanow
Neşir üçin jogapkär	*O. Çaryýewa*

Çap etmäge rugsat edildi 14.01.2019. Ölçegi 60x90$^{1}/_{16}$.
Times New Roman garniturasy. Çap listi 21,0. Şertli-reňkli ottiski 57,25.
Hasap-neşir listi 18,02. Şertli çap listi 21,0.
Sargyt № 2448. Sany 600.

Türkmen döwlet neşirýat gullugy.
744000. Aşgabat. Garaşsyzlyk şaýoly, 100.

Türkmen döwlet neşirýat gullugynyň Metbugat merkezi.
744015. Aşgabat. 2127-nji (G. Gulyýew) köçe, 51/1.