

*Nurlan Məmmədli**

Kölgə bankçılığı və onun yeni modelini necə tənzim etməli?

Annotasiya

Azad bazar iqtisadiyyatının inkişafı, hər gün yenilənən və artan maliyyə tələbatı nəticəsində yaranan və dayanmadan inkişaf edən Kölgə Bankçılığı əhatə etdiyi geniş vəsait həcmi ilə az qala bütün ənənəvi bank formalarını qabaqlayır. Məqalədə kredit əməliyyatlarının “yeni nəsil kuryeri” kimi Kölgə bankçılığının meydana gəlişi, anlayışı, tərkibindəki institutlar həmçinin hüquqi tənzimlənməsi araşdırılmışdır. Son illərdə meydana çıxan kölgə bankçılığının yeni modelinin də əks olunduğu bəzi maliyyə mütəxəssislərinin fikirləri təhlil edilmiş, hüquqi tənzimlənmənin Çin modeli təsvir olunmuşdur. Hüquqi mübahisələrin həlli və hüquqi tənzimləmə texnikasının inkişafında rolu üçün effektiv variant təklif edilmişdir.

Abstract

Shadow banking system what was arisen and improved as the result of the development of free market economy and renewal, increasing financial demand almost outstrips all traditional banking systems. In this article, the growth and concept of shadow banking have been researched as “the next generation courier” of credit transactions. I have tried to show the new model of shadow banking which appeared in last years and regulation of the Chinese model. The article attempts to suggest a solution for the disputes and lack of regulation.

Mündəricat

Giriş.....	179
I. Kölgə Bankçılığının anlayışı və meydana gəlişi	180
A. Kölgə Bankçılığı termini necə meydana gəldi?	180
B. Kölgə bankçılığının anlayışı.....	181
II. Kölgə bankçılığı və Ənənəvi bankçılıq	182
III. Kölgə bankçılığı sisteminin tərkibi.....	184
A. Strukturlaşdırılmış İnvestisiya Alətləri (SIV)	185
B. Xüsusi Məqsədli Hüquqi Şəxslər (SPV)	185
C. Valyuta Bazarı Fondları (MMFs)	185
D. Repo Müqaviləsi Bazarları.....	185
IV. Kölgə Bankçılığın Yeni Modeli	186
V. Hüquqi tənzimlənmə	187

A. Nəyə görə hüquqi tənzimlənməyə ehtiyac yarandı?	187
B. Hüquqi tənzimlənməyə giriş	187
C. Tərkibi tənzimlənmə	188
D. İqtisadi səmərəliliyi artırmağa yönələn tənzimlənmə.....	188
VI. Hüquqi mübahisələrin Kölgə Bankçılığının tənzimlənməsində rolu.....	190
A. Çin modeli.....	190
B. Qanunvericiliyin yeri	191
C. Arbitraj hüquqi mübahisələrin həlli yolu kimi.....	191
Nəticə.....	192

Giriş

Dünyadakı ticarət münasibətlərinin artması və maliyyə bazarlarının genişlənməsi bankçılığın inkişafına, xüsusilə də yeni və daha mənfəətli bankçılıq üsullarının yaranmasına tələbatı artırdı. Buna görə də kölgə bankçılığı kimi ənənəvi bankçılıqla¹ həm bağlı, həm də müstəqil bir sistemin yaranması bir növ qaçınılmaz hala gəlmişdi. Hər kəs tərəfindən qəbul olunmuş əmanət əsaslı banklardan fərqli olaraq bank olmayan sistemin - kölgə bankçılığının yaranması, eləcə də inkişafı barədə bütün proqnozlar onun günümüzdəki həcminə azacıq da olsa yaxın rəqəm təxmin edə bilməmişdi. Hal-hazırda kölgə bankçılığı 26 yurisdiksiya üzrə təxminən 80 trilyon dollardan artıq vəsaiti özündə cəmləşdirir.² Həmçinin ənənəvi bankçılıq və digər maliyyə institutları haqqında hesabatlar göstərir ki, kölgə bankçılığının dünya maliyyə bazarında inkişafı sadalananlardan bir neçə dəfə sürətli gedir. Belə nəhəng və struktur baxımından yeni bir sistemlə müqayisədə ənənəvi bankçılıq yalnız öz tarixi stabilliyi sayəsində ayaqda durur. Burada digər bir mühüm məsələ 2008-ci il global maliyyə böhranının meydana gəlməsinin başlıca səbəblərindən biri olan bu sistemin fəaliyyətinin əsas elementləri və onların hansının hüquqi tənzimlənməyə ehtiyac duymasıdır. Bəlkə elə sistemin bütünlüklə hüquqi nizamlamaya ehtiyacı var? Hüquqi tənzimlənmə obyektinə çevrilməsi müəyyən mənada mütləq olan

* Bakı Dövlət Universiteti, Hüquq fakültəsi, II qrup, SABAH qrupları tələbəsi. Araşdırma müddətində yardımlarına və dəstəyinə görə h.ü.f.d, Kipr Amerika Universitetinin müəllimi Ömer Tuğsal Doruk'a təşəkkürlərini bildirirəm.

¹ Ənənəvi bankçılıq termini altında bütün əmanətçi fəaliyyətlə məşğul olan institutlar nəzərdə tutulmuşdur (kommersiya bankları, federal əmanət bankları, kredit təşkilatları və s.).

² Qlobal Kölgə bankçılığı monitorinq məruzəsi (2015) <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015> (son dəfə ziyarət olunub: 21 sentyabr, 2016).

informasiya çatışmazlığı, risklərin artma təhlükəsinə qarşı mübarizə kimi problemlərin hüquqla iqtisadiyyatın vəhdətində təhlili sistemin praescriptum istiqamətlərində yer alır. Kölgə bankçılığının iş prinsipi, quruluşu, bank sisteminə daxil olub-olmaması, bunlarla yanaşı valyuta əməliyyatlarının həyata keçirilməsində rolu kimi məsələlər hələ də özlüyündə xeyli qaranlıq nüanslar gizlədir.

Sistemin yaşlı hissələrinin hələ tamamilə açıqlanmadığı məlum olsa da, inkişaf və yenilənmə prosesi dayanmır.³ Kölgə bankçılığının yeni modellərinin yaranması və yazılan məqalələr göstərir ki, onun iqtisadi aspektdən düzgün anlaşılması və hüquqi tənzimlənməsi üçün yeni baxış tələb olunur.

I. Kölgə Bankçılığının anlayışı və meydana gəlişi

A. Kölgə Bankçılığı termininin meydana gəlməsi?

Kölgə bankçılığının nə olduğunu anlamaq və onu ənənəvi banklardan fərqləndirə bilmək üçün ümumiyyətlə bankın nə olduğu, eləcə də ənənəvi bankçılığın hansı əsas növlərinin mövcud olduğunu bilmək lazımdır. Bank əmanət qəbul etmək və kredit vermək üçün lisenziyaya sahib olan maliyyə institutudur. Banklar bununla yanaşı bir sıra maliyyə xidmətləri göstərir, məsələn sərəvətlərin idarə olunması, valyutadəyişmə, əmanət kassası və s.⁴ Bankların bölgüsünə dair əsas yanaşmaya görə banklar Kommersiya bankları, Pərakəndə banklar, İnvestisiya bankları və Mərkəzi banklar olmaqla 4 qrupa bölünürlər. Bir çox ölkələrdə banklar üzərində ya dövlət, ya da mərkəzi bank tərəfindən nəzarət həyata keçilir.⁵

Belə bir deyim var ki, əgər bir uçuş və quş kimi cikkildəyirsə o elə quşdur. Bəs bu deyim banklara da aiddirmi? Kölgə bankçılığı terminini ilk dəfə iqtisadçı Pol Makkuli 2007-ci ildə Vyominq Maliyyə simpoziumunda çıxış edərkən işlətməmişdir.⁶ Zaman keçdikcə bu terminin əhatə dairəsi genişləndi və müasir iqtisadi-hüquqi beyinləri ən çox düşündürən problemlərdən birinə çevrildi.

Ənənəvi bankçılığın mahiyyət etibarilə zəifliyi hələ 100 il bundan əvvəl ortaya çıxmışdı. Federal Ehtiyat Sisteminin son çarə kimi borcvermə fəaliyyətinə başlaması ilə bankların fəaliyyəti və bank əməliyyatlarının həcmi xeyli azaldı, lakin aradan qalxmadı. Böyük böhrandan cəmi 4 il sonra 1933-cü ildə Əmanətlərin Sığortası üzrə Federal Korporasiya federal əmanət sığortası layihəsi təqdim etdi, nəticədə banklar depozit (əmanət) əməliyyatlarından da

³ Paul Tucker, *Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability*, 2 (2010).

⁴ Bankın definisiyası: <http://www.investopedia.com/terms/b/bank.asp> (son dəfə ziyarət olunub: 14 noyabr, 2016).

⁵ <https://www.thebalance.com/types-of-banks-315214> (son dəfə ziyarət olunub: 15 noyabr, 2016).

⁶ Laura E. Kodres, *What Is Shadow Banking?*, 50 *Finance Dev* 42, 42 (2013).

təcrid olunaraq tamamilə sabit fəaliyyət çərçivəsinə salındı.⁷ XX əsrin sonlarına doğru dəyişkən xarakterli bazar iqtisadiyyatının kölgəsində yeni bir "bank sistemi"nin formalaşması qaçılmaz idi. Xüsusilə, 1980-ci illərin iqtisadi siyasəti və 1990-cı illərin beynəlxalq maliyyə inteqrasiyası (Maastrixt sazişi, Avropa İqtisadi Birliyinin inkişafı, Avronun dövrüyyəyə buraxılması) yeni bir modelin meydana çıxmasına şərait yaratdı.⁸ 1970, 1980-ci illərdə bank tipli fəaliyyətlə məşğul olan, amma çox zəif, bəzən isə ümumiyyətlə tənzimlənməyən institutlar müxtəlif ölkələrdə böhran üçün hiposentr rolunu oynamağa başladı.

B. Kölgə bankçılığının anlayışı

P.Makkuli 2007-ci il Vyominq nitqində kölgə banklara bank olmayan maliyyə institutları iqtisadçılarının yetkin transformasiya adlandırdıqları fəaliyyətə yönəlmiş institut kimi ilkin anlayış vermişdi. Lakin bu anlayış yalnız ABŞ qanunvericiliyi aspektindən formulə edilmişdi. Kölgə kredit verilməsini asanlaşdırmaq məqsədilə bank qlobal maliyyə sistemində iştirak edən, dövlətin və hüququn tənzimləyici nəzarətinin obyektı olmayan maliyyə vasitəçisidir.⁹ İsveçrədə yerləşən Maliyyə Sabitliyi Şurası¹⁰ kölgə bankçılığı sistemini, şəxsiyyəti¹¹ və fəaliyyəti bank sistemindən kənar qalan kredit vasitəçiliyi sistemi kimi izah etmişdir, amma bu anlayışı da tam düzgün hesab etmək olmaz. Beynəlxalq Maliyyə İnstitutu kölgə banklara ənənəvi bankların 3 özək fəaliyyəti ilə əlaqədə nəzər salır – yüksək likvidli əmanətlər cəlb etmək¹², kredit fəaliyyətini genişləndirmək və ödəniş sistemi yaratmaq. BMİ həmçinin müasir maliyyə sistemlərində bankların özək fəaliyyətlərinin bir çoxunun qeyri-bank institutları tərəfindən fərdiləşdirildiyini, əvəz edildiyini vurğulayır. BMİ bildirişində qeyd edir ki, "qeyri-bank maliyyə vasitəçiliyi bu və ya digər şəkildə müasir maliyyənin ilk yarandığı dövrdən fəaliyyət göstərir". Bu fərqli faktorlarla bağlıdır. Şübhəsiz ki, bu faktorlardan biri və birincisi, kölgə bankların ya çox zəif, ya da ümumiyyətlə hüquqi tənzimləməyə məruz qalmamasının qeyri-bank maliyyə institutlarının inkişafına təsiridir.¹³ Kölgə bankçılığı anlayışına dair yanaşmalardan ən orijinalı hesab edilən Pol Makkulinin öz açıqlamasına bir daha nəzər yetirək:¹⁴

⁷ Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky, *Shadow Banking* 1, (2010).

⁸ Ömer Tuğsal Doruk, *Gölge bankacılık ve Türkiye*, 25 (2014).

⁹ www.investopedia.com/terms/s/shadow-banking-system.asp (son dəfə ziyarət olunub: 14 noyabr, 2016).

¹⁰ *İngiliscə*: Financial Stability Board.

¹¹ Emin Kərimov, *Azərbaycan Korporativ Hüququ* 33 (2014).

¹² Yəni asanlıqla nağdlaşdırıla bilən əmanətlər.

¹³ *Yuxarıda istinad* 9.

¹⁴ *Yuxarıda istinad* 7, 4.

...kölgə banklar özlərini ənənəvi tipli banklardakı likvidlik xətləri ilə geri çəkilmə bilən, sığortalanmamış kommersiya qiymətli kağızları ilə maliyyələşdirən vasitəçi institutlardır.

P. Makkuli kölgə bankları bütün “qeyri-bank kanal-vasitə hovuzunun - strukturunun bir parçası” kimi xarakterizə edirdi.¹⁵ Bəzi şərhçilər kölgə bankların anlayışını mərkəzi bank aktivləri və dövlət sektoru ilə əlaqəsi olmayan kredit və likvid transformasiyaları həyata keçirən maliyyə vasitəçisi kimi izah edir və bu vasitəçilərə maliyyə şirkətlərini, məhdud məqsədli maliyyə şirkətlərini, strukturlaşdırılmış investisiya alətlərini, valyuta bazarı fondlarını, qiymətli kağız kreditorlarını və dövlət dəstəkli müəssisələri də aid edirlər.¹⁶

İndi qeyd edilmiş müxtəlif yanaşmaları ümumiləşdirməyə çalışaq. Kölgə bank hüquqi tənzimlənmədən kənar qalan, bank olmayan maliyyə institutlarından biri kimi maliyyə bazarında öz yerini tutmuş, aşağı faizlə kredit verən maliyyə qurumudur.

II. Kölgə bankçılığı və Ənənəvi bankçılıq

Kölgə bankçılığın mahiyyətini bazar iqtisadiyyatının xarakteri ilə formulə etmək daha düzgündür. Çünki azad bazar iqtisadiyyatının yaratdığı şərait nəticəsində ortaya çıxan, həm də onun ən əsas komponentlərini özünə qarşı çevirən kölgə bankçılığı sistemi 2008-ci il Maliyyə böhranının əsas yaranma səbəblərindən biri idi. Kölgə bankçılığın yaranması tələb və təklif yönündən iki faktorla bağlıdır:¹⁷

- a) Təklif yönündən – Maliyyə yenilikləri və hüquqi dəyişikliklər, bankların rəqabət imkanını heçə endirdi və əmanətlərin gətirdiyi fayda, eləcə də onun rəqabətə verdiyi töhfə zaman keçdikcə yoxa çıxdı.
- b) Tələb yönündən – Maliyyə əməliyyatlarına təminat tələb edilməsi kölgə bankçılığı alətlərinin təminat kimi istifadəsinə səbəb olmuşdur. Eyni zamanda, sekuritizasiyanın¹⁸ inkişafı ilə repo əməliyyatları valyuta bazarı aləti kimi geniş istifadə olunmağa başladı.

Qeyd olunmuş hər iki faktorun formalaşmasına məhkəmə qərarları və daxilində sekuritizasiya və repolara xüsusi yer verən iflas qanunu normaları ilə təkan verilmişdi.¹⁹

¹⁵ Paul McCulley, PIMCO, *Teton Reflections: PIMCO Global Central Bank Focus*, 2 (2007).

¹⁶ *Yuxarıda istinad 7, 7.*

¹⁷ *Yenə orada.*

¹⁸ Qeyri-likvid aktivlərin (ipoteka və s.) likvid aktivlərə (alınub satıla bilən) çevrilməsi məqsədlə müxtəlif növ borclardan yaradılan hovuzun (portfelin) girov qoyulması ilə qiymətli kağızlar buraxılışı.

¹⁹ Andrew Merick, Gary Gorton, *Regulating the Shadow Banking*, *Brooking Papers on Economic Activity*, 266 (2010).

Kölgə bankçılığının tanınmış tədqiqatçılarından olan Qeri B. Qorton *bu sistemin yaranmasını 30-40 illik müddətə bağlayır və səbəb kimi aşağıdakıları göstərir*²⁰:

1. Ənənəvi bankçılığın əvvəlki kimi qazanc gətirməməsi;
2. İnstitusional investisiyanın getdikcə artması;
3. Təminatlı borca olan meydana çıxaran investisiyalar.

Kölgə banklara dəfələrlə tam əhatəli tərif verməyə çalışılsa da, bu hələ ki mümkün olmamışdır. Buna görə də kölgə bankçılığı sisteminin xarakteristikasını ən yaxşı şəkildə vermək üçün ənənəvi bankçılıqla müqayisəyə üz tuturuq. Uzun illər qarşılıqlı əlaqədə olduğundan hər iki sistem bir-biri ilə bir sıra oxşar və fərqli cəhətlərə malikdirlər.

Kölgə bankçılığı ilə ənənəvi bankçılıq arasındakı fərqlər daha ətraflı şəkil 2. də əks etdirilmişdir.²¹

Ənənəvi Bankçılıq	Kölgə Bankçılığı
<p>Ehtiyatlar:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Minimum miqdar hüquqi tənzimləmə orqanları tərəfindən müəyyən edilir. • Mərkəzi bankdan kapital kəsirini doldurmaq üçün borc ala bilər. 	<p>Risk marjası²² (Haircut):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Minimum həddi tərəflər özləri müəyyən edirlər. • Bir qayda olaraq mərkəzi bankdan yardım ya da borc almır.
<p>Depozit sığortası:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dövlət tərəfindən təminat verilir. 	<p>Təminat:</p> <p>Nəğd, xəzinə bonosu, sekuritizasiya.</p>
<p>Əmanət faiz nisbətləri:</p> <p>Faizlər ehtiyatların aşağı səviyyədə olduğu zamanlarda depozit gəlişini sürətləndirmək üçün artırıla bilər.</p>	<p>Repo nisbətləri:</p> <p>Rezervlər aşağı səviyyədə olduqda vəziyyəti canlandırmaq üçün yüksəldilə bilər.</p>

²⁰ Gorton, 2009 Aktı: Haltom, 22-23 (2010).

²¹ Doruk, yuxarıda istinad 8, 33.

²² Marja - buraxılış qiyməti ilə maya dəyəri arasında olan fərq.

Kreditlər balans hesabatında göstərilir.	<p>Sekuritizasiya edilmiş kreditlər:</p> <p>Bəzi bonolar²³ sekuritizasiya edilmiş bonolar balans hesabatı daxilində saxlanılaraq təminat kimi istifadə olunur.</p>
--	--

Əvvəla, hər ikisi müəyyən faizlə kredit verib gəlir götürür, maliyyə vasitəçisi kimi çıxış edir və balans hesabatı ilə əlaqəli fəaliyyət göstərir. Lakin Ənənəvi bankların vasitəçi statusu bankdakı valyutaların sahibləri ilə həmin pulu borca götürən şəxslər arasında oynadığı rolla ölçülürsə, kölgə banklar, ümumiyyətlə, depozit qəbul etmir və kredit verirlər. İkincisi, yuxarıda bir neçə dəfə müxtəlif yerlərdə qeyd edildiyi kimi ənənəvi banklar möhkəm hüquqi tənzimlənməyə məruz qaldığı halda, kölgə banklar ya tənzimlənmir, ya da çox zəif tənzimlənilirlər. Üçüncüsü, kölgə bankların kapital nəzarətindən kənar qalması onlara ənənəvi bankçılıqdan kənar göstərə biləcəkləri vasitəçilik xidmətlərini artırmağa imkan yaradır. Odur ki, ənənəvi banklar üzərində hüquqi nəzarət və tənzimlənmənin artması kölgə banklara olan tələbatı bir neçə dəfə artırır.²⁴ Nəticə etibarilə, kölgə banklar iqtisadiyyatı kreditlə təmin edir və maliyyə sektorunun likvidliyini artırır.²⁵

III. Kölgə bankçılığı sisteminin tərkibi

Kölgə bankların da ənənəvi banklar kimi əsas fəaliyyətləri kredit vasitəçiliyi üzərində qurulub. 3 aktoru vardır: pul sahibi, borclu və bankların əvəzinə xüsusi bank olmayan institut, yaxud kölgə bank. Lakin ənənəvi bankçılıqdan fərqli olaraq burada pul sahibi öz sərmayəsini banka yox, daha yüksək qaytarılma təminatı, müddət və miqdar təklif edən orta valyuta bazarları fondlarına və ya digər fondlara yerləşdirir.²⁶

Hər bir maliyyə institutunu formalaşdıran, həmçinin spesifikləşdirən cəhətlər onun sistem elementləridir. Kölgə bankçılığı sistemini hec-fondlar, strukturlaşdırılmış investisiya alətləri, valyuta bazarı fondları, repo müqaviləsi bazarları və digər bank olmayan maliyyə institutları təşkil edir.

²³ Bono - müəyyən miqdarda pulun, müəyyən müddətdən sonra ödəniləcəyini göstərən qiymətli kağız növüdür.

²⁴ Steven B. Schwarcz, *Regulating Shadow Banking*, 31 Rev. Banking & Fin. L. 619, 624 (2012).

²⁵ Bryan Noeth & Rajdeep Sengupta, "Is Shadow Banking Really Banking?", *A Quarterly Review of Business and Economic Conditions* 8, 8 (2011).

²⁶ *Yuxarıda istinad* 7, 11.

A. Strukturlaşdırılmış İnvestisiya Alətləri (SIV)

Strukturlaşdırılmış İnvestisiya Alətləri qısa müddətli borclar və uzun müddətli strukturlaşdırılmış maliyyə məhsulları arasında kredit yayılmasından fayda götürməyə çalışan investisiya aktivləri hovuzudur.²⁷ SIV bank hüququnda *kanal* termini ilə də ifadə olunur.

B. Xüsusi Məqsədli Hüquqi Şəxslər (SPV)

Xüsusi Məqsədli Hüquqi Şəxs aktiv/passiv strukturlu, hətta əsas kompaniyanın iflası zamanı öhdəliklərini təmin edəcək hüquqi statusa malik yardımçı kompaniyadır. Xüsusi Məqsədli Hüquqi Şəxslərə maliyyə vəziyyəti zəif, müstəqil idarəetməyə malik və iflas etməyəcək şəkildə qurulmuş özəl qurumlar olaraq da anlayış verilir.²⁸ Bununla yanaşı SPV “swap”²⁹ və digər törəmə maliyyə əməliyyatlarında qarşı tərəf kimi çıxış edir.

C. Valyuta Bazarı Fondları (MMFs)

Valyuta Bazarı Fondları kommersiya sənədləri kimi qısa müddətli qiymətli kağızlara investisiya qoyan müddətsiz fondlardır. Valyuta Bazarı Ortaq Fondları isə kiçik depozit sahiblərinin vəsaitlərinin toplanaraq valyuta bazarı sekuritizasiyasına yatırılması nəticəsində əldə edilən gəlirin hissələrə uyğun olaraq depozit sahiblərinə paylanması əməliyyatını özündə əks etdirir. Bu üsulla banklar depozitorları özlərinə bağlayırlar.

D. Repo Müqaviləsi Bazarları

Repo müqaviləsi bazar iştirakçıları tərəfindən qiymətli kağızları satmaq yolu ilə bağlanan və uzun, yaxud qısa müddətli maliyyə problemlərini aradan qaldırmaq məqsədi daşıyan bir müqavilə növüdür. Satıcı qiymətli kağızları üzərinə yalnız saxlama riskinə görə faiz əlavə olunmuş eyni qiymətə sonra yenidən geri almaq şərti ilə qarşı tərəfə satır. Multi-trilyonluq müasir maliyyə bazarı olan repo bazarları (repo müqaviləsi bazarları) qısa müddətli kredit təminatında effektiv fəaliyyət göstərərək digər bir sıra geniş həcmli əməliyyatların da axıcı şəkildə davam etməsinə şərait yaradır.³⁰ Repo müqaviləsi bazarı müasir maliyyə institutlarının ən elastiklərindən biridir və bu bazarlardakı pul əməliyyatlarının illik həcmi digər institutların hər birindəkindən xeyli artıqdır. Bir qrup mütəxəssislər repo bazarlarındakı ani yüksəlişi 2008-ci il Maliyyə böhranının başlıca səbəblərindən biri olaraq görür. Bu yanaşmaya görə nəgd pul kreditorları yatırımlarının təminatından

²⁷ Strukturlaşdırılmış İnvestisiya Alətləri <http://www.investopedia.com/terms/s/structured-investment-vehicle.asp> (son dəfə ziyarət olunub: 29 oktyabr, 2016).

²⁸ Doruk, yuxarıda istinad 8, 41.

²⁹ Swap – Əsasən maliyyə alətlərini mübadilə edən tərəflərin bağladığı törəmə müqavilədir.

³⁰ Gary Gorton and Andrew Metrick, *Banking and the Run on Repo*, Brookings Papers on Economic Activity, 9 (2009).

narahat olduqlarından repo və maliyyə vəsaitlərini geri çəkildilər, bu da kölgə bankçılığının tənəzzülünə və ani repo inamsızlığına³¹ səbəb oldu.³²

IV. Kölgə Bankçılığının Yeni Modeli

2007-2008-ci illərdə kölgə bankçılığının tənəzzülü tənzimlənən bankçılığın baltalanmasında və maliyyə böhranlarının baş verməsində kritik rol oynadı. XXI əsrin ilk 10 illiyində Kölgə bankçılığının ən ciddi problemlərindən biri olan yüksək risk potensialının azaldılması və aradan qaldırılması üçün müxtəlif maliyyə mütəxəssisləri və iqtisadçılar uzun mübahisələrə səbəb olmuş müzakirələrin sayını artırmış, dəyişikliklər təklif etmişdilər. Belə fikirlərin ən təkmil modelləşdirilmiş forması kölgə bankçılığın dözümsüz təbiətindən yaranan problemləri azaltmağa köklənmiş və onun özünəməxsus təbiətini pozmayan yeni modeldə əks olunub.

Bu model kölgə banklar kredit alış-verişi ilə məşğul olur, onları diversifikasiyalaşdırılmış³³ portfəllərdə toplayır və kənarından alınmış risksiz borclarla maliyyələşdirirlər. Kənar sərmayəçi kapitalı tələbi risksiz borclara yönəldir, sekuritizasiya üçün bank aktivləri və leverecin³⁴ birlikdə istifadə olunması ilə bank bazarlarla qarşılıqlı bağlantı yaradır və risklərə təsir etmək – bir çox riskləri ciddi səviyyədə azaltmaq imkanına malik olur.³⁵

Vasitəçilər balans hesabatlarındakı riskli layihələrin sayını artırdıqca, portfəllərinin sistematik riskini³⁶ və levereci yüksəldir, bir-birlərinin daxili risklərini paylaşmaqla bağlı vəziyyətdə qalırlar.³⁷ Bu modeldən ortaya çıxan yeni tənqidi nəticə budur ki, risksiz kimi görünən borclara yönəlməni artırmaq üçün kreditləri cəmləşdirən diversifikasiya əslində vasitəçilərin məcmu quyruq risklərə³⁸ məruz qalması ehtimalını xeyli artırır.³⁹

³¹ Repoların geri çəkilməsi nəzərdə tutulur. *İngiliscə*: run on repo.

³² <https://www.gsb.stanford.edu/insights/role-repo-financial-crisis> (son dəfə ziyarət olunub: 4 dekabr, 2016).

³³ Diversifikasiya - kapitalın və investisiyanın kapital riskini azaltmaq üçün müxtəlif obyektlər arasında paylanması.

³⁴ Leverec – Bazar subyekti tərəfindən aktivlərin maliyyələşdirilməsi üçün istifadə olunan, borc götürülən vəsaitin məbləği. Borc kapitalı şəxsi kapitalından yüksək olan subyekti yüksək leverecə malik olur

<http://www.investopedia.com/terms/l/leverage.asp> (son dəfə ziyarət olunub: 11 yanvar, 2017).

³⁵ Nicola Gennaioli, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, *A model of Shadow Banking*, 68 J. Finance 1331, 1331 (2012).

³⁶ Bütün bazarı əhatə edən risk nəzərdə tutulur.

³⁷ *Yenə orada*.

³⁸ Gerçəkləşmə faizi 0.5 və daha aşağı hesablanan risklərdir

<http://www.investopedia.com/terms/t/tailrisk.asp>. (son dəfə ziyarət olunub: 12 yanvar, 2017)

³⁹ Shleifer, yuxarıda istinad 35, 1334.

Yeni model yanaşmasına əsasən vasitəçilər vəsait artımını əsas 2 formada təmin edirlər⁴⁰:

- i) Geri qaytarılma təminatı verilən risksiz borclarla⁴¹,
- ii) Layihələrini (ipotekalarını) sekuritizasiya etməklə.

Xülasə, yeni model kölgə bankçılığı yüksək risk yüksək qazanc prinsipi ilə işləyən köhnə modeldən fərqli olaraq risksiz sərmayəyə əsaslanır. Sekuritizasiya bankların sistemik risklərə məruz qalmasına yönəlməklə yanaşı onların fərdi risklərini⁴² də diversifikasiya etməyə imkan yaradır. Bu proses banklara risksiz borclar vasitəsilə öz balans hesabatlarını səyyar ticarət yatırımları ilə genişləndirməyə imkan yaradır.

V. Hüquqi tənzimlənmə

A. Nəyə görə hüquqi tənzimlənməyə ehtiyac yarandı?

Maliyyə böhranları son 100 ildir ki, cəmiyyətin iqtisadi-siyasi sabilliyini, əhalinin sosial durumunu köklü surətdə laxladan qara duman olaraq tanınır. Hansı növü olursa olsun, böhran istənilən cəmiyyəti azı 10 il geri salmaq iqtidarındadır. Bundan ən böyük əziyyəti çəkənlər isə orta və kasıb əhali və kiçik sahibkarlıq olur. Maliyyə böhranlarının qarşısının alınması üzrə olan bütün müzakirələrdə gözdən qaçırılan bir məsələ var – hüquq. Özündə risk daşıyan hərəkət yalnız bir halda mümkün ola bilər, hüquq ona icazə verdikdə. Və böhrana qarşı cavab tədbirləri kimi siyasətçilərin yurisdiksiyasına daxil olan hüquqi məhdudlaşdırmalar mövcuddur.⁴³ Buna görə də 2007-2008 böhranının əvvəllərindən ortaya çıxan suallar təkcə hansı siyasi yox, həmçinin hansı hüquqi islahatların aparılacağı üzərində qurulmuşdu.⁴⁴ XXI əsr maliyyə böhranının həllinə hüquqi müdaxilə, yaxud münasibət dedikdə ilk növbədə ağla gələn kölgə bankçılığının tənzimlənməsidir.

Kölgə bankçılığının qısa müddətli borclara arxayınlığı sistemi federal əmanət sığortasının yaranmasından öncə ənənəvi bankçılığı da sarsıdan yoluxucu inamsızlıq meyillərinə qarşı müdafiəsiz vəziyyətdə qoyur.

B. Hüquqi tənzimlənməyə giriş

ABŞ-da böhrandan sonra hüquqi tənzimlənmə istiqamətində atılan ilkin addımlar 2010-cu il Dodd-Frank aktının⁴⁵ qəbul edilməsi ilə atıldı. Akta görə,

⁴⁰ *Yenə orada*, 7.

⁴¹ Risksiz borc vasitəçisinin bütün aktivləri üzrə xərcin minimum həddə gerçəkləşməsini mümkünləşdirən yüksək səviyyəli təminatdır.

⁴² *İngiliscə*: idiosyncratic risk.

⁴³ Note, *Danger Lurking in the Shadow: Why Regulators Lack the Authority to Effectively Fight Contagion in the Shadow Banking System*, 127 Harv. Law Rev. 729, 729 (2013).

⁴⁴ *Yenə orada*.

⁴⁵ *Tam adı*: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

hec fondlar Qiymətli kağızlar və Mübadilə Komissiyasında⁴⁶ qeydiyyatdan keçməli, bir çox masaüstü⁴⁷ törəmə əməliyyatlar mübadilə və klirinq otağına yerləşdirilməli və bütün sistematik əhəmiyyətli institutlar Federal Ehtiyat Sistemi tərəfindən tənzim olunmalı idi.⁴⁸ Dodd-Frank-ın Kölgə bankçılığının tənzim olunmasında faydalı addımlar atmasına baxmayaraq, hələ də bəzi məsələlər barədə sükut hökm sürür.

C. Tərkibi tənzimlənmə

Kölgə Bankçılığının tərkibinə daxil olan müəssisələrin reqlyasiyası baxımından əsas yeri Valyuta Bazarı Ortaq Fondlarının, Sekuritizasiyanın və Repoların hüquqi tənzimlənməsi məsələsi tutur.⁴⁹

Valyuta Bazarı Ortaq Fondlarını digər valyuta bazarı fondlarından ayıran əsas xüsusiyyət onların səhm başına 1 dollarlıq aktiv dəyərini qorumağa çalışmalarıdır. Bu xüsusiyyət MMMF-lərə sığortalanmış tələbli əmanətlərlə rəqabət etmək şansı yaradır. Müasir dövrdə Valyuta Bazarı Ortaq Fondlarının hüquqi tənzimlənməsi onlar qarşısına, ancaq aşağı kredit riski olan qiymətli kağızlara investisiya yatırmaq tələbi qoydu.⁵⁰ Hal-hazırda SEC İntestisiya Şirkətləri Aktına⁵¹ (düzəliş edilmiş variantda) əsaslanan MMMF-lərin tənzimi ilə bağlı bir qrup düzəlişlər təklif etmişdir. Bunlara baxmayaraq, heç bir düzəlişin dəyişdirə bilməyəcəyi bir fakt var, o da Valyuta Bazarı Ortaq Fondlarının heç bir zaman tam olaraq sığortalana bilinməməsidir.

Sekuritizasiya müasir dünyada ən köklü maliyyə əməliyyatlarından biri kimi başa düşülür. Və bu hüquqi tənzimləmədə də özünü göstərir. Belə ki, həm ənənəvi, həm kölgə bankçılığı komponentlərinin fəaliyyətinə hər hansı bir yolla daxil olan sekuritizasiya elementləri riskləri azaltmaq üçün sadəcə müəyyən qədər azaldıla və ya cilovlana bilər.

D. İqtisadi səmərəliliyi artırmağa yönələn tənzimlənmə⁵²

Sistemin fəaliyyətində səmərəliliyin artması imkanı olduğuna görə, hüquqi tənzimlənmə kölgə bankçılığın məhdudlaşdırılması əvəzinə səmərəliliyin yüksəldilməsi və riskin yüksəlmə ehtimalının minimuma endirilməsi üzərində fokuslanmalıdır.⁵³ Tənzimləmə Bazar uğursuzluqlarını⁵⁴ korrekte edərək iqtisadi effektivliyi maksimuma çıxara bilər.⁵⁵ Burada Bazar termini ilə

⁴⁶ Securities and Exchange Commission (SEC).

⁴⁷ *İngiliscə*: Over-the-Counter (OTC).

⁴⁸ *Yuxarıda istinad* 19, 262.

⁴⁹ *Yenə orada*.

⁵⁰ *Yuxarıda istinad* 19, 270.

⁵¹ *İngiliscə*: Investment Company Act (1940).

⁵² *Yuxarıda istinad* 25, 631.

⁵³ *Yenə orada*.

⁵⁴ Bazar qüsuru yaxud uğursuzluğu – Fərdlərin qərar, şəxsi mənafeələrinə uyğun seçimlərinin qrup üçün rəşional nəticələr və ya fayda gətirmədiyini halları ifadə edir.

⁵⁵ Hyun Song Shin, *Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System*, 9 (2010).

bütün bank olmayan – kölgə bankçılığı təşkil edən institutlar şəbəkəsi nəzərdə tutulur. Ümumiyyətlə, bazar uğursuzluğu azad bazarların ehtiyatlarını düzgün şəkildə bölüşdürə bilmədikləri vəziyyətlərdir. İqtisadçılar bazar uğursuzluğunun bir sıra nəticələrini (hallarını) müəyyən etmişlər⁵⁶:

- i) istehsal və bölgüdə səmərəsizlik;
- ii) inhisar gücündən qeyri-düzgün istifadə;
- iii) bazarlarda çatışmazlıq;
- iv) mülkiyyət hüquqlarının pozulması;
- v) qeyri-sabitlik.

Şəbəkə daxilində bazar uğursuzluqlarının bir-biri ilə qarşılıqlı əlaqəli 4 forması meydana çıxır: informasiya çatışmazlığı, rasionallıq qüsuru, əsas faktorun uğursuzluğu və təşviq çatışmazlığı. İqtisadi effektivliyin artırılması istiqamətində tənzipləmə məhz bu məsələlərin nizama salınması ilə həyata keçirilir.

İnformasiya çatışmazlığı. İnformasiya çatışmazlığının məlumat bərabərsizliyi⁵⁷, xeyir və qazancın düzgün hesablanmaması, məlumat yetərsizliyi və s. formaları vardır. Kölgə bankçılığı olduqca mürəkkəb bir şəbəkə olduğundan, bu mürəkkəblik informasiya çatışmazlığının əsas requlyatoru rolu oynayan açıqlamanı sarsıda bilər. Burada kölgə bankçılığının qarışıq xarakterinin tənzipləmə hədəfinə çevirmə ilə azaldılması həll yolu kimi düşünülmüşdür.⁵⁸ Dodd-Frank Aktının da məqsədlərindən biri kölgə bankçılığı şəbəkəsinin törəmə əməliyyatların da daxil olduğu bir qismini standartlaşdırmaqdır.⁵⁹ Buna baxmayaraq, kölgə bankçılığı sistemində müəyyən miqdarda informasiya çatışmazlığı problemi qarşısını almaz olaraq qalacaqdır.⁶⁰

Rasionallıq çatışmazlığı. İnsanlar tarix boyu rasionallığı sərhədlər daxilində salaraq öz potensiallarını və ictimai faydanın faizini aşağı salmışlar. Daima yeni – anlaşılması insanlara çətin gələn məfhumlardan qaçılmış və sadə, doğma anlayışlara meyil göstərilmişdir.⁶¹ Bu misal müasir dövrdə də bazar iştirakçılarının bəzi iqtisadi addımlarının məhz riyazi-iqtisadi analizləri düzgün anlamaması səbəbindən yaranan problemlərdə özünü doğruldur.⁶²

⁵⁶ http://www.economicsonline.co.uk/Market_failures/Types_of_market_failure.html (son dəfə ziyarət olunub 16 dekabr 2016).

⁵⁷ Tərəflərdən birinin digərindən artıq məlumata malik olması. (Əsasən, razılaşmanın predmeti haqqında).

⁵⁸ Yuxarıda istinad 50.

⁵⁹ Dodd-Frank Act, § 723.

⁶⁰ Yuxarıda istinad 50, 633.

⁶¹ *Yenə orada*, 634.

⁶² Məsələn, sərmayəçi müəyyən bir addımının riyazi modelini tam anlamadan faydalı olduğuna inanır və nəticədə yaranan kiçik qüsurlardan ciddi kəsir və geriləmələr doğur.

Əsas faktor uğursuzluğu. Şərhlilər bu tip çatışmazlığı direktorlarla (menecer) şirkət sahibləri arasında yaranan mənafə münafişələri ilə əlaqədə izah edirlər. Hüquqi tənziqlənmə hal-hazırda dövlətdaxili, yəni ölkənin özləri üçün xüsusi olaraq tətbiq edilir. Lakin yüksək ixtisaslı menecerlərin beynəlxalq səviyyədə fəaliyyətini nəzərə alaraq problemin beynəlxalq çərçivədə nizamlanmasına da ciddi ehtiyac yaranmışdır.

Təşviq çatışmazlığı. Təcrübə göstərir ki, texnologiya vasitələri kölgə bankçılığında müxtəlif və müasir məhsullar istehsalına ənənəvi bankçılıqda olduğundan daha çox yardım edir. Lakin bəzən riskin çoxşaxəli bölünməsi nəticəsində onlara nəzarət çətinləşir və stimuly, demək olar ki, yox olur. Təşviq yetərsizliyindən meydana çıxan nəzarət çatışmazlığı 2008-ci il böhranının əsas səbələrindən biri hesab olunur. Bu istiqamətdə tənziqlənmə tədbirləri görülsə də problemi tam həll etmək hələ ki, mümkün deyil.⁶³

Qısaca, hüquqi tənziqlənmə sadaladığımız qüsurlara nəzarəti təşkil edə bilər, ancaq tamamilə aradan qaldırması real görünür.

VI. Hüquqi mübahisələrin Kölgə Bankçılığının tənziqlənməsində rolu

A. Çin modeli

Günümüzdə kölgə bankçılığı mübahisələrinin ən çox rast gəlinəyi ölkə Çin Xalq Respublikasıdır. Belə ki, 2015-ci il statistikasına görə özəl kreditlərlə⁶⁴ bağlı baxılan işlər məhkəmələrə çıxarılan bütün mülki işlərin 20%-ni təşkil etmişdir.⁶⁵ Çində Kölgə bankçılığı ifadəsinin mənası kimin və hansı mənada işlətməsindən asılıdır. Çin kölgə bankçılığını dar mənada əhatə edən konsepsiya 3 kateqoriyada başa düşülür:⁶⁶

- i) İlk kateqoriya kölgə banklara ən geniş baxışı əks etdirir və burada balans hesabatına daxil olmayan və bank fəaliyyətini həyata keçirən bütün bank olmayan institutlar, eləcə də komməriya banklarına bənzəyən özəl kredit firmaları nəzərdə tutulur.
- ii) İkinci kateqoriyaya komməriya banklarının biznes xarakterini oğurlayan bank olmayan institut kimi baxış daxildir.
- iii) Üçüncü kateqoriyada isə qanunsuz kredit əməliyyatları istisna edilir və qeyri-bank və balansdankənar kreditlər kölgə bankçılığın sistemində daxil edilir.

⁶³ Yuxarıda istinad 50, 637.

⁶⁴ Çində formal bankçılıq sistemindən kənar kredit əməliyyatlarını əhatə edən kölgə kreditlər əvəzinə bir çox hallarda özəl kreditlər termini işlədilir.

⁶⁵ President of the Supreme People's Court (SPC) Zhou Qiang's report to the National People's Congress, March (2015).

⁶⁶ Qingmin Yan, Jianhua Li, Regulating China's Shadow Banks, 27 (2016).

Bir çox iqtisadçı və hüquqşünaslar özünəməxsus kölgə bankçılığına görə Çini daim nəzərdə saxlayırlar. Bəs kredit müqaviləsi üzrə borclu öz öhdəliklərini icra etmədikdə nə baş verir? Belə hallarda məhkəmə nə etməlidir?

Çin xaricindəki mütəxəssislər üçün elə də böyük əhəmiyyət daşımasa da, Çindəki kölgə kredit əməliyyatları ilə bağlı hüquqi məsələlər ciddi ölçüdə artmaqda davam edir və özünə daha geniş kapital cəlb edir. Bu sahəni tənzimləyən qanunvericilik isə çox kasad və qarışıqdır. Bunun məntiqi nəticəsi kimi borclu, kreditor və xüsusən də hakimlər qarşısında kəskin qeyri-müəyyənlik dumanı meydana çıxır.

B. Qanunvericiliyin yeri

Özəl kredit işlərilə üzləşən hakimlər üçün digər bir baş ağrısı isə qanunvericilikdir. Ayrı-ayrı tənzimləmə aktlarının birtərəfli olaraq maliyyə institutlarını tənzimləməsi səbəbindən qanunvericiliyin qurulmasında əsas prinsip fərqli mənbələrin rəhbər tutulması olur.⁶⁷ Özəl sektorun xüsusən güclü olduğu sahələrdə daha ciddi mübahisələr yarandığından yerli hakimlər mütəmadi olaraq problemlərlə üzləşirlər. Yerli məhkəmələrin təlimatlar, aktlar qəbul etməsinə baxmayaraq hələ də ümumdövlət və ali məhkəmə səviyyəsində tənzimlənməyə ehtiyac duyulur. Fikrimizcə, belə hallarda ən optimal metod əyalət – yerli məhkəmələrin səlahiyyətlərinin genişləndirilməsidir. Çünki Çin kimi böyük bir dövlətdə bütün sahələrdə və əyalətlərdə eyni dərəcədə qüvvədə olan ümumməcbureddi normalar tətbiq etməklə hüquqi tənzimlənmədən daha çox sərbəstliyə ehtiyac duyan sahələrin inkişafına maneçilik törədilə bilər.

Borclu, kreditor arasındakı mübahisələrin əsasını borclunun öhdəliyi icra etməməsi, daha doğrusu, borclunun ümumiyyətlə yoxa çıxması halları tutur. Belə vəziyyətlərdə məhkəmə ən optimal variant kimi işə xitam verir. Bu da statistikalarda həll edilməmiş işlərin illik artımının kritik yüksəlişinə səbəb olur.

C. Arbitraj hüquqi mübahisələrin həlli yolu kimi

Kölgə bankçılığının yüksəlişi maliyyə innovasiyası və onun doğurduğu tənzimləyici arbitrajın rolunu artırdı. Arbitraj mahiyyəti etibarilə məhkəməyə alternativ bir mexanizmdir.⁶⁸ Tərəflər əvvəlcədən və ya aralarında münaqişə yaranarkən mübahisələri həll etmək üçün üçüncü bir şəxsi təyin etmək barədə razılığa gəlirlər.

⁶⁷ Shadow Banking Cases Threaten to Overwhelm China's Courts <http://thediplomat.com/2015/06/shadow-banking-cases-threaten-to-overwhelm-chinas-courts/>.

⁶⁸ Ceyhun Səfərov, *Yerli Kommersiya Arbitraji: məhkəmə sisteminin səmərəliliyinin təkmilləşdirilməsinin bir növü kimi*, 5 Bakı Hüquq Jurnalı 4, 4 (2014).

Son illərin təcrübəsi göstərdi ki, tənzimlənmə hər bir halda arbitraj tənzimlənməsi ilə vəhdətdə həyata keçirilməlidir.⁶⁹ Maliyyə innovasiyaları üzərində nəzarəti ənənəvi məhkəmə qaydasında həyata keçirmək həm səmərəsiz olacaq, həm də dövrlə ayaqlaşma bilməyəcəkdir. Bu qayda həm Anqlo-Sakson, həm də Roman-German məhkəmələrinin əsas mənbə kimi istifadə etdikləri qanunların yarımçıq təbiətindən xilas olmağa və yeni həll təcrübələri qazanmağa yardımçı ola bilər.

Nəticə

Beynəlxalq maliyyə böhranı kimi ciddi bir problemin başlıca səbəbkarlarından olan kölgə bankçılığı sistemi iqtisadiyyatın inkişafına verdiyi töhfəni bir neçə ayda məhv edə biləcək qədər təhlükəli xarakterə malikdir. Məqalədə qeyd etdiyim kimi azad bazar iqtisadiyyatının xalis modelini özündə nümayiş etdirən sistemin tənzimlənməsi məsələsi bank tənzimlənməsi, hüquqi tənzimlənmə və iqtisadi nəzarətin predmeti kimi görünərsə də, kölgə bankçılığı təktərəfli tənzimlənmədən uzaq bir sistemdir.

Riski azaltmaq və sistemin ümumiyyətlə cilovlanmamış cəhətlərini nəzarətdə saxlamaq üçün özündə həm iqtisadi, həm də hüquqi faktorları cəmləşdirən universal tənzimlənmə sistemi və bununla bağlı mübahisələrin məhkəmə işlərindəki şərait nəzərə alınaraq həll edilməsi, xüsusən də arbitrajın mübahisələrin həllindəki rolunun artırılması kölgə bankçılığın “qorxulu” kimliyini keçmişdə qoya bilər.

⁶⁹ Yuxarıda istinad 43, 746.