

**AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ**  
**AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ**  
**BEYNƏLXALQ MAGİSTRATURA VƏ DOKTORANTURA MƏRKƏZİ**

**“Dövlət Neft Fondunun investisiya siyasətinin qiymətləndirilməsi”**  
**mövzusunda**

**MAGİSTR DİSSERTASİYASI**

**BABAYEVA BƏSİRƏ MUXTAR**

**BAKİ – 2019**

**AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ**  
**AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ**  
**BEYNƏLXALQ MAGİSTRATURA VƏ DOKTORANTURA MƏRKƏZİ**

**BMDM-in direktoru**  
**i.ü.f.d., dos. Əhmədov Fəriz Saleh**  
**“ \_\_\_ ” \_\_\_\_\_ 2019-cu il**

**“Dövlət Neft Fondunun investisiya siyasətinin qiymətləndirilməsi”**  
**mövzusunda**

**MAGİSTR DİSSERTASİYASI**

**İxtisasın şifri və adı: 060401 Dünya İqtisadiyyatı**

**İxtisaslaşma: Beynəlxalq maliyyə və valyuta-kredit münasibətləri**

**Qrup: 870**

**Magistrant**

**Babayeva Bəsirə Muxtar**

\_\_\_\_\_ **imza**

**Elmi rəhbər**

**i.e.d., dos. Hüseynova Arzu Doğru**

\_\_\_\_\_ **imza**

**Proqram rəhbəri**

**b.m., i.ü.f.d. Nəcəfova Kəmalə Akif**

\_\_\_\_\_ **imza**

**Kafedra müdiri**

**i.e.d., prof. Kəlbiyev Yaşar Atakişi**

\_\_\_\_\_ **imza**

**BAKİ – 2019**



## **Evaluation investment policy of State Oil Fund of Azerbaijan**

### **Abstract**

**The relevance of the research:** DNF carries out purposeful activities on creating useful conditions for economic entities in the country, comprehensive development of economy, as well as social issues. The low level of the State Oil Fund's savings and the average annual profitability of managing funds leads to a review of its portfolio and activities.

**Purpose and Objectives of the Research:** Purpose of the dissertation is to explore the role of the State Oil Fund in the area of activity of the Fund, its investment policy, protection of macroeconomic stability in the country, reduction of dependence of the state budget and development of non-oil sector. The main tasks of the research work are the formation of financial resources and provision of socio-economic development of the country, analysis of the investment policy and activity of the Fund.

**Methods of research used:** Economic-statistical analysis, observation, comparative analysis, etc. methods were used.

**The research information base:** Domestic and foreign researches, decrees and orders of the President of the Republic of Azerbaijan, as well as annual reports of the State Oil Fund, official websites of ministries and foreign sites.

**Limitations of research:** In recent years, the State Oil Fund's investment policy has not been the object of research.

**The results of the research:** Expansion of the State Oil Fund's investment portfolio and accelerating its profitability capabilities, such as risk and profitability analysis, increased control, and other benefits to increase profitability.

**Scientific and practical significance of the results:** Suggestions on increasing profitability in the management resources and savings of Fund.

**Key words:** State Oil Fund of Azerbaijan, investment strategy, Sovereign Wealth Fund

## İXTİSARLAR VƏ İŞARƏLƏR

<b>AB</b>	Avropa Birliyi
<b>ABŞ</b>	Amerika Birləşmiş Ştatları
<b>AÇQ</b>	Azəri, Çıraq və Günəşli
<b>AR</b>	Azərbaycan Respublikası
<b>ARDNF</b>	Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondu
<b>ARDNŞ</b>	Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Şirkəri
<b>ARMB</b>	Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankı
<b>BVF</b>	Beynəlxalq Valyuta Fondu
<b>DİP</b>	Dövlət İnvestisiya Proqramı
<b>ETT</b>	Elmi Texniki Tərəqqi
<b>İEOÖ</b>	İnkişaf etməkdə olan ölkələr
<b>İEÖ</b>	İnkişaf etmiş ölkələr
<b>KOS</b>	Kiçik və Orta Sahibkarlıq
<b>NPF</b>	Norveç Pensiya Fondu
<b>SSF</b>	Suveren Sərvət Fondu
<b>SYX</b>	Strateji Yol Xəritəsi
<b>ÜDM</b>	Ümumi Daxili Məhsul

## MÜNDƏRİCAT

<b>GİRİŞ.....</b>	<b>4</b>	
<b>I FƏSİL</b>	<b>İNVESTİSİYA SİYASƏTİNİN NƏZƏRİ KONSEPTUAL MƏSƏLƏLƏRİ.....</b>	<b>7</b>
1.1.	İnvestisiya siyasətinin sosial-iqtisadi mahiyyəti və onun elmi-nəzəri əsasları .....	7
1.2.	İnvestisiya siyasətinin qiymətləndirilməsi yolları.....	18
1.3.	Suveren fondların yaradılması zərurəti .....	23
1.4.	Dünyada suveren fondların fəaliyyətlərinin iqtisadi inkişafa təsiri.....	30
<b>II FƏSİL</b>	<b>AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI DÖVLƏT NEFT FONDUNUN İNVESTİSİYA SİYASƏTİ VƏ FƏALİYYƏTİNİN TƏHLİLİ.....</b>	<b>41</b>
2.1.	Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun investisiya siyasətinin vəziyyəti.....	41
2.2.	Dövlət Neft Fondunun fəaliyyətinin qiymətləndirilməsi.....	49
<b>III FƏSİL</b>	<b>AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASINDA İNVESTİSİYA SİYASƏTİNİN VƏZİYYƏTİ VƏ TƏKMİLLƏŞDİRİLMƏSİ YOLLARI.....</b>	<b>56</b>
3.1.	Dövlətin investisiya siyasətinin təkmilləşdirilməsi məsələləri.....	56
3.2.	Dövlət Neft Fondunun fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri .....	65
<b>NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR.....</b>	<b>72</b>	
<b>İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT.....</b>	<b>76</b>	
Əlavələrin siyahısı.....	84	
Cədvəllərin siyahısı.....	84	
Şəkillərin siyahısı.....	84	
Qrafiklərin siyahısı.....	84	
Diagramların siyahısı.....	85	

## GİRİŞ

**Mövzunun aktuallığı:** Qlobal miqyasda baş verən proqnozlaşdırıla bilinməyən kənar şoklar nəticəsində mövcud olan çətinliklərin qarşısının alınması və gələcək nəsillər üçün ehtiyatın yaradılması, onun effektivliyi ölkələrin əsas prioritetlərindəndir. Yaradılışı keçən əsrin ortalarına təsadüf edən, 2005-ci ildən Suveren Sərvət Fondu adlanan fondlar müsir tendensiyalardan ən vacibidir. Bu fondlar investisiya və digər fəaliyyətlərlə ölkənin kapital ehtiyat miqdarının artırılmasına çalışır, makroiqtisadi idarəetmə və qloballaşmış dünyada maliyyə sabitliyində mühüm rol oynayırlar. Bu tipli fondlardan sayılan DNF ölkədə təsərrüfat subyektlərinə əlverişli şərait yaradılması, iqtisadiyyatın hərtərəfli inkişafına, eləcə də sosial məsələlərin həlli istiqamətində məqsədyönlü kompleks tədbirlər həyata keçirir. Dövlət Neft Fondunun yığım səviyyəsinin, vəsaitlərinin idarə olunmasından əldə edilən orta illik gəlirliliyin azlığı onun portfelinə və fəaliyyətinə yenidən baxmağa səbəb olur.

**Problemin qoyuluşu və öyrənilmə səviyyəsi:** Neftin tükənən resurs olduğunu nəzərə alaraq Dövlət Neft Fondunun yığım səviyyəsinin artırılması əsas məsələlərdəndir. Dissertasiya işində DNF-nin vəsaitlərinin istifadəsi, həmçinin investisiya şəklində yerləşdirilməsi mexanizmlərinin təhlili və problemləri öz əksini tapmışdır. Bu zaman vəsaitlərin yerləşdirilməsi üçün fərqli fəaliyyətlərə diqqət yetirilmiş və onların müsbət, mənfi cəhətləri araşdırılmışdır. Bununla yanaşı, Norveç, BƏƏ və bir sıra neft ölkələrinin təcrübəsinə də müraciət olunmuş və modellər ümumi olaraq tədqiq edilmişdir. İntestisiya siyasətinin mahiyyətini Əliyev Q., Əzizova G., Сеялова Г.С. öz əsərlərində dövlət səviyyəsində araşdırmış, İsmayılov F., Aslanlı K. tədqiqatlarında Dövlət Neft Fondunun fəaliyyətinə toxunmuşlar. Mövzunun öyrənilməsi ilə əlaqəli mövcud son ədəbiyyatlar İqtisadi və Sosial İnkişaf Mərkəzinin 2009-cu ildəki araşdırma işi və Q.İbadoğlu, K.Ələsgərli və Q.Bayramovun birgə 2013-cü ildəki tədqiqat sənədidir.

**Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri:** Araşdırmanın əsas məqsədi Dövlət Neft Fondunun vəsaitindən istifadənin əsas istiqamətləri, onun investisiya siyasətinin araşdırılması, ölkədə makroiqtisadi sabitliyinin qorunması, qeyri-neft sektorunun

inkişafında, həmçinin sosial-iqtisadi layihələrin maliyyələşdirilməsində Dövlət Neft Fondunun rolunun tədqiq edilməsidir. Neftin ehtiyatının tükənənliyini nəzərə alaraq, daxil olan gəlirin nəsillərarası bərabər bölüşdürülməsi və gələcək üçün ehtiyat vəsaitin toplanmasında Dövlət Neft Fondunun gördüyü işlərin araşdırılması və dəyərləndirilməsidir. Tədqiqat işinin əsas vəzifələrinə onun məqsədlərindən formalaşaraq tədqiq olunacaq aşağıdakı məsələləri aid etmək olar:

- İnteraksiya siyasətinə aid elmi-nəzəri baxışları kompleks formada araşdırılması;
- Maliyyə ehtiyatlarının formalaşdırılmasında və ölkənin sosial-iqtisadi inkişafının təmin edilməsi Suveren fondların rolu və onların fəaliyyətinin tədqiqi;
- Dövlət Neft Fondunun investisiya siyasəti və fəaliyyətinin təhlili;
- Dövlət Neft Fondunun maliyyələşdirdiyi layihələrin əhəmiyyətliliyinin vurğulanması;
- Azərbaycanın qeyri-neft sektoruna investisiya qoyuluşlarının və onun dövlət tərəfindən stimullaşdırılması məsələlərinin müəyyən edilməsi.

**Tədqiqatın obyektı və predmeti:** Tədqiqatın obyektı Dövlət Neft Fondunun investisiya siyasəti, predmeti isə Dövlət Neft Fondunun suveren fond olaraq investisiya siyasəti və fəaliyyətinin qiymətləndirilməsi yollarıdır.

**Tədqiqat metodları:** Dissertasiya işinin yerinə yetirilməsində iqtisadi-statistik təhlil, müşahidə, müqayisəli və sistemli təhlil və s. metodlardan istifadə edilmişdir.

**Tədqiqatın informasiya bazası:** Tədqiqat işinin informasiya bazasını respublikanın və xarici ölkələrin iqtisadçı alimlərin əsərləri, bu sahədə Azərbaycan Respublikası Prezidentinin fərman və sərəncamları, həmçinin Dövlət Neft Fondunun, Nazirliklərin, Hesablama Palatasının rəsmi saytları və xarici saytlar təşkil etmişdir.

**Tədqiqatın məhdudiyyətləri:** Son dövrlərdə Dövlət Neft Fondunun investisiya siyasəti tədqiqat obyektı olmamışdır. Bu mövzuda ədəbiyyat və tədqiqat işləri azlıq təşkil etmişdir ki, bu da araşdırmanın aparılmasına mane olmuşdur.



**Nəticələrin elmi-praktiki əhəmiyyəti:** Tədqiqatın işində alınan nəticə və təkliflərə əsasən DNF-nin yığım və vəsaitlərinin idarə olunmasında gəlirliliyin artırılması məqsədilə verilən təkliflərə baxıla bilər.

**Dissertasiya işinin strukturu və həcmi.** Dissertasiya işi xülasə, giriş, 3 fəsil, 8 paragraf, 3 əlavə, 10 cədvəl, 7 şəkil, 10 qrafik, nəticə və təkliflər və istifadə edilmiş ədəbiyyat siyahısından ibarət olmaqla 85 səhifədən ibarətdir.

Dissertasiya işinin birinci fəslində investisiya siyasətinin mahiyyəti, onun qiymətləndirilməsi yolları, həmçinin Suveren Sərvət Fondlarının yaradılması zəruriliyi və fəaliyyəti, həmçinin sosial-iqtisadi inkişafa təsiri araşdırılmışdır.

İkinci fəsildə Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun investisiya siyasəti tədqiq olunmuş, fəaliyyəti araşdırılmış və təhlil edilmişdir.

Üçüncü fəsildə isə dövlətin investisiya siyasəti, Dövlət Neft Fondunun dövlət əsaslı vəsait qoyuluşunda rolu və onun fəaliyyətinin inkişaf mexanizmləri araşdırılmışdır.

Nəticə və təkliflər bölümündə isə tədqiqatın nəticələrinə ümumi baxılmış və bu yöndə müxtəlif təkliflər verilmişdir.

# I FƏSİL İNVESTİSIYA SİYASƏTİNİN NƏZƏRİ KONSEPTUAL MƏSƏLƏLƏRİ

## 1.1 İntestisiya siyasətinin sosial-iqtisadi mahiyyəti və onun elmi-nəzəri əsasları

Hazırkı dövrdə aydındır ki, daxili və xarici resursları cəlb etmək və səmərəli istifadə etməklə əldə edilən investisiyalar dövlətlərin davamlı inkişafı üçün əsas şərtidir. İqtisadiyyatın daha da liberallaşdırılması, təsərrüfat subyektlərinin iqtisadi azadlıqlarının genişlənməsi və milli iqtisadiyyatın bütün sahələrində xüsusi mülkiyyətin miqyasının, beynəlxalq iqtisadi əlaqələrin möhkəmləndirilməsi xarici investisiyaları cəlb etmək və istifadə etmək üçün uğurlu şəkildə həyata keçirilməsini stimullaşdırır. Ölkənin makroiqtisadi tarazlıq vəziyyəti və məşğulluq səviyyəsi dövlətin investisiya siyasəti və investisiya qoyuluşu ilə bağlıdır. Müasir dövrdə hər bir dövlət ölkəyə investisiya yatırımını artırmaqla Ümumi Daxili məhsul və Milli Gəlir səviyyəsini artırmağa çalışır. İqtisadi cəhətdən İEÖ-də investisiya yatırımları ÜDM-də 45-50% arasındadır. Ümumi investisiya siyasətini anlamaq üçün investisiya termininin mahiyyətini açıqlamaq lazımdır.

"İntestisiya" – latınca "İntestire" sözündən götürülmüşdür, mənası hər hansı bir obyektə, sosial-iqtisadi proqramlarda, ölkədə və ya xaricdəki layihələrdə gəlir və yaxud sosial səmərə əldə etmək üçün uzunmüddətli kapital qoyuluşudur. (Александровна, 2015)

Azərbaycan Respublikasının Ümumilli lideri H. Əliyevin təsdiq etdiyi 13 yanvar 1995-ci il 952 nömrəli "İntestisiya fəaliyyəti haqqında qanun"da investisiyaya aşağıdakı kimi tərif verilmişdir:

İntestisiya - gəlir, mənfəət və yaxud sosial fayda əldə olunması üçün sahibkarlıq və digər istiqamətlərə qoyulan maliyyə vəsaitindən, həmçinin maddi və intellektual sərvətlərdən tərtib olunub. Belə vəsait və sərvətlər aşağıdakılardır:

- pul vəsaiti, bank əmanətləri, kreditlər, səhmlər və başqa qiymətli kağızlar;
- daşınar, daşınmaz əmlak;
- elmi-praktiki və başqa intellektual yönümlü sərvətlər;

- vərdis̄ və texniki, texnoloji, kommersiya və digər biliklərin məcmusu («nou-xau»);
- torpaqdan, sudan və başqa ehtiyatlardan, avadanlıqdan istifadə, həmçinin müəlliflik və digər əmlak hüquqları; (İnvestisiya fəaliyyəti haqqında Azərbaycan Respublikası Qanunu,1995)

İnvestisiyalar iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrində uzunmüddətli kapital qoyuluşu kimi şərh edilmişdir. "İnvestisiya" və "kapital qoyuluşu" sözləri mənaca yaxındır və bəzi müəlliflər onları sinonim hesab etsələr də, onlar arasında fərq vardır. İnvestisiyalar mənfəət qazanmaq üçün pul, qiymətli kağızlar, pul vəsaitləri olan digər hüquqlar vasitəsilə sahibkarlıq obyektlərinə və digər vasitələrə sərmayə qoyulmuşdur. Kapital qoyuluşları əsas kapitalla (vəsaitlərə) qoyulan investisiyalardır ki, əsas kapital qoyuluşları dedikdə əsas fondların yaradılması, bərpası, genişləndirilməsi, təkmilləşdirilməsi, yeni növ texnika ilə silahlanma nəzərdə tutulur. (Лажметкина Н.И., 2006) Beləliklə, investisiya kapital qoyuluşundan daha geniş anlayışdır, çünki kapital qoyuluşu investisiyanın real hissəsidir və yalnız investisiya forması hesab edilə bilər.

“İnvestisiya fəaliyyəti haqqında Qanun”da qeyd edilir ki, əsas fondların yaradılmasına, habelə maddi istehsalın inkişafına investisiya yönəldilməsi kapital qoyuluşları formasında həyata keçirilir. İnvestisiya mənfəət əldə etmək məqsədilə istifadə olunan dəyərlərin bütövlükdə toplusudur. Yəni, yalnız şəxsi məqsəd üçün deyil, eyni zamanda dövlətin mənafeyi üçün reallaşdırılan fəaliyyət sayılır.

İnvestisiyalar iqtisadi nəzəriyyənin yığım anlayışı ilə bənzər görünərsə də aralarında müəyyən mahiyyət və struktur baxımından fərqlər mövcuddur. Belə ki, yığımlar iqtisadi münasibətlər sistemində əsasən, istehlakçılar tərəfindən toplanır, investisiyalar isə biznes mühitinin qarşı tərəfdəki subyektləri olan istehsalçılara xas fəaliyyət hesab olunur. Yığımlar investisiyalara çevrilə də bilər, sadəcə yığım olaraq saxlanılıb daha sonra xərclənə də bilər. Beləliklə biz investisiyaları yığım nəticəsində əldə edilib gələcəkdə faydalı bir fəaliyyət kimi xarakterizə edə bilərik.

İnvestisiyalara aid bir sıra yanaşma və nəzəriyyələr mövcuddur. Onların hər biri investisiya anlayışına açıqlıq gətirməyə çalışmışlar. Birinci dəfə investisiyaya

ehtiyacın olması fikri, iqtisadi problemlərin aradan qaldırılması, milli sərvətin artması üçün əsas məsələnin pul axınlarının (qızıl və gümüş pulların) ölkəyə gətirilməsi və onun əsasən ictimai investisiya sahələrinə qoyulmasını iddia edən merkantilistlərin yazılarında yer alır. (Меркантилизм, 1935) Merkantilistlər tərəfindən hazırlanan investisiyaların zəruriliyi fikri gələcəkdə, fiziokratların işində inkişaf etdirildi. Fiziokratizm nümayəndəsi olan Fransua Kene investisiyaların maddi quruluşunu müəyyən edərək, onları ilkin və illik olmaqla 2 cür ödəniş növünə ayırmışdır. O, ilkin xərclərə-maşınların, avadanlıqların, iş heyvanlarının alınması xərclərini, illik ödənişlərə isə əmək haqqı xərclərini, toxumların alınması xərclərini aid edirdi. Kene ilkin ödənişlərin onda bir hissəsini və illik ödənişlərin hamısını fermerlərin illik xərclərinə aid edirdi. Sonrakı fiziokratizm nümayəndələri bu ödənişləri kapital adlandırmışdır. (Франсуа, 1960)

Klassik məktəbin nümayəndələri bazarın özünün iqtisadiyyatdakı resursların tam istifadəsini təmin edə və müxtəlif bazarlarda tələb və təklif arasındakı balansın faiz dərəcəsi, əmək haqqı və qiymət səviyyələri ilə tənzimləmə biləcəyini qeyd edirdilər. Klassiklər dövlət müdaxiləsinə qarşı çıxırdılar. Onlar deyirdilər ki, əgər hər hansısa səbəbdən iqtisadi tarazlıq pozularsa, bir müddət sonra o özü özlüyündə bərpa edilir.

Adam Smitə görə, xalqın gəliri 2 formada artırıla bilər: məhsuldar işçilərin artırılması, yaxud mövcud olan işçilərin məhsuldarlıq səviyyələrinin yüksəldilməsi. Hər iki halda əlavə kapitalla tələb yaranır. Beləliklə, Smit kapitalın artırılması ilə milli sərvətin artırılması arasında bir əlaqənin olduğunu qeyd edirdi. (Смит, 1993)

Sey-ə görə, müəssisələr bütün istehsal amillərindən o cümlədən işçi qüvvəsindən də tam istifadə etdiyinə görə işsizlik də olmayacaqdır. İstehsal olunacaq bütün məhsullar alınacaqsa, demək ki, hər təklif bazarda öz tələbini yaradacaqdır. Lakin neoklassik məktəb nümayəndələri bütün gəlirlərin istehlak üçün istifadə olunmadığını iddia etdi, bir hissəsinin yığıma saxlandığı fikrini irəli sürdü və belə olan təqdirdə təklifin öz tələbini yarada bilmədiyini qeyd etdilər. Klassiklər daha sonra bu fikrə qarşı olaraq Faiz nəzəriyyəsini irəli sürdülər.

İlk dəfə A. Marshall, faiz dərəcəsinin yığım və investisiyalarla əlaqəli olduğu fikrini irəli sürmüşdü. Faiz dərəcəsi nə qədər yüksəksə, yığım da o qədər böyükdür. Faiz dərəcəsinin özü müəllif tərəfindən "kapitaldan əldə edilən bütün gəlirin pulun ekvivalenti" kimi şərh olunur. Marşalın hazırladığı kəmiyyət nəzəriyyəsi, pulun miqdarının ölkədəki investisiyaların həcminə və xüsusiyyətinə təsirini əks etdirir. Kəmiyyət nəzəriyyəsinə əsasən pul təklifindəki artım qiymətlərin ümumi səviyyəsini bərabərində artırır. Bu, A. Marshall tənliyində əks olunur:

$$M*V=P*Y$$

burada M - dövriyyədə olan pul məbləği; P – qiymətlərin ümumi səviyyəsi; V- pulun dövretmə sürəti; Y-iqtisadiyyatdakı ümumi istehsal həcmi. Klassiklərə görə qısamüddətli dövr ərzində V və Y sabitdir, bu zaman yalnız pul kütləsinin dəyişməsi qiymətlərin ümumi səviyyəsinə təsir edər. Marshall qeyd edirdi ki, investisiya o zaman həyata keçir ki, sahibkar bu fəaliyyətdən əlavə mənfəət qazanır. Onun fikrincə, sahibkar investisiya qoyuluşunu elə bir həddə reallaşdırır ki, həmin həddə gələn fayda yatırımla bağlı xərclərə bərabər olur. Əsas şərt olaraq isə Marshall xərc və nəticələrin müqayisəsinin aparılmasını ifadə etmişdi.

Lakin klassik nəzəriyyənin əsas müddəalarının iqtisadiyyatda uyğunsuzluğu Birinci Dünya müharibəsi və Böyük Depressiya dövründə göründü. Həmin dövrdə ABŞ-da elə çıxış yollarının tapılması tələb olunurdu ki, həmin yolların köməyi ilə məcmu tələbdə artım və kütləvi hal alan işsizlik məsələsinin həll edilməsi üçün zəruri şərait yaradılsın. Çünki bu zaman ABŞ-da işsizlik dərəcəsi 24% idi. Keynes klassiklərdən fərqli olaraq məcmu tələbin məcmu təklifi formalaşdırdığını qeyd edirdi və deyirdi ki, istehsalın həcmnin onun potensial səviyyəsindən aşağıda olması işsizliyin yaranmasına gətirib çıxarır. Qiymətlərlə əmək haqqı qısa bir vaxtda dəyişə bilmədiyinə görə bazardakı mexanizm iqtisadiyyatı bu haldan xilas edə bilmir. Buna görə dövlət müdaxilə edərək özünün büdcə - vergi və maliyyə - kredit siyasəti ilə məcmu tələbi artırmalıdır. J.M.Keynes nəzəriyyəsinin əsas müddəaları "İstehsal, faiz və pulun ümumi nəzəriyyəsi" əsərində təsvir edilmişdir. Klassik trendin nümayəndələrindən olan John M. Keynes gəlir, yığım, investisiya, istehlak kimi anlayışları təhlil etmişdir.

İqtisadiyyatın sabit və balanslı inkişafı, xalis investisiyanın dəyişməsi iqtisadiyyatda gəlir dəyişikliyinə təsir göstərməyən, həm də multiplikasiya təsirinə səbəb olan fasiləsiz investisiya prosesi ilə təmin olunur.

Keynsin “Multiplikator nəzəriyyəsi”-nə əsasən ÜDM və investisiya arasında əlaqə mövcuddur. Multiplikator nəzəriyyəsinin mahiyyəti xərclərdə baş verən dəyişikliyin milli gəlirdə daha böyük dəyişikliyə səbəb olmasıdır ki, bu dəyişikliyə multiplikasiya effekti deyilir. Multiplikator nəzəriyyəsi müəyyən bir investisiya artımının daha çox gəlir artmasına gətirib çıxardığını bildirir.

$$\Delta Y = \Delta E * \mu$$

$$\mu = \frac{\Delta Y}{\Delta E}$$

Burada  $\Delta Y$  - milli gəlirdəki dəyişikliyi,  $\Delta E$  - milli gəlirin tərkibindəki komponentdəki dəyişikliyi göstərir,  $\mu$  isə multiplikator əmsalıdır. Multiplikator effektinə əsasən: xərclərdə 1 dollarlıq artım (məsələn, investisiya xərcləri), ÜDM-də 1 dollardan çox artıma gətirib çıxarır. Bu model investisiya, dövlət xərcləri və ya vergilərdə dəyişikliklərin, ticarət balansının iqtisadiyyatdakı resursların az istifadəsi ilə istehsalın həcminə və məşğulluğa necə təsir göstərdiyini təqdim edir.

İnvestisiyanın ən əhəmiyyətli əlamətləri:

- investisiyaların potensial gəlir əldə etmək qabiliyyəti;
- investisiya müddətinin mövcudluğu;
- obyektlərin və investisiya alətlərinin sərmayə qoyuluşlarının məqsədəuyğun xüsusiyyətləri;
- investisiya prosesində müxtəlif investisiya resurslarından istifadə;
- kapital qoyuluşunda riskin mövcudluğu.

İnvestisiya anlayışını müxtəlif aspektlərdən izah etmək mümkündür. Mühasibat aspektindən baxdıqda investisiya, təsərrüfat fəaliyyətində iştirak edən edən bütün aktivləri, həmçinin real və maliyyə kapitalını izah edir. Real investisiyalar qeyri-maliyyə aktivləri olmaqla, əsasən əsas fondların birbaşa təkrar istehsalına, yeni əsas fondların təşkil olunmasına və ya yenilənməsinə yatırılır. Maliyyə aktivlərinə isə qiymətli kağızlar və kredit formasında olan maliyyə

vəsaitləri daxildir. İnvestisiyanın iqtisadi xarakteri investisiya prosesinin iştirakçıları arasında investisiya ehtiyatlarının formalaşması və istifadəsi ilə əlaqədar istehsalın genişləndirilməsi və inkişafı üçün yaranan münasibətləri ehtiva edir. (Староверова, 2006)

Makro səviyyədə investisiyalar ETT-nin inkişafının sürətləndirilməsi, yerli məhsulların rəqabətqabiliyyətliliyini təmin etmək, sənaye sahələrinin yenidən qurulması və balanslaşdırılmış inkişafı, sosial sahənin inkişafı və s. problemlərin həllini ehtiva edir. İnvestisiyalar mikro səviyyədə də mühüm rol oynayır. Onlar müəssisənin normal işləməsini, sabit maliyyə vəziyyətini təmin etmək və təsərrüfat subyektinin mənfəətini maksimum dərəcədə təmin etmək üçün zəruridir.

Hər iki makro və mikro səviyyədə investisiya fəaliyyətini həyata keçirmək üçün mövcud olan investisiyaların növləri barədə ətraflı məlumata sahib olmaq lazımdır. Müxtəlif meyarlar əsasında investisiyaların təsnifatı Cədvəl 1-də verilmişdir.

**Cədvəl 1. İnvestisiyaların təsnifatı:**

1	Əsas kapitala istiqamətlənməsinə görə	Real Maliyyə
2	İnvestorun investisiya prosesində iştirakına görə	Birbaşa Dolayı
3	Müddətinə görə	Uzunmüddətli Ortamüddətli Qısamüddətli
4	Mülkiyyət formasına görə	Şəxsi Birgə Dövlət Qarışıq
5	Regional əsasda	Daxili Xarici
6	Risk səviyyəsinə görə	Riskli Risksiz

**Mənbə:** S.Z.İsayev, 2011

Əsas kapitala istiqamətlənməsinə görə investisiyaların real və maliyyə investisiyaları fərqləndirilir. Real investisiyalar maddi və qeyri-maddi aktivlərə investisiya qoyuluşudur və bir neçə növə bölünür:

- Mövcud müəssisənin istehsal həcmının artırılmasına yönəlmiş yerli istehsalın genişləndirilməsinə sərmayələr.
- Öz istehsalının səmərəliliyinin artırılmasına yönəldilən investisiyaların məqsədi avadanlıqların dəyişdirilməsi, əsas vəsaitlərin modernləşdirilməsi və ümumilikdə rekonstruktiv yolla xərclərin azaldılmasıdır.
- Mövcud olan bir istehsalı yenidən qurmağı nəzərdə tutan investisiyalar. Bu halda, investisiya, bazarın genişləndirilməsi və ya yeni məhsulların buraxılmasının planlaşdırılması ilə həyata keçirilir.
- Dövlət orqanlarının tələblərini (şərtlərin standartlarına uyğunlaşdırılmasını) təmin etmək üçün sərmayələr.

Maliyyə (portfel) investisiyaları gəlirləri birbaşa qazanmağı nəzərdə tutan bütün növ investisiyaları əhatə edir. Bu halda investisiya obyektləri bunlardır: valyuta, qiymətli metallar, səhmlər, istiqrazlar və digər qiymətli kağızlar. Portfel investisiya zamanı investor dividendlə maliyyə kapitalını artırır.

Birbaşa investisiya, investora qiymətli kağız və ya əmlak üzərində müəyyən hüquq verən, vəsait və ya əmlak şəklində olan aktivlərə kapital qoyuluşu növüdür. Dolayı investisiya isə depozitdə saxlanılan daşınmaz əmlaka və müəyyən qiymətli kağızlara istiqamətlənmiş kapital qoyuluşu formasıdır.

Müddətinə görə investisiyalar qısa (1 ilə qədər), orta (1-5 il arası) və uzunmüddətli (5 ildən çox) olaraq təsnif edilir.

Mülkiyyət formasına görə investisiyalar:

- Şəxsi - fiziki şəxslər və ya şirkətlər tərəfindən edilən investisiyalar.
- Yerli və mərkəzi hakimiyyət orqanları, borc və büdcə vəsaitləri hesabına vahid müəssisələr tərəfindən edilən dövlət investisiyaları.
- Birgə - bir neçə müxtəlif investor, şirkət və qurum, hüquqi şəxslər və fərdlər və yerli hakimiyyət orqanları, investisiya fondları investisiya prosesində iştirak edirlər.
- Xarici və ya hüquqi şəxslər tərəfindən edilən xarici investisiyalar.



Coğrafi forma cəhətdən investisiyalar aşağıdakılardır: Daxili investisiya - müəyyən bir bölgənin (ölkənin) sərhədləri daxilində yerləşən obyektlərə, xarici investisiyalar isə - xaricdə olan əmlaka sərmayə yatırmaqdır.

Riskin yaranma dərəcəsi üzrə mənbələri riskə səbəb olan və risksiz növlərə bölmək olar. Bu əlamət üzrə təsnifat investisiyaların maliyyələşdirilməsinin optimal strukturunun müəyyənləşdirilməsi zamanı zəruri və faydalı ola bilər.

Riskin yaranmasına səbəb olan mənbələrə aşağıdakılar aid edilir: dividendlərin ödənilməsinin zərərinə olaraq vəsait qoyuluşu məqsədləri üçün yönəldildikdə müəssisənin mənfəəti; borc mənbələrindən alınmış vəsaitlər (bu vəsaitlərin cəlb edilməsi müəssisənin maliyyə riskini artırır, belə ki, onların cəlb edilməsi istifadə üçün müəyyən faizin ödənilməsi ilə birlikdə borcun təyin edilmiş müddətdə şərtsiz qaytarılması öhdəliyi ilə əlaqədardır); adi səhmlərin emissiyasından əldə edilən vəsaitlər (bu mənbənin istifadəsi səhmdarlıq riski ilə əlaqədardır).

Risksiz maliyyələşmə mənbələrinə o mənbələr aiddir ki, onların istifadəsi müəssisənin risklərinin artmasına gətirib çıxarmır, bu – bölüşdürülməmiş mənfəət, amortizasiya ayırmaları, sistem daxili məqsədli maliyyələşmə (vəsaitlərin konkret məqsədlər üçün yuxarı təşkilatlardan aşağı təşkilatlara daxil olması) və başqalarıdır.

Aktiv şəxs, müəssisə, təşkilat və ya ölkənin malik olduğu və idarə etdiyi, onlara gələcəkdə müəyyən gəlir gətirəcəyini gözlədiyi iqtisadi dəyərə malik bir resursdur. Ümumilikdə aktivə pul vəsaitləri axınını yarada bilən bir obyekt kimi baxmaq olar. Eyni zamanda aktiv hüquqi şəxs bütün əmlakını əks etdirən mühasibat balansı maddəsidir. Bu baxımdan aktivlər dövriyyə aktivləri və ya qeyri-dövriyyə aktivləri ola bilərlər. Dövriyyə aktivlərinə nağd vəsaitlər, debitor borcluluğu, pula gedən qiymətli kağızlar, verilən avanslar, digər çevik nağd vəsaitlərə çevrilə bilən pula gedən aktivlər, ehtiyatlar aiddir və bir il ərzində tam istifadə olunur. Qeyri-dövriyyə aktivlərinə isə avadanlıqlar, binalar, daşınmaz əmlak aiddir və faydalı istifadəsi bir ildən çox olan uzunmüddətli aktivlərdir.

Maliyyə aktivləri fiziki aktivlər deyildir, onlar pul dəyərinin qeyri-maddi əksidir. Torpaq və ya daşınmaz əmlakın fiziki dəyəri olduğu halda, maliyyə aktivi nağd vəsaitlərə çevrilənə qədər öz dəyəri olmayan bir sənəddir. Maliyyə aktivlərinin ən çox yayılan növlərinə istiqrazlar, səhmlər, depozit sertifikatları, bank depozitləri və s. misal göstərmək olar.

İnvestisiya fəaliyyətinin obyektlərinə yeni yaradılmış və modernləşdirilmiş əsas vəsaitlər, pul vəsaitləri, qiymətli kağızlar, elmi və texniki məhsullar və digər mülkiyyət obyektləri göstərmək mümkündür. İnvestisiya fəaliyyətinin subyektlərinə isə dövlətlər, fiziki və hüquqi şəxslər, xarici və yerli, fərdi, kollektiv investorlar, investisiya fondları, qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları və beynəlxalq təşkilatları aid etmək olar.

Təşkilatın öz istehsalat bazasını genişləndirməsi üçün olan sərmayə qoyuluşu (məsələn, müxtəlif növ maşınların alınması) bütün iqtisadiyyat üçün stimuldur: bu əmtəə bazarında tələbat və iqtisadi artıma kömək edir. Beləliklə, investisiyalar yalnız uzunmüddətli perspektivdə potensialın artmasına təsir göstərmir, eyni zamanda mövcud potensialın istifadə dərəcəsinə də təsir edir. Ancaq bütün investisiyalar iqtisadi prosesə müsbət təsir göstərmir. Perspektivi olmayan sektorlara və istehsal sahələrinə qoyulan sərmayələr uğursuz nəticələyə bilər. Bu, iqtisadi idarəetmə orqanları tərəfindən həyata keçirilən qeyri-adekvat təhlil, ümumiyyətlə yanlış strategiya və iqtisadi siyasət nəticəsində baş verə bilər. Ölkənin iqtisadiyyatına investisiyaların cəlb edilməsi məsələsini həll etmək üçün əsas vəzifəsi iqtisadiyyatın və sosial mühitin inkişafında investisiya resurslarının istifadəsinin səmərəliliyinin və artırılmasına imkan verən əlverişli mühitin formalaşdırılması olan vacib dövlət investisiya siyasəti tələb olunur.

İnvestisiya qoyuluşunun miqdarına, ondan gözlənilən gəlir də mühüm təsir göstərir. Gözlənilən gəlir nə qədər yüksək olarsa, yatırılan vəsaitin həcmi də bir o qədər çox olacaqdır. Maliyyələşdirmə mənbəyi yalnız xüsusi vəsaitdən ibarət deyil, eləcə də kreditlər də burada mühüm rol oynayır. Bu baxımdan faiz dərəcəsi də investisiya fəaliyyətinə təsir edir. Dövlət investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması məqsədilə pul-kredit siyasəti vasitələrindən də istifadə edir. Belə ki, Mərkəzi bank

kreditləri ucuzlaşdırmaq yoluyla sahibkarlara əlverişli olması üçün faiz dərəcələrini azaldır. ( Mahmudova, 2017) İnvestisiya siyasətində aşağıdakılara diqqət yetirilməlidir:

- hər bir dövr üçün müəyyən edilmiş investisiyaların həcmi və onların sektorial strukturu;
- ilkin və əsas prioritetlərin seçilməsi;
- investisiya cəlb ediciliyinin və səmərəliliyinin artırılması.

Dövlətin investisiya siyasəti ölkə iqtisadiyyatına, özəl və sənaye sahələrinə investisiyaların zəruri səviyyəsinin və strukturunun təmin edilməsi, sahibkarlar və dövlətin investisiya fəaliyyətinin artırılmasına dair qarşılıqlı məqsəd və tədbirlər qrupudur. Belə desək, investisiya siyasəti investisiya qaynaqlarını tapmağa və istifadə üçün rasional sahələrin yaradılmasına yönəlmiş bir hökumət fəaliyyətidir.

Dövlət investisiya siyasətinin məqsədləri aşağıdakılardır:

- iqtisadi yenidənqurmanı təmin etmək;
- sahibkarlıq və xüsusi investisiyaların stimullaşdırılması;
- əlavə iş yerlərinin yaradılması;
- müxtəlif mənbələrdən, həmçinin xarici investisiya resurslarının cəlb edilməsi;
- kiçik və orta sahibkarlıq subyektlərinin dəstəklənməsi;
- investisiya prosesində güzəşt və sanksiyalar sisteminin təkmilləşdirilməsi;
- müəssisənin investisiya qoyuluşu və inkişafına şəraitin yaradılması. (СєЯЛОВА , 2005)

Dövlət qanunvericilik vasitəsilə investisiya fəaliyyətini tənzimləyir ki, bunun üçün optimal nöqtənin tapılması çox vacibdir. İnvestisiya fəaliyyətinin dövlət tənzimlənməsi qanunla müəyyən edilmiş dövlət yanaşmaları və qərarlar, investorun fəaliyyətini həyata keçirən təşkilati-hüquqi formalarıdır. Müstəqillik qazandıqdan sonra Azərbaycana xarici investisiyaların cəlbə və investisiya fəaliyyətinin stimullaşdırılması məqsədilə müxtəlif dövrlərdə qanunlar, qərarlar və s. qəbul edilmişdir. Bunlara 1992-ci ildə qəbul edilən “Xarici investisiyaların qorunması haqqında” və 1995-ci ildə “İnvestisiya fəaliyyəti haqqında”kı qanunları

göstərmək olar. Həmçinin 1997-1999, 2007-2010, 2019-2022 illəri əhatə edən Dövlət investisiya Proqramlarını da misal göstərmək mümkündür.

Dövlət investisiya siyasətinin hazırkı mərhələdə əsas prinsipləri aşağıdakılardır:

- faiz dərəcəsinin müəyyənləşdirilməsi və inflyasiyanın daha da azaldılması əsasında iqtisadi sektorlarda investisiyaların səmərəli səviyyəyə salınması;
- mövcud vergi sisteminin təkmilləşdirilməsi və yenidən qurulması, habelə amortizasiya siyasətinin təkmilləşdirilməsinə əsaslanan müəssisələrin investisiya imkanlarını nəzərə alan vergi islahatı;
- müəssisələrin investisiya cəlbediciliyini artırmaq üçün onların yenidənqurmasına kömək;
- əhalinin əmanətlərinin stimullaşdırılması, birbaşa investisiyalar üçün investisiya risklərinin azaldılması üçün ön şərtlərin formalaşdırılması;
- prioritet investisiya layihələrinin qarışıq dövlət-kommersiya formasında maliyyələşdirilməsinə, xüsusi investisiyaların dövlət təminatlarının təqdim edilməsinə və büdcə vəsaitlərinin məqsədli istifadə olunması ilə səmərəliliyin artırılması. (Сеялова , 2005)

Biznes davamlılığının əsas elementi uzunmüddətli iqtisadi səmərəliliyin formalaşdırılmasıdır. Hazırda davamlı investisiya qoyuluşları tendensiya xarakteri almışdır. Ətraf mühit, sosial amil və s məsələlərin təhlili onu göstərir ki, investorların fəaliyyətinə təsir edəcək kənar faktorları nəzərə almaq investisiya qoyuluşuna təsir göstərir. Davamlı investisiya qoyuluşunda təbii resursların tükənməsi məsələlərinə də baxılır. Bu yatırımlar iqtisadi və maliyyə bazarlarına təsir etməklə, səmərəli iqtisadi və sosial nəticələrə şərait yarada bilər. Dövlət ictimai struktur olduğuna görə dövlət investisiyalarının qeyd edilən “məsuliyyətli investisiya” vəziyyətinə uyğunlaşdırılması imkanları daha artıqdır. İki fiskal strategiya mövcuddur:

1. Qənaətin olmadığı yanaşma: Burada dövlət qısa vaxtda kapitalın formalaşdırılması üçün böyük həcmli investisiya proqramını reallaşdırır.

2. Davamlı investisiya yanaşması: Dövlət investisiyaları məhdud xarakter alır, həmçinin neft daxilolmalarının bir miqdarı yığım formasında fondada saxlanılır.

Birinci yanaşma əsasən qısamüddətli dövrdə daha üstün görünsə də, uzunmüddətli dövrdə, neftdən gələn gəlirlər və fondun vəsaiti bitdikdə kapitalın səviyyəsini davamlı saxlamaq mümkün edilməyə bilər.

İkinci yanaşması zamanı resurs daxilolmalarının investisiya olunması ilə yaranan iqtisadi artımın uzunmüddət qoruna bilər. Nəticə olaraq kapital səviyyəsini saxlanması üçün maliyyə ehtiyatları formalaşır. Ölkəmizdə həyata keçirilən iqtisadi siyasət onu göstərir ki, dövlət hər iki yanaşmanın optimal variantından istifadə edir.

## **1.2 İntestisiya siyasətinin qiymətləndirilməsi yolları**

Qloballaşma və investisiyaların beynəlmilləşdirilməsi kontekstində investisiya siyasətinin mühüm prinsipi beynəlxalq əlaqələrin inkişaf etdirilməsi və yerli şirkətlərdə korporativ idarəetmənin beynəlxalq standartlara çatdırılması üçün şəraitin yaradılmasıdır.

İntestisiya fəaliyyətlərinə investisiya və tikinti prosesi daxildir. Onlar olmadan, əsas vəsaitlərin bərpası mümkün deyildir.

İntestisiya fəaliyyəti dedikdə, investisiyaların həyata keçirilməsi üçün investisiya qoyuluşu və ya bir sıra praktiki tədbirlər nəzərdə tutulur. Əsas vəsaitlərin yaradılması və bərpasına sərmayə qoyuluşu kapital qoyuluşu şəklində həyata keçirilir. İntestisiyaya olan tələbatın əsas meyarları məhsulların səmərəliliyinin artırılması və mənfəətin maksimallaşdırılmasıdır.

İntestisiya siyasəti daxili və xarici şəraitdən asılıdır - iqtisadiyyatın vəziyyəti, investisiya fəaliyyətinin səviyyəsi, artım tendensiyaları və tənəzzüllər. İntestisiya sahələri üçün mövcud inkişaf templərini, investisiya məqsədlərini müəyyənləşdirmək, strukturunu formalaşdırmaq, proqnozlaşdırma hesablamaları əsasında tətbiq ediləcək hədəf proqramları və investisiya layihələrinin siyahısını müəyyən etmək lazımdır. İntestisiya proqnozu gələcəkdə iqtisadiyyatın müəyyən sahələrində kapital qoyuluşlarının mühüm tərəflərini öyrənmək üçün çox addımlı

bir prosesdir. Etibarlılıq baxımından investisiyaların proqnozlaşdırılması bütün ölkə (makro), regionlar (mezo), fərdi müəssisələr (mikro) səviyyəsində həyata keçirilməlidir. İntestisiyaların proqnozlaşdırılması prosesi üç mərhələdən ibarətdir:

- mümkün investisiya axınlarının proqnozlaşdırılması;
- investisiya ehtiyacını proqnozlaşdırmaq;
- investisiyaların riskləri nəzərə alınmaqla iqtisadi səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi.

İntestisiya riskləri gəlirlərin itirilməsi ehtimalı baxımından qiymətləndirilir. İqtisadi, maliyyə, siyasi, sosial, ekoloji və s. risklər nəzərə alınır. İntestisiya mühitinin təhlili və qiymətləndirilməsinin risk metodu ilk növbədə strateji investor üçün maraqlıdır. Bu, ərazinin investisiya üçün cəlbediciliyini qiymətləndirməyə imkan verir. Faktor metodunun üstünlükləri bir çox faktor ehtiyatlarının, eləcə də milli iqtisadi sistemin iyerarxiyası; statistik məlumatların istifadəsi; iqtisadiyyatın müxtəlif sektorlarına, regionlara investisiya cəlbediciliyində fərqli yanaşma; bütün mümkün investisiya mənbələrindən səmərəli istifadəni təmin etmək və s amillərin qarşılıqlı təsirini nəzərə alır. Hər bir regionun investisiya reytingi bütövlükdə onun potensialının hər bir elementi və risklərlə qiymətləndirilir. Ümumiləşdirərək belə qeyd etmək olar ki, investisiya mühiti investisiya potensialından riskləri çıxıldıqdan sonra formalaşır.

Dövlətin investisiya proseslərinə təsirləri və tənzimləyici metodları 3 yerə ayrılır: hüquqi, inzibati və iqtisadi - dövlət tərəfindən investisiya fəaliyyətinin stimullaşdırılması üzrə iqtisadi metodlar; dövlət orqanlarının ölkədə investisiya fəaliyyətinə təsirinin inzibati və hüquqi üsulları. İntestisiya fəaliyyətinə dövlət təsirinin dərəcəsindən asılı olaraq, metodlar passiv və aktiv olaraq bölüşdürülə bilər. Passiv metod, sahibkarların göstəricilərə uyğun investisiya planlarının hazırlanması yolu ilə ən effektiv investisiya variantlarını seçmək üçün yönəldilməsi ilə bağlıdır, aktiv metod isə birbaşa dövlət investisiyaları ilə yanaşı, sahibkarların investisiya fəaliyyətinin artırılmasına yönəldilmiş dövlət orqanlarının maliyyə və büdcə tədbirlərinin həyata keçirilməsidir.

Dövlət aktiv metod vasitəsi ilə özəl sahibkarlara investisiya fəaliyyətinin səmərəliliyinin artırılmasına şərait yaratmaq üçün ölkədə əlverişli investisiya mühiti yaratmaq funksiyasını həyata keçirir.

Bəzi investisiyalar birbaşa dövlət tərəfindən həyata keçirilir. Mütəxəssislər dövlətin özəl investorları əvəz etməsinin mümkün olub-olmadığı qənaətinə gəldikdə qeyd etmişlər ki, vacib olan dövlət investisiyalarının həcmi deyil, onların səmərəliliyi, özəl investisiyanı nə qədər artırmasıdır. Dövlət investisiyaları əsasən dövlətin investisiya proqramı ilə müəyyən edilir, hansı ki, uzunmüddətli dövrdə cari məqsədlərə nail olmaq üçün iqtisadiyyata nə qədər və hansı növ investisiya tələb olunur. Dövlət büdcəsindən investisiya layihələrinin birbaşa maliyyələşdirilməsi və ya dövlət maliyyə institutları tərəfindən güzəştli investisiya kreditləri verilməsi şəklinə dövlət investisiyası investisiya fəaliyyətinin mühüm tərkib hissəsidir.

İnvestisiya qərarlarına makroiqtisadi, mikroiqtisadi və institusional alətlər vasitəsilə təsir göstərilə bilər. Birinci qrup ümumi investisiya mühiti yaradan vasitələrdən ibarətdir: onlar faiz dərəcəsinə, iqtisadi artım tempinə və xarici ticarət rejiminə təsir göstərirlər.

İnvestisiyaların tənzimlənməsi üçün mikroiqtisadi alətlər arasında ən effektiv müəssisə sərəncamında qalan vəsaitlərin həcminə birbaşa təsir edən tədbirlərdir. Daxili investisiyanın maliyyələşdirilməsi adətən amortizasiya fondundan və mənfəətdən həyata keçirilir. Bu köklü vergi vasitələrindən investisiya prosesinə dövlət təsiridir. Vergi tənzimlənməsi çərçivəsində, istehsalın və qeyri-istehsal məqsədli kapital qoyuluşlarının maliyyələşdirilməsinə ayrılan mənfəətin sürətləndirilmiş amortizasiyası, investisiya vergi krediti, vergiyə cəlb edilməsi kimi stimül vergitutma formaları mövcuddur.

İnvestisiya siyasətinin institusional alətləri özəl şirkətlərin investisiya qərarlarını öz aralarında və dövlət investisiya proqramları ilə əlaqələndirmə mexanizmlərinin həyata keçirilməsidir. Maliyyə-sənaye qruplarının yaradılması maliyyə kapitalını və real sektoru birləşdirməyə imkan verir.

İnvestisiya sahəsinə dövlət təsir aləti olduqca genişdir: vergi mexanizmi; büdcə mexanizmi; pul siyasəti; gömrük siyasəti; amortizasiya siyasəti və s. Şərti olaraq dövlət tənzimlənməsinin formaları üç qrupa bölünür:

1) Qanunvericilik və hüquqi forma. Bu iqtisadiyyatın hərəkətinin ümumi prinsiplərini, onun istehsalının, sosial və digər əlaqələrini həm ölkə iqtisadiyyatı, həm də xarici fəaliyyətinin ümumi prinsiplərini müəyyən edən bir sıra qanunlar, onların qəbul edilməsi və həyata keçirilməsi mexanizmlərini təşkil edir.

2) Maliyyə - kredit formaları, o cümlədən maliyyə və pul formaları. Bu forma hökumət tərəfindən makroiqtisadi fəaliyyətin tənzimlənməsi, ümumi tələbatın və balansın bərabər səviyyəsinin müəyyən edilməsi üçün istifadə olunur. Müvafiq iqtisadi vəziyyətlə dövlət müxtəlif maliyyə - kredit alətləri vasitəsi ilə proseslərə təsir göstərir:

- vergi siyasəti - vergi dərəcələrinin, vergitutma obyektlərin yaradılması, vergi imtiyazı və üstünlükləri və s.

- pul siyasəti - pul kütləsi, maliyyə qurumlarının Mərkəzi Bankda saxlanması üçün lazım olan ehtiyatların miqdarının formalaşması və dəyişməsi.

- kredit siyasəti-bank kreditləri üzrə diskont dərəcəsi, dövlət qiymətli kağızları ilə bazar əməliyyatları, birbaşa maliyyələşdirmə və s.

- valyuta siyasəti-milli valyutanın məzənnə rejiminin seçilməsi, müvafiq nominal və real məzənnənin yaradılması, valyuta ehtiyatlarının müəyyən edilməsi və s.

- amortizasiya siyasəti - amortizasiya dərəcələrinin yaradılması, amortizasiya fondunun əsaslı təmir və bərpası nisbəti və s.

- gömrük siyasəti-ixrac-idxal gömrük rüsumlarının və kvotaların yaradılması.

3) İnzibati-iqtisadi və inzibati-təşkilati formalara bölünən inzibati forma. Bu forma hökumət qərarları, qanunlar ilə əlaqələndirilir. İnzibati tənzimlənmənin əsas vasitələrinə standartlar sistemi, sərt qaydalar və fəaliyyət çərçivələri, inzibati təsir üçün standart prosedurların işlənməsi, bəzi mal və xidmətlər üçün sabit qiymətlərin və istehsal həcmının yaradılması və s. aid etmək olar.



Hər bir müəssisənin investisiya siyasəti yatırım obyektlərinə görə fərqlənir. real və maliyyə; kapital formalaşdırıcı və portfel növlərə ayrılır. İntestisiya siyasətinin işlənməsi prosesində qoyuluşların konkret istiqamətləri müəyyən olunur.

Müəssisələrin investisiya fəaliyyəti onların əsas investisiya portfelinin müəyyənləşdirilməsi ilə əlaqədardır. İntestisiya portfelinə investisiya növləri və yaxud layihələri daxildir. Portfel real və maliyyə investisiyalaşdırılması mənbəyi olan obyektlərinin cəmi olmaqla, müəssisənin investisiya strategiyasına müvafiq onun investisiya fəaliyyətinin reallaşdırılmasını təşkil edir.

İntestisiya portfelinin tipi və quruluşu əhəmiyyətli dərəcədə müəssisənin investisiya strategiyasının məqsədləri sistemindən asılıdır. İntestisiya portfelinin formalaşdırılmasının əsas məqsədi müəssisənin investisiya strategiyasının realizəsini daha səmərəli və təhlükəsiz real investisiya layihələrinin və maliyyə alətlərinin seçilməsi yolu ilə təmin edilməsidir. İntestisiya portfeli ümumi halda real və maliyyə investisiyaları portfellerindən təşkil olunmuşdur. Real layihələrə sərmayə portfeli, müəssisənin inkişafı və fəaliyyətinin səmərəliliyinin yüksəldilməsinə, maliyyə investisiyaları isə gəlir əldə edilməsinə, başqa müəssisələrin idarə olunmasında iştirakına istiqamətləndirilmişdir.

Maliyyə investisiya portfeli - müəyyən məqsədlərə nail olmaq üçün bir araya gələn bir sıra qiymətli kağızlar və digər aktivlərdir. İntestisiya portfelinin tərkib hissələri qızıl, daşınmaz əmlak, səhmlər və s. ola bilər. Portfelin şaxələndirilməsinin əsas səbəbi, investisiya qoyuluşu riskini minimuma endirməklə mənfəətliliyi təmin etmək üçün müxtəlif alətlərə investisiya yatırmaqdır. Portfelin tərkib hissəsi onun riskini müəyyənləşdirir. Ümumi formada investisiya portfeli seçimi aqressiv və konservativ olmaqla fərqlənir. Aqressiv seçim yüksək riskli və uyğun olaraq yüksək gəlirli seçimdir. Bu zaman portfelin tərkibində səhm payı çox, istiqraz isə az olur. İstiqraz borc sənədidir və gəliri sabitdir. Səhm isə mülkiyyət hüququ verir, bazarın vəziyyətindən asılı olaraq gəliri dəyişə bilər. Konservativ seçim isə daha az riskli və az gəlirli seçim növüdür. Burada 80/20 nisbəti gözlənilir, belə ki portfel 80% istiqrazlardan, 20% isə səhmlərdən ibarət

olur. Moody's və Standart and Poor's reyting şirkətləri tərəfindən verilən təsnifat reytingində maksimum risksiz olan ən yüksək keyfiyyətli istiqrazlar AAA, orta səviyyədən aşağı olan istiqrazlar isə BBB kateqoriyasına aiddir. CCC səciyyəli istiqrazların risk səviyyəsi çox yüksəkdir, ona görə də bu cür istiqrazlara yüksək faizlər ödənilir. D yüksək inkişaf potensialına malik, lakin müflisləşmə ehtimalı da yüksək olan şirkətlərin istiqrazlarıdır.

İstiqrazların reytingi onların gəlirlilik səviyyəsi ilə əlaqədərdir. Gəlirlilik arasında fundamental bağlılıq özünü dünya təcrübəsində göstərir. Reyting nə qədər aşağı olarsa, gəlirlilik və risk bir o qədər yüksək olur. İstiqrazlar arasında ən etibarlı, yəni ən aşağı riskli olan dövlət iqtisadlarının gəlirlilik səviyyəsi minimal olur. Onlara yatırılan vəsaitlər risksiz hesab olunur. Kompaniya istiqrazlarının risklilik səviyyəsi isə yüksək olur.

İnvestisiya fəaliyyəti investisiya siyasəti vasitəsilə həyata keçirilir. İnvestisiya siyasəti dedikdə, iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrində investisiya vəsaitlərinin əldə olunması mənbələri, həcmi və istifadə istiqamətlərinin təyin edilməsi tədbirləri nəzərdə tutulur. (Mahmudova, 2017)

### **1.3. Suveren fondların yaradılması zərurəti**

İqtisadi ədəbiyyatlarda gəlir anlayışı ilə bərabər maliyyə ehtiyatı anlayışından da istifadə edilir. Lakin onlar gəlirlə eyni məna daşımır. Onu deyə bilərik ki, adətən, maliyyə ehtiyatları öncədən nəzərdə tutulmamış tədbirlərin, xərclərin maliyyələşdirilməsi üçün yaradılan ehtiyat fondları ilə qarşılaşdırılır. Maliyyə ehtiyatları isə dövlətin və ya müəssisənin malik olduğu gəlir və yığımlarının cəmidir. Maliyyə ehtiyatları mərkəzləşdirilmiş fondlara və qeyri mərkəzləşdirilmiş maliyyə ehtiyatlarına bölünür. Mərkəzləşdirilmiş ehtiyatlara dövlət büdcəsi, büdcədən kənar fondlar, qeyri mərkəzləşdirilmiş ehtiyatlara müəssisənin pul vəsaiti fondları aiddir.

Dövlətin maliyyə ehtiyatlarının formalaşmasının mühüm mənbələrindən biri istehsal sferası təşkil edir, 2-ci əsas mənbəyini isə əsas fondların dəyərinin bir miqdarı ilə yaranan amortizasiya fondu təşkil edir. Mərkəzləşdirilmiş maliyyə

ehtiyatlarını formalaşdıran digər mənbələrə isə dövlət və şəxsi sosial sığorta, əmlak fondları, büdcədən kənar fondlara müəssisələr tərəfindən edilən ayırmaları misal göstərmək olar. Mərkəzləşdirilmiş ehtiyatların bir hissəsi ölkənin qızıl ehtiyatlarının, digər hissəsi vergilər, rüsumlar, həmçinin istiqrazlar və lotareyalardan daxil olmalar hesabına formalaşır. Ümumiləşdirsək deyə bilərik ki, dövlətin maliyyə ehtiyatları dövlət, müəssisələrin, habelə əhalinin sərəncamında olan pul vəsaiti formaları və daxil olmalardır.

Ümumilli lider Heydər Əliyev tərəfindən 02.07.2002-ci il tarixli 358-IIQ nömrəli «Büdcə sistemi haqqında Azərbaycan Respublikası Qanunu»nda AR-də dövlət və bələdiyyə pul fondlarının ümumi olaraq aşağıdakı növləri göstərilmişdir:

- Büdcə
- Büdcədən kənar fondlar (DNF, DSMF)
- Məqsədli büdcə fondu (Avtomobil Yolları MBF)
- Ehtiyat fondu (Dövlət büdcəsinin Ehtiyat Fondu-əsasən hər il büdcə gəlirlərinin 1-5%-i arası müəyyən edilir; Prezidentin Ehtiyat Fondu- hər il büdcə gəlirlərinin 2%-dən çox olmamaqla müəyyən edilir)

Respublikamızda büdcədən kənar fondlar bazar münasibətlərinə keçid dövründən təşəkkül tapmışdır. Bu fondlar müəyyən məqsədli tədbirlərin maliyyələşməsi üçün yaradılır və dövlət büdcəsi ilə əlaqəsi yoxdur. Lakin AR-də onların büdcəsi dövlət büdcəsinin tərkibinə daxildir və xəzinədarlıq onların fəaliyyətinə nəzarət həyata keçirir. Dövlət bu fondlar vasitəsilə müxtəlif vəzifələrin həllini təşkil edir: əhalinin sosial müdafiəsinin, sağlamlığının, rifah halının yüksəldilməsi, infrastrukturun inkişaf etdirilməsi və s. Onların sayının artmasının müxtəlif səbəbləri vardır. Qeyri sabit şərait vəziyyətində dövlətin iqtisadiyyata müdaxiləsi və sahibkarlığa yardım məqsədinin göstərilməsi üçün vəsaitə ehtiyac olur. Bu ehtiyac fondların yaradılması ilə təmin edilir. Büdcədən kənar fondlar milli gəlirin yenidən bölgüsü nəticəsində formalaşır.

Büdcədən kənar fondlar məqsədli təyinatla yaradılır, onların vəsaitlərindən dövlət büdcəsinə daxil olmayan xərclərin maliyyələşdirilməsi üçün istifadə olunur,

gəlirləri məcburi ödənişlər vasitəsilə yığılır, lakin sonradan digər gəlir mənbələrinə də malik ola bilərlər. Onların gəlirləri müxtəlif mənbələrdən formalaşa bilər:

- Bütçə vəsaitləri
- Uyğun qanunvericilik qərarları ilə müəyyənləşdirilmiş məcburi ödəmələr (vergilər, yığımlar)
- Könüllü ödənişlər
- Fondun kommersiya fəaliyyətindən daxilolmalar

Büdcədən kənar fondların yaradılması dövlətin sosial iqtisadi siyasətinin həlli mexanizmlərindəndir ki, dövlət əhəmiyyətli proqramların maliyyələşdirilməsi üçün əhali gəlirlərindən istifadə edir. Bu cür fondların maliyyə vəsaitləri dövlət mülkiyyətində hesab olunur və digər qanunda nəzərdə tutulmayan tədbirlərə xərclənmə bilməz. Ümumilikdə büdcədən kənar fondlar istiqamət məqsədinə görə 3 yerə bölünür: iqtisadi (ARDNF, Sahibkarlığın İnkişafı Fondu), sosial (DSMF, Bilik Fondu), təbiəti mühafizə xarakterli (Təbiəti Mühafizə Fondu, Meşələrin qorunub saxlanması və təkrar istehsalı Fondu).

Dünya ölkələrində bu tipli müxtəlif növ fondlar yaradılıb və fəaliyyət göstərir. Məsələn, investisiya, vençur, qarşılıqlı, kredit və s. fondlar. Investisiya fondları - qiymətli kağızların alınması üçün istifadə olunan çoxsaylı investora məxsus olan kapital tədarüku olaraq, hər bir investor öz səhmlərinin mülkiyyətinə nəzarət edir. İntestisiya fondları investora onların əldə edə biləcəyindən daha geniş investisiya imkanları, idarəetmə təcrübəsi və aşağı investisiya xərclərini təklif edir. Bu fondların 2 növü vardır. Açıq investisiya fondunda investora əlavə vəsait cəlb etmək üçün yeni səhmlər buraxılır. Vəsaitlərin geri qaytarılması halında isə fond səhmləri cari bazar məzənnəsilə geri alır. Qapalı investisiya fondu isə müəyyən bir sayda adi və imtiyazlı səhm, hətta istiqrazların buraxılışını həyata keçirən investisiya fondlarıdır. Fonda səhmlərin buraxılması müəyyən edilmiş qaydada və həcmdə aparılır. Digər fond növü Vençur fondları isə əsasən innovativ start-up tipli riskli layihələrə birbaşa investisiya yatırımı formasında maliyyələşdirilməni həyata keçirir.

Respublikamızda investisiya fondlarının hüquqi bazasını Prezident İ.Əliyev tərəfindən təsdiq edilmiş 22 oktyabr 2010-cu il tarixli 1101-IIIQ nömrəli qanun təşkil edir. Həmin qanuna əsasən investisiya fondları paylı və səhmlə ola bilər.

Dünyada fondların bir çox növü vardır və hər birinin fəaliyyət istiqamətləri fərqlidir. XX əsrdən bəri sayı sürətlə artan suveren fondlar həm sayları cəhətdən, həm də sahib olduqları vəsaitlərin artması hesabına global maliyyə bazarlarının əhəmiyyətli iştirakçılarna çevrilmişdir. Bu fondların sayının getdikcə artması səbəblərinə aşağıdakıları misal göstərmək olar:

- iqtisadiyyatın qeyri-sabitliyi vəziyyətində dövlətin müdaxiləsi və sahibkarlığa maliyyə köməkliyini göstərməsi üçün əlavə vəsaitə ehtiyac yaranması,
- bu fondlarda müsbət saldo qalığı zamanı büdcə kəsrinin örtülməsində istifadə oluna bilməsi.

Bir sıra alimlərə görə, suveren fondlar, dövlət tərəfindən dövlətin sərvətlərinin yığılması və sərvətlərin səmərəli idarə edilməsi məqsədilə yaradılmış məqsədli investisiya fondlarıdır.

Dövlətlər öz resurslarının gəlirini bir gün bitirəcək, məsələn, neftin ixracı yalnız günümüzün xalqı üçün deyil, gələcək nəsillərin istifadəsi üçün investisiya oluna bilər. Bu mənada, suveren fondlar bu günün gəlirlərini sabah bu gəlirdən məhrum olanlara köçürür. Resurs ixracından asılı olan ölkələr valyutanın dəyərindən asılıdır, əgər valyutanın dəyəri sabah düşərsə, ölkənin gəlirləri düşəcəkdir və ya bazarda valyuta yığımları başlasa, insanlar asanlıqla valyuta ala bilərlər. Bunun qarşısını almaq üçün ixracatı idxaldan çox olan ölkələr qazandıqları xarici valyutaya sərmayə yatıraraq gələcək nəsillərə investisiya edə bilərlər. Ümumiyyətlə, belə qəbul edilmişdir ki, bu cür fondların yaradılması dövlətin maliyyə resurslarının onun sosial-iqtisadi siyasətinə uyğun bölüşdürülməsi formalarındandır. Bu zaman dövlət əhali gəlirlərinin bir miqdarını müxtəlif sosial-iqtisadi tədbir və layihələrin maliyyələşdirilməsi üçün səfərbərliyə alır. Bu cür fondların formalaşması dövlətin 2 əhəmiyyətli vəzifəsinin həllinə şərait yaradır:

- iqtisadiyyatın öncül sahələrinin əlavə vasaitlərlə təmini,
- əhaliyə göstərilən bir sıra sosial xidmətlərin genişləndirilməsi.

Suveren sərvət fondları ölkənin strateji və uzunmüddətli prioritetlərini dəstəkləmək üçün istiqrazlara, daşınmaz əmlaka, qiymətli metallara, həmçinin həm real, həm də maliyyə aktivlərinə sərmayə qoyan dövlət investisiya fondudur. SSF-nin məqsədi, ölkənin strateji, iqtisadi və ya sosial prioritetlərini inkişaf etdirmək üçün global bazarlar daxilində dövlətə məxsus xüsusi kapitala investisiya qoymaqdır. Bu prioritetlər müəyyən bir iqtisadiyyatı daxili və ya xarici şoklardan qorumaq üçün müəyyənləşdirilmiş stabilizasiya prioritetini əhatə edir. Ümumi götürdükdə, yeni iş yerlərinin yaradılması, infrastrukturun inkişafı və ya iqtisadiyyatın şaxələndirilməsi kimi strateji inkişaf prioritetlərinin yayılmasına yönəlib. Suveren fondların fəaliyyətinə aid məsələlər bir neçə iri ixtisaslaşmış qurum tərəfindən idarə olunur: Suveren Fondların Beynəlxalq Forumu, Suveren Fondların İnstitutu və Suveren Fondların Araşdırılmasına dair Beynəlxalq Forum. Suveren Fondların Beynəlxalq İşçi Qrupu tərəfindən hazırlanmış, 2008-ci ildə qəbul edilmiş, Santiaqo prinsipləri kimi də adlanan, 24 prinsipdən ibarət “Ümumi qəbul edilmiş Prinsip və Normalar” Suveren Fondların Beynəlxalq Forumunun əsas bünövrəsidir. Bu prinsiplərin məqsədi suveren sərvət fondları üçün yaxşı idarəetmə, hesabatlılıq, şəffaflıq və ehtiyatlı investisiya təcrübələrini təşviq etməkdir. Bütün SFBF üzvləri könüllü olaraq prinsipləri dəstəkləyir və onları idarəetmə və investisiya təcrübələrində tətbiq etməyə çalışırlar. SFBF, üzvlərini hər iki ildən bir özünüqiymətləndirmə aparmağa və təcrübələrinə dair müntəzəm olaraq nümunəvi tədqiqatlar aparmağa çağırır. (<http://www.ifswf.org/>, 2019)

Sərvət fondlarının əksəriyyəti neft ixrac edən ölkələrdə və ya Şərqi Asiyada yaradılıb. Suveren fondlar maliyyələşmə mənbəyinə görə 2 kateqoriyaya ayrılır:

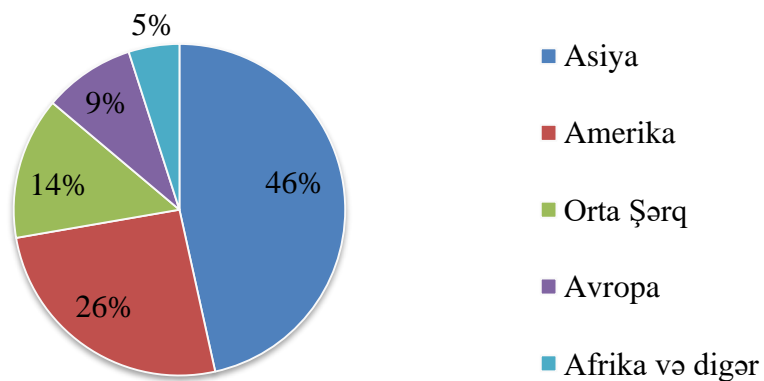
- mənbəyi təbii resurs, xammal olan,
- başqa mənbələrdən (xarici valyuta ehtiyatları, büdcə profisiti və s.) formalaşan fondlar.

Maliyyələşmə mənbəyi xammal olan fondlar təbii resursların (əsasən neft və qaz) ixracından əldə olunan gəlirlərin hesabına formalaşdırılır. Bu fondların əsas məqsədi resurs daxilolmalarından gələn vəsaitlərin bir yerdə cəmlənməsi, həmin vəsaitlərin ölkənin inkişafı məqsədilə istifadəsi və gələcək nəsillər üçün

qorunmasını təmin etməkdir. Xammalın qiyməti resurs daxilolmalarına təsir edir. Son 10 il ərzində əmtəə qiymətləri tarixən müşahidə edilən orta qiymətdən daha yüksək olmuşdur ki, bu da həmin vəsaitlərin həcmində və idarə olunan aktivlərdə əhəmiyyətli artıma səbəb olmuşdur. Digər maliyyə mənbələrindən formalaşan fondlar, adətən, cari hesabın profisitləri hesabına yaranan artıq valyuta ehtiyatları ilə maliyyələşdirilir. Hazırda fondların əksəriyyəti xammal ixracından gələn gəlirlər hesabına maliyyələşdirilir, lakin digər maliyyə mənbələri üzrə formalaşan fondlar 2015-ci ilədək ümumi fondların həcmnin 50 %-ni təşkil etmişdir.

1953-cü ildə ilk dəfə artıq neft gəlirlərini investisiya etmək və ölkəni yeganə resurs ehtiyatından diversifikasiya etmək üçün Küveyt İnvestisiya İdarəsi yaradılmışdı. İki ildən sonra Mərkəzi Sakit Okeanda suveren dövlət olan Kiribati Respublikası, xarici valyuta ehtiyatlarını saxlamaq və qurmaq üçün dünyanın ikinci sərvət fondunu yaradıb. Müvafiq olaraq, 1976, 1981 və 1990-cı illərə qədər Əbu Dabinin İnvestisiya İdarəsi, Sinqapur Dövlət İnvestisiya Şirkəti və Norveç Dövlət Pensiya Fondu yaradılmışdır. O zamandan bəri dünyada sayı 120-dən çox olan dövlət sərvət fondları yaradıldı. Xüsusilə, ilk top 10 SSF dünyanın ümumi sərvət fondlarının 80% -nə, ilk 20 SSF isə 90% -nə nəzarət edərkən, Çin və Sinqapur isə birlikdə aktivlərinin dəyərində əsasən 20 ən böyük suveren fondlardan altısına nəzarət edir.

**Diaqram 1: SSF-lərin region üzrə bölgüsü**



**Mənbə:** Sovereign Wealth Fund Institute, <https://www.swfinstitute.org/sponsor-content/delegate-breakout-institute-fund-summit-2016-asia/> (02.04.2019)

Dünyada SSF-lərin ən çox olduğu region Asiyadır. Bu regionda Çin və Sinqapur SSF-lərin sayına görə liderlik edir.

BVF-ə əsasən SSF-in 5 növü vardır:

1) Stabilizasiya Fondları - "Yağışlı gün fondları" da adlandırılan stabilizasiya fondları, müəyyən bir sənayedə, məsələn, iqtisadiyyatı neftdən asılı ölkələrdə, həmin sərvətlərin satışından gələn gəlirlərin stabilliyini təmin edir. Məsələn, Çili İqtisadi və Sabitlik Fondu, Rusiya Neft Fondu.

2) Yığımlar - Bərpa olunmayan təbii ehtiyatları daha sürətlə və daha uzun müddətli maliyyə aktivlərinə çevirməklə, nəsillərarası bərabərlik, qənaət və sərvət köçürmələri yaratmaq üçün yaradılmış fondlardır. Məsələn, ABŞ Alyaska Daimi Fondu, Rusiya Milli Rifah Fondu, Əbu-Dabi İnvestisiya İdarəsi, Kanadanın Alberta Yığımlar İnam Fondu.

3) Pensiya fondları - Müəyyən bir ölkənin sosial rifahının və ictimai pensiya sistemlərinin pul ehtiyaclarını dəstəkləmək üçün nəzərdə tutulmuşdur. Bu Hökumətin gələcək mümkün dövlət borcları üçün vəsait təmin edən fond növüdür. Məsələn: Avstraliya, İrlandiya, Yeni Zelandiya Fondları

4) Ehtiyat fondları - Ölkənin xarici ehtiyatlarının bir hissəsini və ya hamısını tam olaraq idarə edir. Onlar yüksək məhsuldar və uzunmüddətli aktivlərə investisiyalar qoyur, xarici ehtiyatların saxlanılması üçün xərcləri azaltmaq məqsədi ilə yaradılır. Çin, Koreya və Sinqapur İnvestisiya Korporasiyası bu cür global SSF-dən ən böyüyüdür.

5) İnkişaf Fondları - Ölkənin potensial istehsalını artırmaq üçün sənaye siyasətini həyata keçirmək və sosial-iqtisadi layihələri maliyyələşdirmək üçündür. Misal: Birləşmiş Ərəb Əmirlikləri, İran, Rusiya, Sinqapur, Malayziya, Qazaxıstan, Braziliya və Venesuela kimi ölkələrin üstünlük verdiyi bir fond növüdür. (Abdullah, Papaioannou, & Martin, 2013)

SSF-in uğuru onun məsuliyyətli investisiya siyasətindən asılıdır. Bunlara investisiya təcrübələrində diqqətlik, bacarıq və ehtiyatlıq, həmçinin Fondun fəaliyyətinin risklərini müəyyən etmək, qiymətləndirmək və idarə etmək üçün sağlam çərçivə daxildir. Misal üçün, SSF-nin ən geniş yayılmış forması olan



sabitləşdirmə fondları konservativ şəkildə investisiya edə və nisbətən daha böyük likvid aktiv ehtiyatlarına malik ola bilər. Əksinə, Ehtiyat Fondları daha uzun müddətdə daha yüksək gəlir əldə etməyə çalışır və alternativ investisiyalar daxil olmaqla, bütün əsas aktiv siniflərə investisiya yatıra bilər. Pensiya Fondları hətta birbaşa borc öhdəlikləri olan vəsaitlərə oxşar portfelləri seçməklə, onların investisiya siyasətini aktiv və məsuliyyət kontekstində müəyyən edə bilərlər. SSF-lər qısa və uzun müddətli dövr üçün investisiya yatıra bilərlər. Qısamüddətli dövrdə istiqraz və ictimai səhmlər kimi aktivlərə, uzunmüddətli dövrdə isə digər alternativ aktivlərə investisiya yatırirlar.

Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondu qlobal miqyasda, yaradılış xüsusiyyətinə və vəzifələrinə əsasən Suveren investisiya fondu sayıla bilər. Əsən stabilizasiya və yığım növlərinin qarışığı olan bir fond kimi müəyyən etmək olar.

#### **1.4. Dünyada suveren fondların fəaliyyətlərinin iqtisadi inkişafa təsiri**

2000-ci illərin əvvəllərindən bəri sayı sürətlə artan Suveren Sərvət Fondları artıq beynəlxalq iqtisadi və maliyyə sferasında böyük bir oyunçudur. Daha çox təbii resurslardan gələn gəlirləri və ixrac gəlirlərini qiymətləndirmək üçün yaradılan bu dövlət fondları son illərdə milli inkişaf strategiyaları üçün istifadə edilən, eləcə də xarici investisiyaların həyata keçirilməsinə yönəldilmiş vasitələrə çevrilmiş, nəticədə daxili investisiyalara yönəldilmiş və Suveren Sərvət Fondlarının (SSF) sayı da artmışdır.

SSF-in əksəriyyəti neft kimi mühüm təbii ehtiyatları olan ölkələrdə yaradılıb. Belə ölkələrdə SİF yaradılması üçün əsas səbəb resurs gəlirlərinin xüsusiyyətləri, yəni resurs qiymətlərinin yüksək dəyişkənliyi, hasilatın proqnozlaşdırıla bilinməməsi və resursların tükənən olmasıdır. Demək olar ki, fondların yaradılmasına 2 amil təkan verdi:

- 1) Neft və ya digər mineral resursun tükənən olduğunu bilərək gələcək nəsillərə bu resursların satışından əldə edilən gəlirin bir hissəsini saxlamaq aktual məsələyə çevrildi;

2) Dünya bazarında neftin qiymətinin kəskin qalxıb enməsindən narahatlıq yaşayan bir sıra dövlətlər iqtisadi inkişafın bu yöndən əziyyət çəkdiyini görüb çıxış yolu olaraq əldə edilən gəlirin bir hissəsini sabitləşmə fonduna yığmaq, ehtiyac yarandıqda isə iqtisadi sabitliyi təmin etmək üçün həmin vəsaitdən istifadə etmək qərarına gəldilər. (Əhmədov, Əzizova, & Qarayev, 2005)

Neftlə bağlı fondlar Ərəb Körfəzi ölkələrində, Rusiya, Norveç və keçmiş Sovet Respublikalarında yaradılmışdır. İkinci böyük əhəmiyyətli SSF qrupu ölkələrin geniş xalis ixracat xüsusiyyəti ilə bağlı yaradılıb və bu ölkələr, əsasən, Sinqapur, Koreya, Çin kimi Asiya ölkələri və digər Şərqi Asiya ixracatçılarıdır. Bütün SSF-lər mənbə və forma baxımından bənzərdir, lakin ölkələrinin şərtlərini, siyasi prioritetlərini və məsuliyyət strukturlarını əks etdirən bir çox hallarda heterojendir. Əlavə 2-də SSF-lərin əsas hədəfləri və yaradılma məqsədləri 3 kateqoriyada göstərilmişdir. SSF-lərin ümumi vəzifələri olsa da hər birinin özünəxas xüsusiyyətləri vardır.

ARDNF vəzifələrində əsasən iqtisadi inkişaf və makroiqtisadi sabitliyi qorumaq əsaslı yer tutur. İqtisadi inkişafa kömək məqsədilə fond ölkədə müxtəlif sosial-iqtisadi layihələrin, infrastrukturun inkişafı məqsədilə maliyyələşdirmələrini həyata keçirir. DNF ölkənin iqtisadi inkişaf strategiyası üçün əhəmiyyətli bir tamamlayıcı qüvvəsi olaraq qəbul edilməlidir. SSF-lərin ümumi məqsədlərinə gəldikdə isə onlara aşağıdakıları aid etmək mümkündür:

- hökumətin əlavə xərclərini dəstəkləmək üçün resurs gəlirlərinin dəyişkənliyinin tarazlanması,
- valyutanın qiymətləndirilməsinin idarə edilməsi,
- yerli iqtisadi potensialın inkişaf etdirilməsi,
- sosial xidmətlərin (məsələn, səhiyyə və təhsil) maliyyələşdirilməsi,
- nəsillərarası sərvət köçürülməsində vasitəçilik,
- eləcə də dövlət resurslarının mənimsənilməsi və yanlış bölgüsünü məhdudlaşdıran bir vasitə olaraq bir çox məqsədlərə nail olmaq.

Hazırda 78 aktiv Suveren Sərvət Fondu mövcuddur. 57 ölkə ən azı bir SSF yaradıb. Yaxın Şərq, Çin, Cənub-Şərqi Asiya və Norveç SSF-nin dörd ən fəal

qütbüdür. SSF-nin ümumi bazar dəyəri 2018-ci ildə 7,6 mlrd dollar təşkil etmişdir ki, 10 SSF ümumi SSF aktivlərinin 74%-ni təşkil edir. Fondların 51%-i mənbəyi hidrokarbon ehtiyatı olan (məs, Küveyt və Əbu Dabi İnvestisiya Şirkətləri), 48%-i əmtəə (məs, GİC), 1%-i isə qeyri-əmtəələrdən (Pula Fondu, kapitalını almaz ehtiyatından əldə edir) təşkil olunmuşdur.

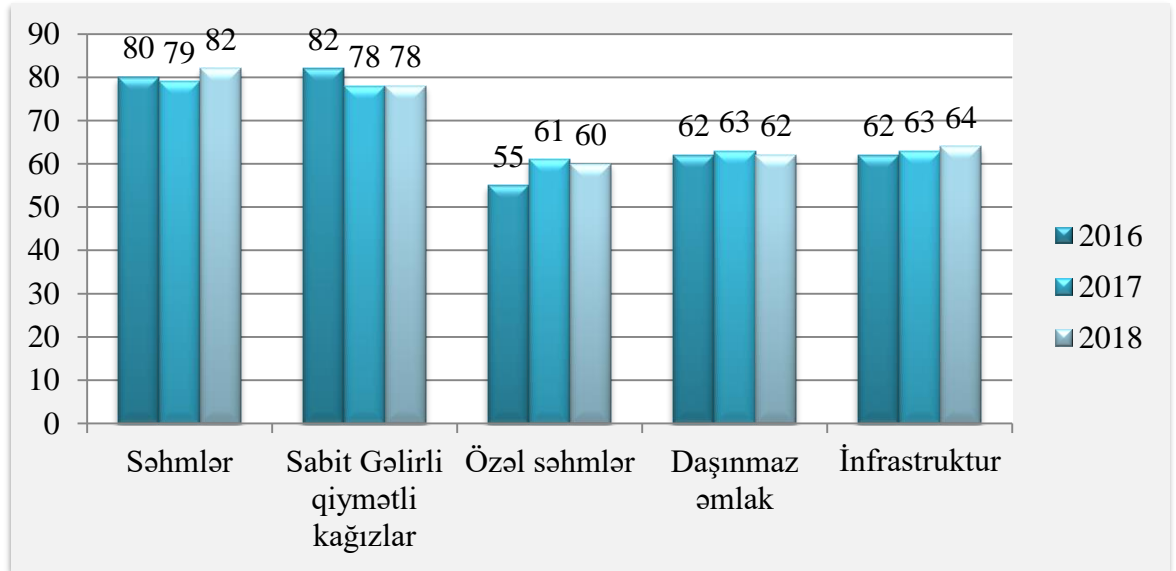
Hər bir SSF unikaldir. Onlar fərqli investisiya portfelinə, strategiyalara və müəyyən edilmiş məqsədlərə malikdir. Lakin əksər fondların əsas məqsədi tükənən ehtiyatların hasilatından əldə edilən gəlirləri gələcək nəsillərlə bölüşülməsinin təmin edilməsidir.

İqtisadiyyata qəfil xarici valyuta axınları "Holland xəstəliyi"nə səbəb ola bilər. Bu zaman milli valyuta məzənnəsinin yüksəlməsi istehsal kimi ixracdan asılı sektorların rəqabətədavamlılığını zədələyə bilər. Bunun mexanizmləri ondan ibarətdir ki, xarici valyuta axınları milli valyuta almaq üçün istifadə olunur və beləliklə, onun dəyərini yüksəldir. Həmin daxilolmalardan irəli gələn hər hansı bir inflyasiya mal istehsalının dəyərini artıracaq və bu da beynəlxalq rəqabətədavamlılığa daha çox zərər verəcəkdir. Potensial inflyasiya mexanizmində olduğu kimi, vəsaitin milli valyutaya konvertasiya etməkdənsə ABŞ dolları kimi xarici valyutada saxlanması milli valyuta məzənnəsinin yüksəlməsi istiqamətində təsiri azalda bilər. Əmtəə qiymətləri yüksək olduqda, sabitliyi pozan "gəlir seli"nin və "Holland xəstəliyi"nin mənfi təsirlərinin qarşısını almaq üçün gəlirlər fonda daxil edilir. Qiymətlər aşağı olduqda, fond gəlirləri normallaşdırma və maliyyə mühitinin proqnozlaşdırıla bilməsinə imkan yaratmaq üçün büdcəyə pul transfer edə bilər.

2014-cü ildən təxminən 2016-cı ilin yanvar ayına qədər təbii resursların qiymətindəki azalma global artımın ləngiməsi ilə müşayiət olunmuşdur. İlk olaraq ticarətdə azalma görülmüş, nəticədə investisiya yatırımında zəiflik və məhsuldarlığın azalması baş vermişdir. Bu proseslər təkcə resurs ixracatçısı ölkələrlə məhdudlaşmamış, digər ölkələrin iqtisadi inkişafına da maneələr yaratmışdır. Resurs asılılığına qarşı həyata keçirilən tədbirlər içində Səudiyyə Ərəbistanının hazırladığı "Saudi Vision 2030" layihəsi xüsusi strategiyası ilə

fərqlənir. Bu layihəyə əsasən, ölkənin malik olduğu suveren sərvət fondu dünyada bir nömrə olmalı, innovativ texnologiyalar tətbiq edilməli və dövlət qulluğunda dərin islahat işləri aparılmalıdır. Bu proqram xüsusən dövlət xərclərinə önəm verir. Hökumət dövlət strukturunun fəaliyyətini “performansın ölçülməsi” ilə dəyərləndirmək üçün xüsusi qurumlar yaratmışdır.

**Qrafik 1. SSF-lərin ümumi yatırımında əsas aktiv siniflər, illər üzrə %-lə**



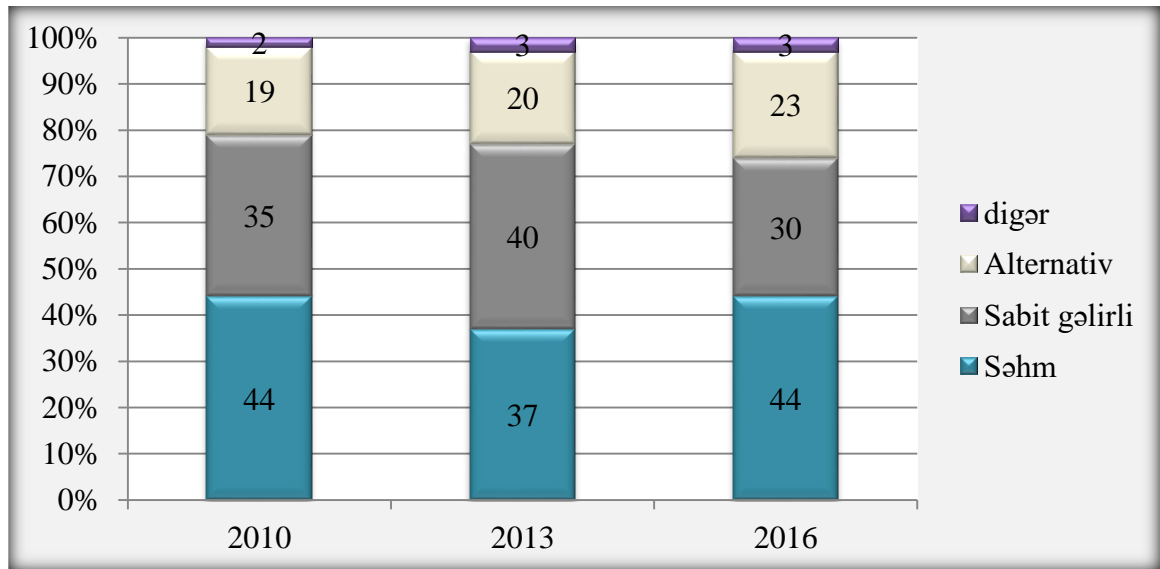
**Mənbə:** Preqin special report: Sovereign Wealth Funds 2018, <https://docs.preqin.com/reports/Prequin-Special-Report-Sovereign-Wealth-Funds-August-2018.pdf>

Bir qayda olaraq, suveren fondlar qoyulan vəzifələrə uyğun, öz vəsaitlərini uzunmüddətli alətlərə yerləşdirilən yüksəkgəlirli aktivlərdən tutmuş qısamüddətli alətlərə yerləşdirilmiş ani likvidli daha az gəlirli aktivlərə qədər yerləşdirirlər. Bununla bərabər, suveren fond nə qədər möhkəm olarsa, investisiya portfelinin yerləşdirilməsindən daha yüksək dividendlər almaq üçün onun rəhbərliyi daha çox riski öz üzərinə götürə bilər. Qrafik 1-dən görüldüyü kimi suveren sərvət fondları geniş aktiv siniflər arasında sərmayə qoyur. Səhm və sabit gəlirli qiymətli kağız kimi ənənəvi aktiv sinifləri, fondların investisiya portfelinin əhəmiyyətli bir hissəsini təşkil edir (uyğun olaraq 82% və 78%).

Aktivlərin həcmi hər növbəti il getdikcə artmışdır. Lakin onların ümumi pay tutumunda dəyişiklik baş vermişdir. Sabit gəlirli qiymətli kağız aktivlərində

azalma müşahidə olunmuşdur. Tarixi olaraq, SSF-lərin əksəriyyətinin strategiyasında sabit gəlirli qiymətli kağızlar mərkəzi mövqedə olmuşdur.

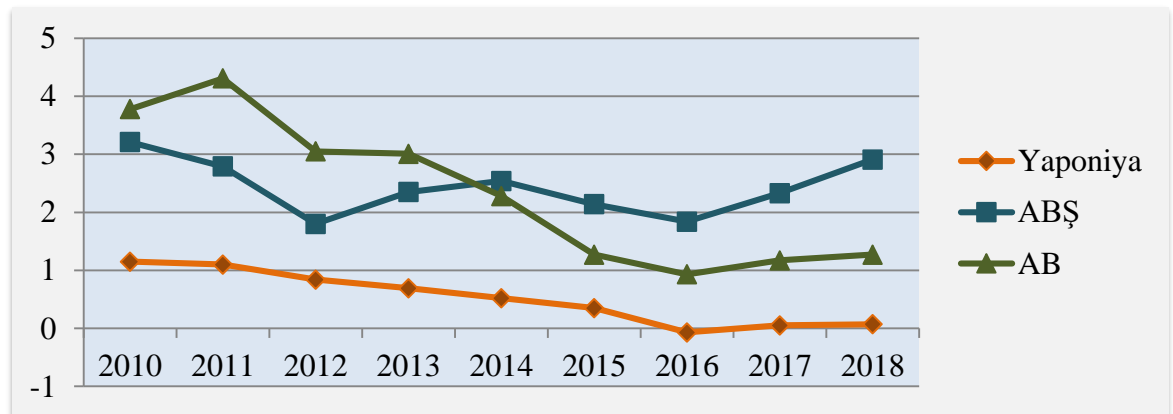
**Qrafik 2. Ümumi portfel üzrə aktiv siniflərinin bölüşdürülməsinin təkamülü**



**Mənbə:** PWC, <https://www.pwc.lu/en/alternative-investments/docs/pwc-sovereign-wealth-funds.pdf>

Bununla yanaşı, düşən faiz dərəcələri sabit gəlirli məhsulların cəlbediciliyini azaltmışdır. Qrafik 3-dən görüldüyü kimi 2010-cu ildən 2016-cı ilə qədər İEÖ-də əsasən dünyanın əsas güc mərkəzləri olan ABŞ, Yaponiya və Avropa Birliyində (AB) faiz dərəcələrində azalma baş vermişdir:

**Qrafik 3. ABŞ, Yaponiya, AB-də 2010-2018-ci il arası faiz dərəcələrinin dəyişməsi**



**Mənbə:** İqtisadi Əməkdaşlıq və İnkişaf Təşkilatı (OECD) <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>

Faiz dərəcələrinin aşağı düşməsi də birbaşa olaraq sabit gəlirli aktivlərin gəlirliliyinin aşağı düşməsinə və cəlbəciliyinin azalmasına səbəb olmuşdur.

Əlavə 1-dən (səh. 80) görüldüyü kimi, aktivlərinə görə ən böyük SSF Norveç Fondudur və fond risklərin diversifikasiyasını və maksimal gəlirliliyi təmin etmək üçün geniş şəkildə investisiya yatırır. Neft gəlirlərinin sağlam və gəlirli formada tənzimlənməsi və mənfi təsirlərin neytrallaşdırılması vəziyyətindən söhbət açarkən Norveç təcrübəsindən danışmaq məqsədəuyğun ola bilər. 1965-ci ildən neft bumunun yaşanması ilə 70-ci illərin ortalarına kimi ölkədə “ Holland sindromu” müşahidə edilirdi. Bunun qarşısının alınması üçün ölkədə bir sıra tədbirlər görülməyə başladı:

- insan kapitalının inkişafı üçün əsas investisiyalar təhsil, elm, sosial müdafiə və səhiyyəyə yatırıldı,
- əmək haqqının yüksək olması səbəbindən digər sektorlardan neft-qaz sektoruna kadr axımının qarşısını almaq üçün vahid mərkəzləşdirilmiş əmək haqqı sistemi formalaşdırıldı,
- Milli iqtisadiyyatı, xüsusilə qeyri-neft sektorunu neft gəlirlərindən sterilizasiya etmək üçün Norveç Dövlət Pensiya Fondu yaradıldı,
- 1970-ci ildə Neft-qaz sənayesinin prinsipləri imzalandı ki, onun ümumi mənası: Norveç neftdən asılılığın olmaması üçün bu sektorla yanaşı digər sektorların da paralel inkişafını qarşıya məqsəd qoydu və bu sənəddə investisiya yatırın şirkətlərin neft-qaz sənayesi ilə bərabər digər sektorların da inkişafına dəstək olmalı olduqları qeyd edildi.

Fonda yığılan vəsait əsasən gələcək nəsillər üçün qorunur. Belə ki, oxşar fondlardakı vəsaitlər hakimiyyət tərəfindən istifadə edilə bilərsə, Norveçdə istifadə imkanları məhduddur. Fondun vəsaitləri çətin sosial-iqtisadi vəziyyətlər üçün nəzərdə tutulmuşdur. Fondun bütçəyə transfertlər də həyata keçirilir ki, həmin vəsaitlərin həcmi Parlament tərəfindən müəyyən edilir. Bunun əsas üstünlüyü ondan ibarətdir ki, iqtisadrdə olan hakimiyyət vəsaitlərin transfertində təkbaşına qərar verə bilmir. 2001-ci ildə verilən qərara əsasən fondun bütçəyə transfertə bütçə xərclərinin 4%-i həcmində limit qoyulmuşdur. Vəsaitlərin təyinatına

gəldikdə isə, həmin vəsaitlər yalnız qeyri-büdcə kəsrinin örtülməsi üçün istifadə edilə bilər.

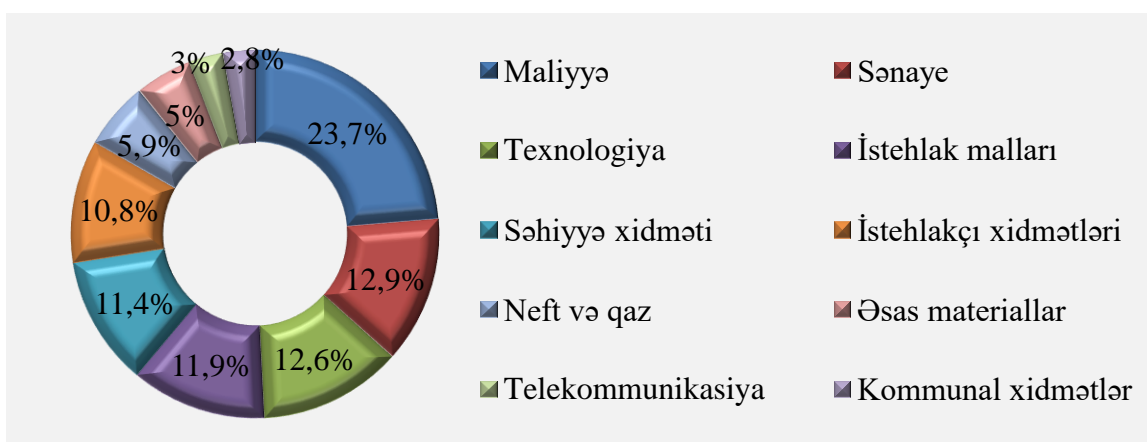
Fondun hüquqi bazasını Hökumət Pensiya Fondu aktı təşkil edir. Pensiya Fondu Maliyyə nazirliyinə aid olsa da, Norges Mərkəzi Bankı tərəfindən idarə olunur. Bunun üstünlüyü ondan ibarətdir ki, fondla siyasi hakimiyyət arasında məsafə vardır.

Fond 2018-ci ilin sonunda 9.158 şirkətə sərmayə yatırmışdır. Norveç Fondu üç aktiv sinfə sərmayə qoyur: səhmlər, sabit gəlirlər və daşınmaz əmlak. 2018-ci ilin sonunda Fondun aktivlərinin 66,3%-i özəl səhmlər, 30,7% sabit gəlirli investisiyalar və 3%-i daşınmaz əmlak investisiyaları təşkil etmişdir.

Fondun sabit gəlirli qiymətli kağız portfelinin 70%-i dövlət və əlaqəli istiqrazlar, 30%-ni isə korporativ istiqrazlar təşkil edir. Bu bölgü əsasən korporativ istiqrazların yüksək riskliliyi ilə əlaqədardır. Fond daxili iqtisadiyyata investisiya yatırımı etmir, səbəb isə yerli iqtisadiyyatı neft gəlirlərinin mənfi təsirindən mühafizə etməkdir. (EGA, 2015) Neft-qaz sektorunun ÜDM-də və ixrac portfelindəki xüsusi çəkisi uyğun olaraq 25% və 27,4% ətrafındadır ki, bu diversifikasiyanın uğurlu olduğundan xəbər verir. (Thompson, & Boemher, 2008)

Qanunvericiliyə əsasən risklərin azaldılması məqsədilə NPF şirkətin malik olduğu kapitalının maksimum 5%-nə sahib ola bilər. (EGA, 2015)

**Diagram 2. Norveç Pensiya Fondunun səhm kapitallarının sektorlar üzrə strukturu**



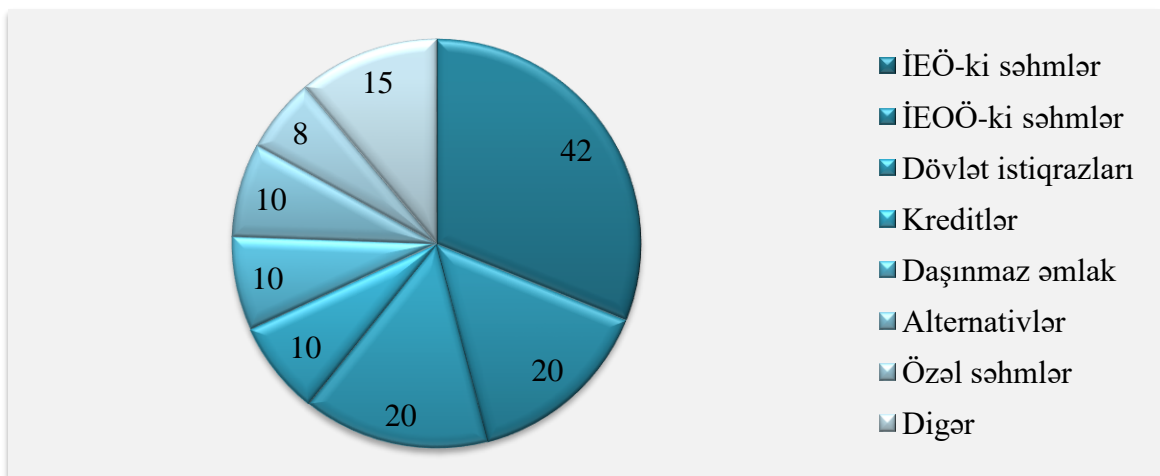
**Mənbə:** Norveç Pensiya Fondu illik hesabat 2018, <https://www.nbim.no/en/publications/reports/2018/annual-report-2018/>

Fondun səhm yatırdığı ən böyük şirkətlərə Microsoft, Apple, Amazon, Royal Dutch Shell, Facebook, Exxon Mobil Korporasiyasını göstərmək olar. Sektorlar üzrə səhm yatırımı isə aşağıdakı diaqramda verilmişdir:

Fond yarandığı gündən etibarən qiymətləri aşağı olan səhm almağı üstün tutur. 2008-ci ildə baş vermiş maliyyə böhranı vaxtı Norveç Fondu qiymətləri kəskin aşağı düşən səhmləri alaraq, bir müddət sonra onların qiymətinin qalxmasından əhəmiyyətli gəlir əldə etdi. Demək olar ki, 2009-cu ildə Fondun səhm portfelinin 40%-i məhz həmin dövrdə əldə edilmiş səhmlər idi. (<https://www.regjeringen.no/en/dep/fin/id216/>) 2018-ci ilin sonunda fondun sərmayələri 73 ölkəni və 50 valyutanı əhatə etmişdir. Fond sərmayələrinin çoxunu 34,1%-i Avropada, 43%-i Şimali Amerikada, Asiya və Okeaniyada isə 19,3% təşkil edib.

BƏƏ dünya iqtisadiyyatı və turizm sektorunun əsas nöqtəsinə çevrilmişdir. Neftlə zəngin ölkələrdən biridir, lakin həyata keçirdiyi tədbirlər sayəsində büdcənin neft gəlirlərindən asılılığı tədricən azalmışdır. Belə ki, neft-qaz sektorunun ÜDM-də payının 2016-cı ildə 34% təşkil etməsinə baxmayaraq, 30 il əvvəl bu göstərici 80%-ə yaxın idi. Paytaxt Əbu-Dabidə qeyri-neft sektorunun ÜDM-dəki payı 50%-ə bərabərdir, neft gəlirləri icmal büdcənin 60-70%-ni təşkil edir ki, bu yaxşı göstərici hesab edilir. BƏƏ-də resurs gəlirləri hesabına formalaşdırılan birdən çox fond vardır.

**Diaqram 4. Əbu-Dabi İnvestisiya idarəsinin investisiya portfelinin tərkibi, (%-lə)**



**Mənbə:** Əbu-Dabi İnvestisiya İdarəsi, 2019 <https://www.adia.ae/En/Investment/Portfolio.aspx>



Ən böyük fond ən son məlumatlara əsasən aktivlərinin dəyəri 697 mlrd dollar olan Əbu-Dabi İnvestisiya İdarəsidir. Fondun investisiya portfeli əsasən uzunmüddətli yatırımlardan ibarət və genişdir. Aşağıdakı diaqramda fondun investisiya portfeli verilmişdir. Faiz dərəcələri hər sahəyə qoyulacaq investisiyanın maksimal həddini göstərir.

Fondların şəffaflıq və hesabatlılığın göstəriciləri üçün bir sıra standartlar və qiymətləndirmələr mövcuddur. Bunlardan “Ümumi qəbul olunmuş Prinsip və Normalar”ı və ya başqa adla tanınan Santyaqo Prinsiplərini, digərinə isə E. Truman tərəfindən yaradılmış Suveren sərvət fondlarının fəaliyyətlərinin qiymətləndirmə cədvəlini göstərmək mümkündür.

**Cədvəl 2: Santyaqo prinsipləri**

N	Bölmə	N	Prinsiplər
1	Hüquqi əsaslar, məqsədlər və makroiqtisadi siyasətlə əlaqələndirmə	1	Hüquqi çərçivə
		2	Siyasi məqsəd
		3	Makroiqtisadi siyasətlərlə inteqrasiya olunma
		4	Gəlir mənbəyi
		5	Statistik məlumatlar
2	İnstitusional əsaslar və idarəetmə quruluşu	6	Rolların bölünməsi
		7	Hökumətin rolu
		8	Hökumət orqanının rolu
		9	İdarəetmə qərarı
		10	Hesabatlılıq
		11	İllik hesabat
		12	Audit
		13	Daxili etik standartlar
		14	Üçüncü tərəf prosedurları
		15	Şəffaflıq
		16	İdarəetmə çərçivəsi
		17	Maliyyə məlumatlarının açıqlanması
3	İnvestisiya və riskin idarə olunması əsasları	18	İnvestisiya siyasətləri
		19	İnvestisiya prinsipləri
		20	Maraq münaqişələrindən çəkinmə
		21	Korporativ məsuliyyət siyasəti
		22	Risqlərin idarə edilməsi çərçivəsi
		23	İnvestisiya hesabatlarının standartları
		24	Santiago prinsiplərinin həyata keçirilməsinin özünü nəzərdən keçirilməsi

**Mənbə:** Beynəlxalq Suveren Sərvət Fondu Forumu,

<https://www.ifswf.org/santiago-principles-landing/santiago-principles> (15.02.2019)

Santiyaqo prinsipləri 24 prinsip və 11 subprinsipdən ibarətdir. Bu prinsiplər 3 əsas bölməyə ayrılıb. Birinci bölmə hüquqi baza, məqsədlər və makroiqtisadi siyasətlə əlaqələndirmə, ikinci bölmə institusional çərçivə və idarəetmə quruluşu, üçüncü bölmə isə investisiya və riskin idarə olunması məsələlərini əhatə edir. Ümumi olaraq aşağıdakı cədvəl 2-də bölmə və prinsiplər qeyd olunmuşdur:

Digər qiymətləndirmə növü E. Trumana məxsusdur. Onun qiymətləndirməsi 4 elementdən təşkil olunub və qiymətləndirmə 100 balla aparılır: 1) struktur, 2) idarəetmə, 3) şəffaflıq və hesabatlılıq, 4) maliyyə bazarlarında fəaliyyət. 2015-ci il qiymətləndirmə cədvəlində Dövlət Neft Fondu 60 fond arasında 92 balla 4-cü yerə layiq görülmüşdü: (Truman & Stone, 2016)

**Cədvəl 3: E.Trumanın 2015-ci il qiymətləndirmə cədvəlinə əsasən ilk beşlik**

N	Ölkə	Fond	balı
1	Norveç	Norveç Pensiya Fondu	98
2	Yeni Zelandiya	Yeni Zelandiya Super Fondu	94
3	ABŞ	Daimi Vyoming Mineral Fondu	93
4	Azərbaycan	ARDNF	92
5	Kanada	Alberta Əmanət Fondu	91

Mənbə: Stone, Truman, 2016, <https://piie.com/system/files/documents/pb16-18.pdf>

**Cədvəl 4: Linaburg-Maduell Şəffaflıq İndeksi**

N	Fond	Şəffaflıq İndeksi
1	Alyaska Daimi Fond Korporasiyası	10
2	Alberta İnvestisiya İdarəetmə Korporasiyası	10
3	Çili Pensiya Fondu	10
4	Panama Əmanət Fondu	10
5	Avstraliya Gələcək Fondu	10
6	Mübadala İnvestisiya Şirkəti	10
7	Bəhreyn Mumtalakat Holding Şirkəti	10
8	İrlandiya Milli Pensiya Fondu	10
9	Yeni Zelandiya Super Fondu	10
10	ABŞ-Şimali Dakota Fondu	10
11	Norveç Pensiya Fondu	10
12	Samruk-Kazyna (Qazaxıstan)	10
13	Çili-İqtisadi və Sosial Stabiləşdirmə Fondu	10
14	ARDNF	10
15	Temasek Şirkəti (Sinqapur)	10

Mənbə: Suveren Sərvət Fondu İnstitutu, <https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> (10.04.2019)

Bu tip fondların fəaliyyətlərində şəffaflıq və hesabatlılığın artırılmasına təşviq etmək üçün K.Linaburq və M. Maduel tərəfindən index formalaşdırılıb. Index Linaburq-Maduel indeksi adlanır və 10 prinsipdən tərtib olunmuşdur. Suveren fondların məqsədləri, vəzifələri, mənbələri, strukturu, illik hesabatlarını təqdim etməsi, investisiya strategiyaları, siyasəti və portfeli barədə məlumatlar, fəaliyyətləri ilə bağlı hesabatlarının açıqlanması, fondların saytının mövcudluğu və idarə olunması və s. məsələlər daxildir. Şəffaflığı qiymətləndirməkdə istifadə olunan bu indeksdə DNF-nin maksimum bala malik və ilk yerdə qərarlaşan az miqdarda olan fondlardan olması müəyyən edilmişdir. (<https://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>, 2019)

## II FƏSİL AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI DÖVLƏT NEFT FONDUNUN İNVESTİSİYA SİYASƏTİ VƏ FƏALİYYƏTİNİN TƏHLİLİ

### 2.1 Dövlət Neft Fondunun investisiya siyasətinin vəziyyəti

90-cı illərin əvvəllərində müstəqillik əldə etdikdən sonra Azərbaycan Respublikası bir sıra çətinliklərlə üzləşdi. Azərbaycan ilə keçmiş SSRİ respublikaları arasında iqtisadi əlaqələrinin pozulması, qeyri-sabit ictimai-siyasi və iqtisadi şərait, neft-qaz sənayesində maliyyə və texniki təchizatın zəifləməsi ağır tənəzzülə səbəb oldu. Bu cür çətin vəziyyətdə Heydər Əliyev birbaşa olaraq neft sənayesinin bərpası və inkişafına diqqət ayırdı. Belə çətin vəziyyətdən xilas olmaq və ölkəmizdə karbohidrogen ehtiyatlarının mənimsənilməsinin inkişafı üçün ən yaxşı siyasi seçim olaraq, xarici neft şirkətlərini dəvət etməyi qərara aldı və qısa müddətdə Yeni Neft Strategiyası hazırlandı.

20 sentyabr 1994-cü ildə dünyanın 8 (Azərbaycan, ABŞ, Böyük Britaniya, Rusiya, Türkiyə, Norveç, Yaponiya, Səudiyyə Ərəbistanı) ölkəsinin tanınmış 13 neft şirkətinin iştirakı ilə AÇQ yataqlarının birgə işlənilməsi və məhsulun pay bölgüsü haqda 400 səhifəlik "Əsrin müqaviləsi" imzalandı. 1994-cü ildən etibarən Azərbaycan yeni milli neft strategiyasını reallaşdırır. Neft strategiyasının əsas prinsipi Azərbaycanın zəngin təbii resurslarının, habelə neft və qaz sərvətlərinin xalqın mənafeyi naminə daha səmərəli istifadə edilməsidir. Milli Neft Strategiyasının həyata keçirilməsində əldə edilmiş nailiyyətlərə aşağıdakıları göstərmək olar:

1. Beynəlxalq neft şirkətlərinin neft və qaz layihələrinə iri investisiyalarını cəlb etməklə Azərbaycanın dünya enerji bazarına sürətli çıxışını təmin etmək. Ümumilikdə "Əsrin müqaviləsi" dövründən bu günə qədər xarici neft şirkətləri ilə 26 müqavilə imzalanmışdır.
2. Azərbaycan neftinin dünya neft bazarına azad və sürətli çıxışının təmin edilməsi məqsədi ilə ixrac boru kəmərləri sisteminin yaradılması. Hal-hazırda 3 marşrut Xəzər dənizinin Azərbaycan sektorunda hasil olunan xam neftin qlobal bazarlara çıxışını təmin etmək üçün nəqliyyat vasitəsi rolunu oynayır: Bakı-Tiflis-

Ceyhan neft boru kəməri, Novorossiysk limanından Rusiyanın Qara dəniz sahillərinə və Gürcüstanın Supsa limanına qədər.

3. Mövcud iqtisadi inkişaf səviyyəsini nəzərə alaraq, hazırki ehtiyaclar üçün istifadənin təmin edilməsi və gələcək nəsillər üçün neft gəlirlərinin bir hissəsinin yığılması və artırılmasını həyata keçirmək. Bunun üçün 1999-cu ildə ümumilli lider H.Əliyev "Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun yaradılması haqqında" Fərman imzalandı. ARDNF-nin yaradılması zamanı dünyanın digər ölkələrində mövcud olan oxşar strukturların təcrübəsi, beynəlxalq maliyyə təşkilatlarının tövsiyələri, milli xüsusiyyətlər və hazırki vəziyyət nəzərə alınmışdır.

4. Milli neft strategiyasının əldə etdiyi nailiyyətlərdən biri də Azərbaycana müasir avadanlıqlar, texnika və texnologiyaların axınıdır.

ARDNF neft və qazın kəşfiyyatı, işlənməsi və hasilatın pay bölgüsünə dair bağlanmış sazişlərin həyata keçirilməsindən AR-in əldə etdiyi vəsaitlərin yığılmasını, bu resursların tükənən təbii sərvət olduğunu bilərək vəsaitlərin səmərəli, məqsədyönlü istifadə və idarə edilməsi mexanizminin yaradılması, bugünkü və gələcək nəsillərin mənafeyi məqsədilə saxlanmasını təmin etmək üçün Ümummilli lider H. Əliyev tərəfindən 29 dekabr 1999-cu il tarixli 240 sayılı "Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun yaradılması haqqında" fərmanı ilə yaradılmışdır. Bu, ölkəmizin milli neft strategiyası dövründə yeni bir başlanğıcdır. Bundan başqa hökumət, ölkə iqtisadiyyatını intensiv valyuta daxilolmalarının mənfə təsirlərindən qorumaq, makroiqtisadi balansı təmin etmək və qeyri-neft sektorunun inkişafı üçün hədəflənmiş siyasət aparmağa başladı.

Fondun Əsasnaməsinə görə onun fəaliyyətinə Prezident tərəfindən təyin və təsdiq olunan icraçı direktor rəhbərlik, Müşahidə Şurası isə nəzarət edir. Fondun Əsasnaməsinə hər hansısa dəyişiklik AR Prezidenti tərəfindən edilir. İcraçı direktor fondun "Qaydalar"ına əsasən aktivlərin idarə olunmasını və investisiya siyasətini təmin edir və Qaydalarda nəzərdə tutulmuş digər vəzifələri həll edir.

AR-in "Büdcə sistemi haqqında" Qanununa müvafiq olaraq DNF-nin gəlir və xərcləri icmal dövlət büdcəsinin tərkib hissəsi kimi hər il parlament tərəfindən büdcə layihəsi ilə birlikdə müzakirə edilərək təsdiqlənir. Büdcənin təsdiqi

prosesində icmal büdcə kəsrinin, eyni zamanda icmal büdcə xərclərinin yuxarı həddinə baxılır və dövlət büdcəsinin təsdiqi prosesində əhəmiyyətli rol oynayır. Fondun xərcləri isə fondun təsdiq edilmiş büdcəsinə nəzərən həyata keçirilə bilər.

Fondun fəaliyyətinin və idarə olunmasının əsas prinsiplərini, habelə onun vəsaitlərinin formalaşması və istifadəsini müəyyən edən mühüm sənəd AR Prezidentinin 2000-ci il 434 sayılı fərmanı ilə təsdiq edilmiş "Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondu haqqında" olan Əsasnamədir. (<http://www.e-qanun.az/framework/148>, 2019)

Prezidentin 19 iyun 2001-cii il tarixli digər 511 sayılı fərmanı ilə "DNF-nin valyuta vəsaitinin saxlanması, yerləşdirilməsi və idarə edilməsi haqqında Qaydalar"ın təsdiqindən sonra DNF demək olar ki, fəaliyyətə başlamışdır. Əsasnaməyə uyğun olaraq DNF-nin vəsaitləri (gəlirləri) aşağıdakı mənbələr hesabına formalaşır:

- Ölkəmizin payına məxsus karbohidrogenlərin, xam neftin, qazın (mənfəət neftinin və qazının) satışından daxilolmalar;
- neft-qaz müqavilələrinin imzalanması və icrası ilə bağlı ARDNŞ-a və yaxud səlahiyyətli dövlət orqanına investorlar tərəfindən daxil olan bonus ödənişləri;
- xarici yatırımcılar tərəfindən neft yataqları üzrə torpaq sahələrinin istifadəsi üçün ölkənin hökumətinə ödənilən akrhesabı ödənişləri;
- Tranzit haqqından daxilolmalar;
- xarici şirkətlərlə bağlanmış sazişlərə uyğun olaraq Azərbaycan tərəfinə verilmiş müqavilələrə aktivlərin satışından və digər daxilolmalar;
- DNF-nin aktivlərinin yerləşdirilməsindən və onların idarə edilməsindən daxilolmalar (faiz gəlirləri, aktivlərin yenidən qiymətləndirilməsindən əldə olunan gəlirlər, dividendlər və s.) (<http://www.e-qanun.az/framework/148>)

2017-ci il Fondun illik hesabatına əsasən həmin il üzrə Fondun gəlirləri 7065,5 mln ABŞ dolları təşkil etmişdir ki, gəlirin çox hissəsi (90,7%) mənfəət neft və qazın satışından (gəlirin 97,4%-i Azəri-Çıraq-Günəşli yatağından daxilolmalardır), 9%-ni (641,9 mln dollar) vəsaitlərin idarə olunmasından gəlirlər təşkil etmişdir.

**Qrafik 4: ARDNF-nin 2017-ci il gəlir mənbəyi**

N	Gəlir mənbəyi	Məbləğ (mln ABŞ dolları)	Gəlirlərdəki həcmi (%-lə)
1	Mənfəət neft və qazının satışından gəlirlər	6409,6	90,71
2	Vəsaitlərin idarə olunmasından gəlirlər	641,9	9,1
3	Tranzit haqları üzrə ödənişlər	10,5	0,15
4	Akrhesabı ödənişlər	2,1	0,03
5	Bonus ödənişləri	1,4	0,01

**Mənbə:** ARDNF 2017 hesabatı

Fondun xərc bölümünə nəzər saldıqda isə Fondun fəaliyyətində onun vəsaitlərinin əsasən, aşağıdakı formalarda istifadəsi nəzərdə tutulmuşdur:

1. Azad edilmiş ərazilərin bərpa, həmçinin qaçqın və məcburi köçkünlərin daimi yaşayış yerlərinə qaytarılması üçün tədbirlərin görülməsi,
2. Yoxsulluğun azaldılması və digər sosial problemləri həll etmək üçün tədbirlərin həyata keçirilməsi,
3. Kiçik və orta müəssisələrin, regionların və iqtisadiyyatın qeyri-neft sektorunun inkişafı məqsədilə işlər görülməsi,
4. Strateji əhəmiyyətli infrastruktur obyektlərinin tikintisi və rekonstruksiyası ilə bağlı layihələrin maliyyələşdirilməsinin həyata keçirilməsi,
5. Milli iqtisadiyyatın texnoloji və intellektual baza səviyyəsinin yüksəlməsini stimullaşdırmaq,
6. İnsan kapitalının inkişafı və kadr peşəkarlığının artırılması məqsədilə proqramların, layihələrin, tədbirlərin həyata keçirilməsi.

Beləliklə, ümumi nəzər yetirdikdə qyed etmək olar ki, ARDNF-nin xərcləri, əsasən, qısamüddətli deyil, uzunmüddətli vəzifələrin həllinə yönəldilmişdir.

ARDNF-nin investisiya strategiyasının özülünü iri həcmli itkilərin minimallaşdırılması şərti ilə gəlirliliyin maksimallaşdırılması təşkil edir. ARDNF-nin investisiya və risklərinin idarə olunmasının hüquqi bazasını AR Prezidentinin 19 iyun 2001-ci il tarixli 511 nömrəli fərmanı ilə təsdiq edilmiş “Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun valyuta vəsaitlərinin saxlanması, yerləşdirilməsi və idarə edilməsi haqqında Qaydalar” və ya qısaca İntestisiya

Qaydaları və AR Prezidentinin sərəncamları ilə illik prinsipial olaraq təsdiq olunan “Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun İnvestisiya siyasəti” təşkil edir.

İnvestisiya Qaydaları fondun vəsaitlərinin idarə olunmasının ümumi xarakter və xüsusiyyətlərini müəyyən edir. Belə ki, bu Qaydalar vəsaitlərin diversifikasiyasını, investisiya alətləri üzərindəki məhdudiyyətləri, xarici menecerlərə qarşı tələbləri, həmçinin tərəf müqabilləri ola biləcək tərəfdaşların kredit reyting dərəcələrini müəyyənləşdirir. Qaydalarda DNF-nin valyuta vəsaiti və ya investisiya portfeli dedikdə, Fondun vəsaitinin istifadə olunmasının əsas istiqamətləri və xarici valyutada ifadə edilmiş vəsaitlər nəzərdə tutulur.

İnvestisiya siyasəti DNF-nin portfelinin hədəflərini və hədəflənmiş gəlirliliyini, proqnozlaşdırılan tutumunu, valyuta tərkibini, risk norma və həddlərini müəyyənləşdirir. (Bax: Əlavə 2, səh. 83)

Fondun portfelinin investisiya siyasəti və investisiya alətlərinə görə bölgüsü illik nəzərdən keçirilir. Portfelin ümumi dəyərinin ən az 90%-nin beynəlxalq kredit agentlikləri Standard and Poor’s, Fitch tərəfindən verilmiş kredit reytingi “A”, Moody’s tərəfindən “A2” reyting dərəcələrindən aşağı olmayan ölkələrin valyuta aktivlərində olması müəyyənləşdirilmişdir. Fondun investisiya portfelinin 50%-i ABŞ dollarında, 35%-i avroda, 5%-i İngiltərə funt sterlinqində, qalan 10%-i isə digər valyutalarda ifadə olunan aktivlərə yerləşdirilə bilər. 2018-ci ilin sonuna ARDNF-nin vəsaitlərinin xarici valyutalar üzrə bölgüsü isə bu cürdür: 54,3% ABŞ dolları, 34,4% Avro, 4,6% İngilis funt sterlinqi, 1,5% Yapon yeni, 1,3% Çin yuanı, 0,8% Türkiyə lirəsi, 0,7% Rusiya rublu, 0,6% Avstraliya dolları, 0,5% Koreya vonu, qalan 1,3% isə digər valyutalar təşkil edir. (<https://www.oilfund.az/investments/information>, 2019)

DNF həm ənənəvi, həm də alternativ aktiv növlərinə investisiya yatırır. Fondun 2018-ci il büdcəsi haqqında olan Fərmanda investisiya portfelinin aşağıdakı altportfellərdən ibarət olduğu qeyd olunmuşdur:

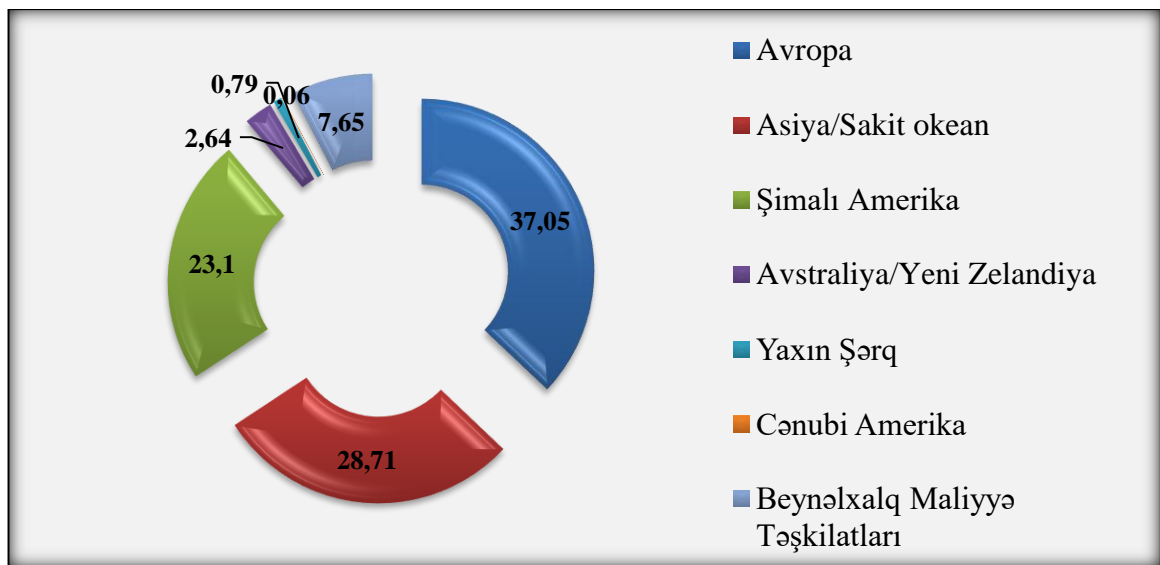
- borc öhdəlikləri və pul bazarları alətləri – aşağı kənarlaşma intervalı maksimum 5% olmaqla, portfelin məcmu dəyərinin 60%-i;
- səhm altportfeli – portfelin məcmu dəyərinin maksimum 25%-i;



- daşınmaz əmlak altportfeli – maksimum kənarlaşma intervalı 2% olmaqla, portfelin məcmu dəyərinin 10%-ə qədəri;
- qızıl portfeli – maksimum kənarlaşma intervalı 3% olmaqla, portfelin məcmu dəyərinin 5%-ə qədəri. (<http://e-qanun.az/framework/37473>, 2019)

Fondun rəsmi saytından verilən məlumata əsasən 31.12.2018-ci il tarixinə vəsaitlərinin strateji bölgüsündə portfelin 76,5%-i sabit gəlirli qiymətli kağızlar, pul bazarı alətləri, 12,8%-i səhmlər, 5,3%-i daşınmaz əmlak, 5,4%-ni qızıl investisiyaları təşkil etmişdir. (<https://www.oilfund.az/investments/information>, 2019)

**Diagram 5: ARDNF-nin investisiya portfelinin coğrafi regionlar üzrə təsnifatı, %-lə**



**Mənbə:** ARDNF-nin 2018-ci il üzrə investisiya fəaliyyətinin yekunları, <https://www.oilfund.az/storage/uploads/nmzj0da3pl.pdf>

Özəl səhm portfelinə nəzər salsaq, fondun hesabatına əsasən qeyd edə bilərik ki, DNF 2017-ci ildə 4 satınalma və 1 inkişaf fonduna investisiya yatırmışdır.

**Cədvəl 5: ARDNF-in 2017-ci ildə özəl səhm portfeli**

1	Carly Partners VII fondu	50 mln ABŞ dolları
2	Blackstone Core Equity Partners Fondu	50 mln ABŞ dolları
3	BC European Partners X fondu	56 mln avro
4	Apollo Fund IX fondu	85 mln ABŞ dolları
5	FSİ Mid-market Growth fondu	20 mln avro

**Mənbə:** ARDNF 2017 hesabatı

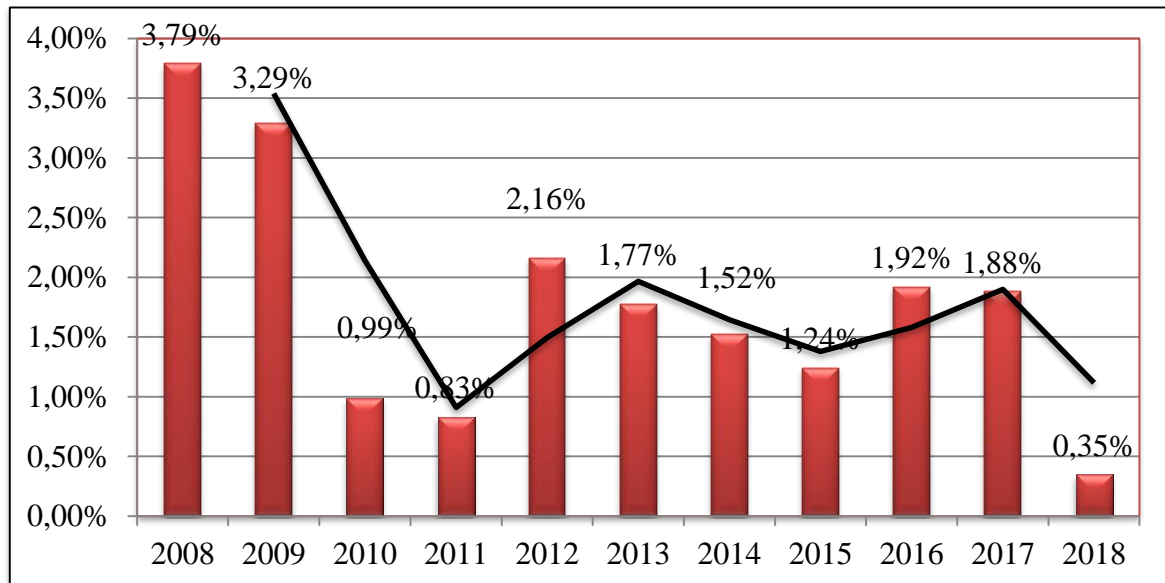
Fond Türkiyə Ziraat Bankası, Akbank, Türkiyə İş Bankası, Türkiyə Garanti Bankası və Azərbaycan Beynəlxalq Bankına depozit yatırmışdır.

Dövlət Neft Fondu 2012-ci ildən başlayaraq daşınmaz əmlaka investisiya qoyuluşunu həyata keçirir. Dünyanın bir çox ölkələrinin London, Paris, Milan, Tokio və s. şəhərlərindəki mərkəzi və görkəmli ofis komplekslərinə, ticarət obyektlərinə, binalarına birbaşa investisiya yatırmışdır. (<https://www.oilfund.az/investments/real-estate> ) ARDNF investisiya yatırımlarının 66,9%-i İEÖ-də, 25,45%-i isə İEOÖ-də edir.

DNF-nin borc öhdəlikləri və pul bazarı alətləri portfelinin idarəsinin hədəf gəlirliliyində müvafiq valyuta üzrə (avro istisna) 6 aylıq LIBOR, avroda isə 6 aylıq EURIBOR faizi əsas seçilir. LIBOR dərəcəsi olmayan valyutalar üzrə isə maliyyə bazarında banklar arasında altı aylıq kreditlər üzrə geniş yayılmış faiz dərəcələri, səhm üzrə hədəf gəlirliliyi isə əsas olaraq MSCI Stock Market indeksi götürülür.

DNF-nin 2018-ci il üzrə investisiya portfelinin orta illik ümumi gəlirliliyi 0,35% təşkil etmişdir ki, bu son 10 ildə ən aşağı gəlirlilikdir.

**Qrafik 5: ARDNF-nin investisiya portfelinin 2008-2018-ci illər arası orta illik ümumi gəlirliliyi**



**Mənbə:** ARDNF-nin 2018-ci il üzrə investisiya fəaliyyətinin yekunları, <https://www.oilfund.az/storage/uploads/nmzj0da3pl.pdf>

Fondun 2018-ci il üzrə gəlirliliyində sabit gəlirli qiymətli kağızların payı 0,68%, səhm (özəl də daxil) -0,87% və daşınmaz əmlak portfellerində 0,54% təşkil etmişdir. Yuxarıdakı qrafikdə ümumi investisiya portfeli üzrə gəlirliliyin 2008-2018-ci illər ərzində dəyişikliyi trend xətti ilə göstərilmişdir.

Keçən il dünyada baş vermiş dəyişikliklər: BREXİT gərginliyi, Çində iqtisadi artımın aşağı düşməsi, FED-in faiz dərəcələrində apardığı siyasət və mənfi proqnozlar nəticəsində səhm bazarlarında aşağı gəlirlilik müşahidə edilmişdir. Səhmlərdə bu cür enmə digər və əsasən portfelinin əksəriyyətini səhmin təşkil etdiyi fondların gəlirliliyinin azalması ilə nəticələnib. Məsələn Norveç Pensiya Fondunun gəlirliliyi -6,1%, Alyaska Daimi Fondunun -1,1%, Yeni Zelandiya Fondunda isə -2,18% olmuşdur.

DNF-nin investisiya portfeli üzrə gəlirliliyin müəyyənləşdirilməsi metodologiyası 2009-cu il tarixli 5 nömrəli daxili sərəncam ilə təsdiq olunmuş “Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun valyuta vəsaitlərinin və investisiya portfelinin tərkib hissələri olan altportfellərin gəlirliliyinin hesablanması Metodologiyası”na uyğun məzmununda həyata keçirilir. Metodologiyada ümumi portfel üzrə gəlirliliyinin hesablanmasında baza valyuta olaraq manat, dollar və ya Avro seçməklə, habelə baza valyutasının məzənnə təsiri nəzərə alınmadan aparılması qeyd edilmişdir. Alt portfellərdə gəlirlilik bu portfellər üzrə baza valyutası olaraq yerli valyutada və ABŞ dolları seçilməklə həyata keçirilir. ([https://www.oilfund.az/report-and-statistics/get-download-file/7\\_2017\\_tam.pdf](https://www.oilfund.az/report-and-statistics/get-download-file/7_2017_tam.pdf), 2019)

Fondun İnvestisiya Qaydalarında qeyd olunur ki, DNF-nin valyuta vəsaitləri üzrə hesablaşma hesabı Azərbaycan Respublikasında yalnız Mərkəzi Bankda açılır. Respublikadan kənarında Fondun hesablaşma hesabları beynəlxalq reyting agentliklərinin uzunmüddətli öhdəliklər üzrə Standart and Poor’s və Fitch-də “A-”, Moody’s-də isə “A3” kredit reytingindən aşağı olmayan reytingə malik banklarda açıla bilər.

Fondun idarə olunmasında bir neçə risklər üzrə tələblər irəli sürülür: faiz dərəcəsi, kredit, likvidlik və xarici menecerlər üzrə olan tələblər. Pul bazarı alətləri və borc öhdəlikləri alətlərinin faktiki investisiya durasiyası (müddəti ) 48 aydan çox olmamalıdır. Bir maliyyə təşkilatı və ya bir investisiya aktivinin portfeldəki maximum həcmi ümumi portfel həcmiminin 15%-dən çox ola bilməz.

DNF-nin son 2017-ci il illik hesabat məlumatlarına əsasən, portfelinin 11,4% -i xarici menecerlər tərəfindən idarə edilib. ARDNF-nin 2019-cu il büdcə fərmanına əsasən, xarici menecerlər üzrə bir sıra tələblər vardır:

- Cəlb edilən xarici menecerin kredit reytingi Standard and Poor's, Fitch və ya Moody's kimi beynəlxalq kredit agentliklərinin investisiya dərəcəli reytingindən aşağı olmamalı, həmçinin dəyəri 1 mlrd dollar məbləğindən az olmayan aktivlərin idarə olunmasında müsbət və azı 5 il lazımı təcrübəsi olmalıdır.
- Xarici menecerlərin idarə edəcəyi vəsaitin həcmi ümumi portfelin 60 %-dən, bir xarici menecerin idarə edəcəyi vəsaitin həcmi isə ümumi portfelin 5 %-dən çox olmamalıdır.

**Cədvəl 6: DNF vəsaitlərinin xarici menecerlər tərəfindən idarə olunma hissəsi**

Portfeldə	Xarici menecer	Aktivlərin idarə olunması (%-lə)	Məbləğ (mln ABŞ dolları)
<b>Sabit gəlirli qiymətli kağızlar üzrə</b>	Dünya Bankı	0,6%	228,0
	“Deutsche Bank Advisors”	0,3%	104,0
<b>Səhmlər üzrə</b>	“UBS Asset Management”	4,5%	1598,0
	“State Street Global Advisors” (SSGA)	4,2%	1493,0
	“Mellon Capital Management”	0,9%	332,0
	“BlackRock Investment Management”	0,9%	315,0

**Mənbə:** ARDNF hesabatı

<https://www.oilfund.az/report-and-statistics/report-archive>

## 2.2 Dövlət Neft Fondunun fəaliyyətinin qiymətləndirilməsi

Təbii ehtiyatlarla zəngin ölkələr resurs bölüşdürülməsi, uzunmüddətli makroiqtisadi sabitlik və maliyyə dayanıqlığı kimi xüsusi problemlərlə qarşılaşırlar. Neft və qaz hasil edən Azərbaycan, resursla zəngin olan ölkələr kimi, maliyyə problemlərinin həlli, nəsillərarası gəlir bölgüsünü düzgün həyata keçirmək və resursların sərvətini daha məhsuldar aktivlərə çevirmək üçün Suveren Sərvət Fondunu - ARDNF-ı yaratmağa qərar verdi. Bu məqsədləri həyata keçirmək üçün belə bir fondun maliyyə (fiskal) dayanıqlığı çox vacibdir. (Aslanli , 2015)

Ümumiyyətlə, maliyyə sabitliyi problemi xüsusən resursla zəngin ölkələrdə ağırdır, çünki neft, qaz və ya mineralların ixracından asılı olaraq gələn mənfəət iki problemə səbəb ola bilər: 1) gəlirlərin dəyişkənliyi və 2) Hollandiya xəstəliyi. Bu səbəbdən cari resurs gəlirinin yüksək xərclənməsi gəlirlərin dəyişkənliyini olduqca ciddi iqtisadi nəticələrə səbəb olan yüksək dəyişkən xərclərə çevirir. (Aslanlı, 2015)

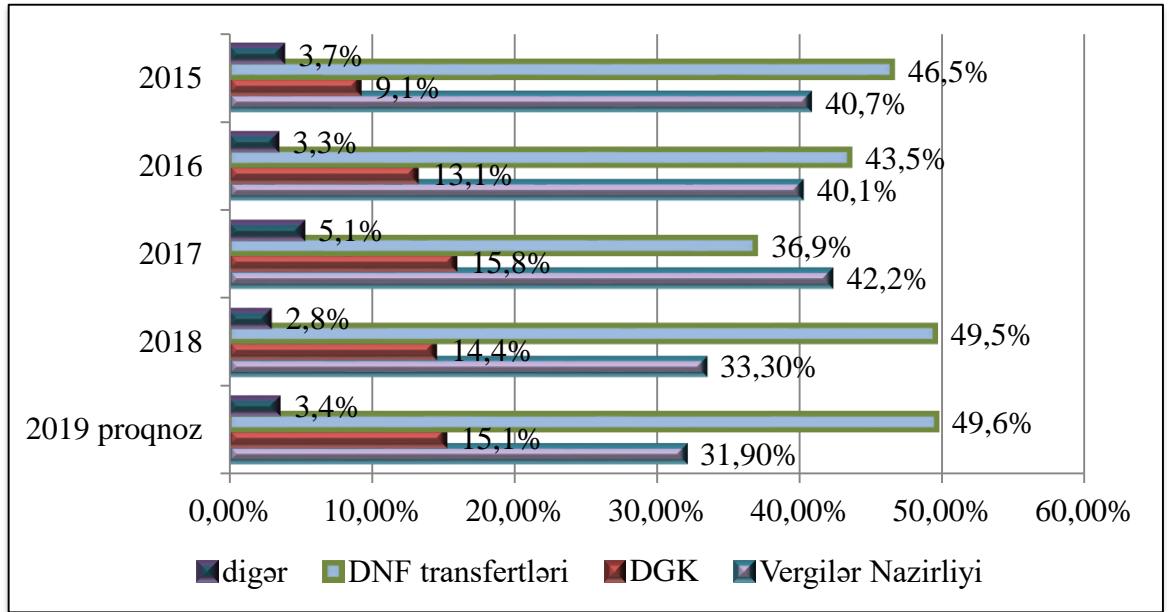
2001-2018-ci illərdə Neft Fonduna daxilolmalar 142 mlrd dollar təşkil edib və bu vəsaitin təxminən 27%-i yığma yönəldilmişdir. Neft və qaz gəlirləri üzrə strategiyada müəyyən edilmişdir ki, daxilolmalar yalnız zirvə səviyyəsinə çatanda daxilolmaların 25% hissəsi yığılır. Bu olduqca aşağı göstəricidir. Hesab edirəm ki, bu cür aşağı yığım səviyyəsi gələcəkdə, neftin qiymətinin aşağı düşməsi və ya tükənməsi vəziyyətində ölkəyə mənfi təsir göstərə bilər.

Bir çox dövlətdə büdcənin əsasını vergi gəlirləri təşkil edir. Lakin təbii resursla zəngin ölkələrdə büdcə, resursun bazardakı qiymətindən və əsasən satışından çox asılı olur. Neftlə zəngin ölkələrin çoxunda da asılılıq əsasən neftlə bağlıdır və onun qiymətindəki qeyri-stabil vəziyyət valyuta məzənnəsinə və ölkə ehtiyatlarına təsir edir.

2000-2007-ci illərdə AR büdcə gəlirlərinin 76,6%-ni vergilər təşkil etmişdir. 2008-ci ildən etibarən Dövlət Neft Fondundan transfertlərin həcmi artması ilə vergi daxilolmalarının payı azalmağa başlamışdır. Həmin ildə Fondun büdcəyə 3,8 mlrd manat transfert nəticəsində büdcədə vergilərin payı 80%-dən 57%-ə düşmüşdür. Transfertlərin sürətinin getdikcə artırılması nəticəsində, 2013-cü ildə vergi yığımlarının dövlət büdcəsində payı 35%-ə düşmüşdür. 2018-ci ildə büdcə gəlirlərinin 33,3%-i vergi daxilolmalarının, 49,5%-i isə transfertlərin payına düşmüşdür.

Qrafik 6-dən görüldüyü kimi, 2019-cu il proqnozuna əsasən, büdcə gəlirlərinin daxilində fondun köçürmələrinin yüksək olması digər mənbələrdən daxilolmaların tutumuna təsirini göstərir.

**Qrafik 6: Dövlət büdcəsinin gəlirlərini təmin edən orqanlar üzrə daxilolmaların xüsusi çəkili**

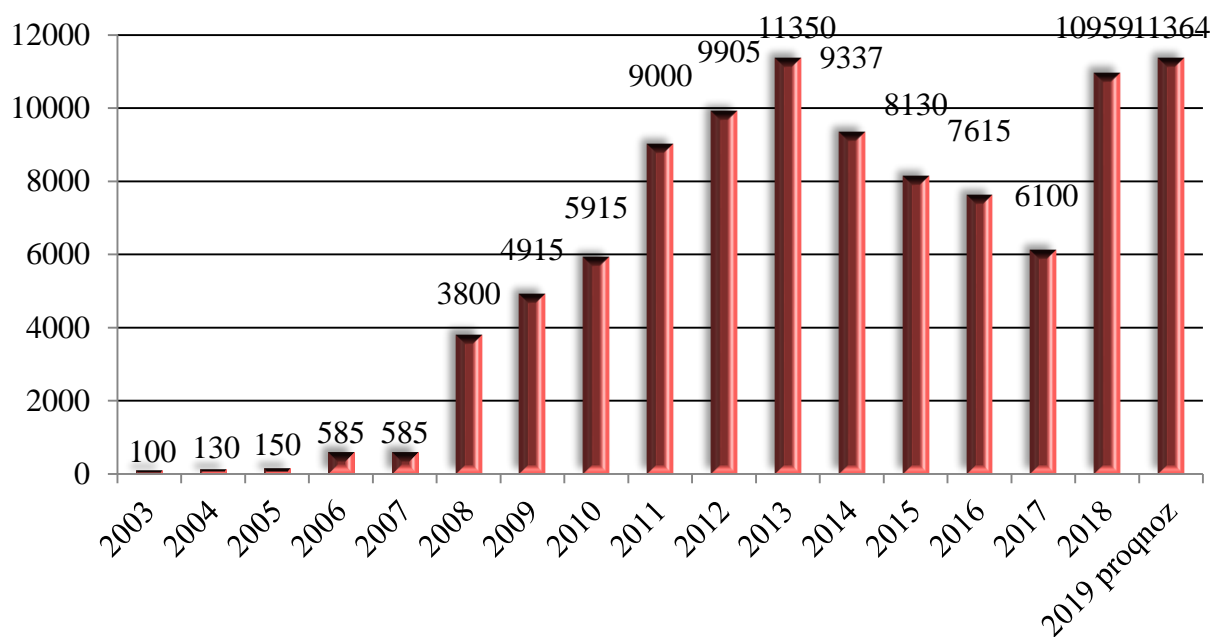


**Mənbə:** Maliyyə Nazirliyinin AR dövlət büdcəsinə dair məlumatları əsasında müəllif tərəfindən hazırlanmışdır, <http://maliyye.gov.az/static/105/dovlet-budcesinin-icrasina-dair-operativ-melumat>

Neft Fondunun xərclərinə nəzər saldıqda məlum olur ki, xərclərin həcmində Fondun dövlət büdcəsinə edilən transfertlər əhəmiyyətli yerə sahibdir. 2003-cü ildən fondun hesabından dövlət büdcəsinə transfertlər yönləndirilməyə başlanmışdır. 2003-2017-ci illər ərzində Fond tərəfindən dövlət büdcəsinə bütövlükdə 77 mlrd manat vəsait transfert edilib. DNF-dən büdcəyə yönləndirilən transfertlərin həcmi 2004-cü ildə qəbul olunmuş “Neft və qaz gəlirlərinin idarə olunması üzrə uzunmüddətli strategiya”da müəyyənləşdirilmiş hədəflər və onların reallaşdırılması məqsədini daşıyır. Bu strategiyaya əsasən uzunmüddətli dövrə əsasən neft və qaz daxilolmaları hesabına xərclərin proqnozlaşdırılması həyata keçirilir ki, bu zaman strategiyanın əhatə etdiyi dövr üçün nəzərdə tutulan xərclərə illik olaraq limit müəyyən edilir. Məsələn, investisiya xərcləri üçün vəsait hər il üçün müəyyənləşən Dövlət İnvestisiya Prorqamı çərçivəsində ayrılır.

Aşağıdakı qrafikdə büdcəyə transfertlərin illər üzrə bölgüsü əks olunmuşdur. Qrafikə əsasən demək olar ki, transfertlər 2008-ci ildən sonra artmağa başlamışdır.

**Qrafik 7: DNF-nin dövlət büdcəsinə transfertinin illər üzrə bölgüsü (mln manat ilə)**



**Mənbə:** ARDNF hesabatı, <https://www.oilfund.az/report-and-statistics/report-archive>

Fondun xərc hissəsinin demək olar ki, əsas hissəsi məhz transfertlərin payına düşmüşdür. Transfertlərin həcmnin bu cür artması əlbəttə ki, Fondun yığımlarına da təsir etmişdir. 2013-cü ildən bəri fondun yığımlarında əhəmiyyətli geriləmələr müşahidə olunur. 2013-cü ildə DNF-nin yığım əmsalı 9,5%, 2014-cü ildə 20,5%, 2016-cı ildə 4,1%, 2017-ci ildə isə 9,2% olmuşdur. ([http://eurasiahub.khazar.org/pdf/AZ\\_Fiskal\\_Qaydalar.pdf](http://eurasiahub.khazar.org/pdf/AZ_Fiskal_Qaydalar.pdf), 2019)

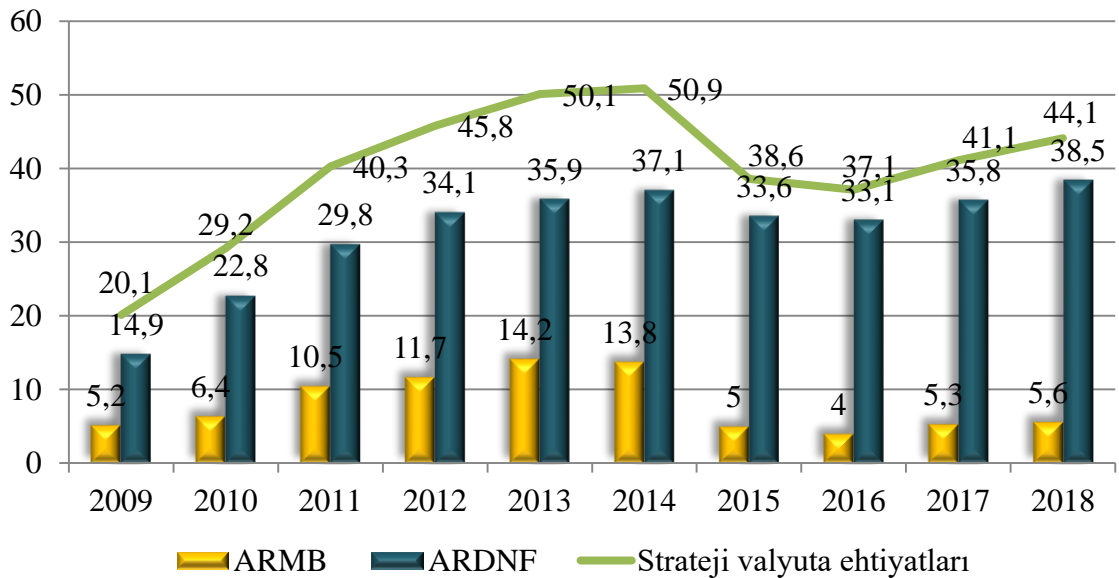
Həmçinin 2017-ci ildə DNF-dən makroiqtisadi sabitliyin formalaşdırılması məqsədilə 3949,5 mln manat (və ya 2263 mln ABŞ dolları) vəsait Mərkəzi Banka transfert olunmuşdur.

Mövcud bu tip fondların transfertlərini müqayisə etsək görürük ki, onların bəzilərinə bunun üçün konkret məhdudiyyətlər tətbiq edilir. Məsələn, Norveç Pensiya Fondu sterilizasiya modeli əsasında fəaliyyət göstərir. Belə ki, fondun əsas məqsədi resurs gəlirlərinin bücə və qeyri-neft sektorunun üzərindəki neqativ təsirini azaltmaqdır. Məhz buna görədir ki, fond yığımlarını gələcək nəsil üçün qoruyur. Lakin, elə fondlar vardır ki, hakimiyyət fondun vəsaitindən müxtəlif layihələrin maliyyələşdirilməsi üçün rahatlıqla istifadə edə bilər, lakin Norveç Fondunda bu istifadə məhdud xarakter daşıyır. Parlamentin 2001-ci ildə aldığı

qərara əsasən Fondan büdcəyə yalnız büdcə xərclələrinin 4%-i qədər limit qoyulub. Bu vəsait isə yalnız qeyri-neft kəsrinin örtülməsi məqsədilə transfert edilə bilər. Botsvananın Pula Fondu almaz ehtiyatlarından daxilolmaları gələcək nəsillər üçün yığır, Çili isə mis ehtiyatlarından gələn gəlirlər üçün 2 ədəd fond təsis etmişdir: Pensiya Ehtiyat Fondu, İqtisadi Sosial Stabiləşdirmə Fondu. (Milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi, 2016) ABŞ-ın Alyaska ştatında tətbiq olunan qaydaya görə neft daxilolmalarının 50-75%-i büdcəyə köçürülür, qalan hissəsi isə xüsusi fonda köçürülərək yığılır. Botsvanada 1994-cü ildən bəri resurs gəlirləri ancaq yığım və dövlət investisiyalarının maliyyələşdirilməsi üçün istifadə edilir. Timor-Leste Respublikasında 2005-ci ildən bəri tətbiq olunan fiskal qaydaya görə Neft Fondundan büdcəyə olan köçürmə neft sərvətinin 3%-ini ödə bilməz. Qazaxıstanda isə dövlət büdcəsinə 8 mlrd ABŞ dolları həcmində köçürmələr edilə bilər və həmin məbləğin 15% az və ya çox kənarlaşmasına icazə verilir.

Qeyd edim ki, ARDNF-nin və ARMB-nin valyuta ehtiyatları birlikdə Azərbaycan Respublikasının strateji valyuta ehtiyatlarını təşkil edir.

**Qrafik 8: Azərbaycan Respublikasının strateji valyuta ehtiyatları (milyard ABŞ dolları ilə)**



**Mənbə:** ARDNF hesabatı, <https://www.oilfund.az/report-and-statistics/report-archive>

Qrafik 8-dən görüldüyü kimi, 2015-ci ildə neft qiymətlərinin azalması səbəbindən valyuta məzənnəsində yarana biləcək mənfi təsirləri qabaqlamaqdan ötrü Mərkəzi Bankın valyuta intervensiyası nəticəsində AR-in strateji valyuta



ehtiyatlarında 12,3 mlrd ABŞ dolları və ya 24,1% azalma nəzərə çarpmışdır. 31.12.2018-ci il tarixinə AR-in strateji valyuta ehtiyatları 44,1 mlrd ABŞ dolları səviyyəsində olmuşdur.

Hasilatın Pay Bölgüsü (HPB) Sazişləri çərçivəsində neft və qazdan daxilolmalar və digər gəlirlər başlanğıcda Dövlət Neft Fondunda toplanır. Gəlirlərin bir hissəsi dövlət büdcəsini dəstəkləmək üçün birbaşa büdcəyə transfer edilir, qalan hissəsi isə icmal büdcəyə daxil olan yerli investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsi üçün istifadə edilir və yaxud xarici maliyyə aktivlərinə sərmayə kimi yatırılır.

Demək olar ki, DNF Azərbaycan üçün əhəmiyyətli daxili bir çox layihənin maliyyələşdirməsini həyata keçirir.

DNF-nin hesabatlılığında şəffaflığın təmin edilməsi məsələsi ilk öncə Fondun maliyyə hesabatının müstəqil auditor tərəfindən yoxlanılması ilə həyata keçirilir. 2017-ci ildə fondun auditini "Prays Voter Haus Kupers" audit şirkəti aparmışdır.

Mədən hasilatı üzrə Şəffaflıq Təşəbbüsü (MHŞT) neft, qaz və digər mineral təbii ehtiyatlarla zəngin ölkələrdə şirkətlərin hökumətə təqdim etdiyi ödənişlər və hökumətin daxilolmaları sahəsində şəffaflığın və hesabatlılığın təmin edilməsində 2002-ci ildə yaradılmış qlobal standartdır. Azərbaycan Respublikası 2003-cü ildən bu təşəbbüsə qoşulmuşdur. AR-də ilk MHŞT Hesabatı 2005-ci ildə dərc olunmuşdur. Ümumilikdə 2003-2015-ci illər ərzində Azərbaycan tərəfindən 20 MHŞT hesabatı açıqlanmışdır. Azərbaycan 2007-ci ildə MHŞT Namizədi, 2009-cu ildə isə MHŞT-nin tam hüquqlu üzv statusunu almışdır. ([https://eiti.org/sites/default/files/documents/2015-eiti\\_report\\_published\\_aze.pdf](https://eiti.org/sites/default/files/documents/2015-eiti_report_published_aze.pdf), 2019) 2015-ci ildə Brazzavildə keçirilmiş İdarə Heyətinin 29-cu iclasında isə namizəd ölkə statusuna endirilmişdir.

Dövlət idarəetmə sahəsində ən əsas mükafatlardan biri olan “Dövlət Xidməti mükafatı” BMT tərəfindən ölkələrdə dövlət strukturunun əldə etdiyi uğurları qiymətləndirmək məqsədilə 2003-cü ildə yaradılmışdır. 2007-ci ildə ARDNF MHŞT-nin tətbiqi sahəsində BMT-nin sözügedən mükafatına layiq görülmüşdür.

### III FƏSİL SOSIAL-İQTİSADI İNKİŞAFIN VƏ ONUN TƏHLÜKƏSİZLİYİNİN TƏMİN EDİLMƏSİ ÜÇÜN İNVESTİSİYA SİYASƏTİNDƏN SƏMƏRƏLİ İSTİFADƏ YOLLARI

#### **3.1 Bazar münasibətlərinə uyğun şəraitdə dövlətin investisiya siyasətinin təkmilləşdirilməsi**

Hazırkı dövrdə cəmiyyətdə sosial-iqtisadi sabitliyi təşkil etmək və onu yeni müasir ictimai-iqtisadi vəziyyətə uyğunlaşdırmaq dünya ölkələrinin əsas məqsədlərindəndir. Müasir dövrdə hər hansı bir ölkədə normal iqtisadi şəraiti təmin edəcək əsas şərtlərdən biri normal investisiya siyasəti və mühitidir. Bu siyasət ölkənin iqtisadi artımına, yeni işyerlərinin yaradılmasına, bütün sektorlarda yeni texnologiyalar sayəsində müsbət struktur dəyişikliklərinə səbəb olmalıdır. (Mahmudova, 2017) İntestisiyaların cəlb edilməsi məsələsini həll etmək üçün iqtisadiyyatın sektorlarına investisiyaların həcmi, quruluşunu və istifadəsini müəyyən edən ciddi dövlət investisiya siyasəti tələb olunur. Düzgün həyata keçirilən investisiya siyasəti iqtisadiyyatın səmərəliliyinin artırılmasına səbəb olur. (Əzizova, 2012)

Dediklərimizə əsaslanaraq qeyd edə bilərik ki, milli iqtisadiyyatın formalaşmasında və inkişafında dövlətin investisiya siyasətinin əsas mexanizmləri olaraq aşağıdakıları göstərmək mümkündür :

- Investisiyaların sosial – iqtisadi baxımdan səmərəliliyinin artırılması ;
- Investisiya fəaliyyətinin dövlət tərəfindən tənzimlənməsinin irəli çəkilməsi ;
- Dövlət investisiyaları hesabına müasir növ texnologiyalarla yeni istehsal müəssisələrinin yaradılması ;
- Dövlət investisiyalarını da cəlb etməklə, yeni işyerlərinin yaradılması ;
- Dövlətin vergi siyasətinin iqtisadi artıma müsbət təsirinin artırılması yönündə işlərin görülməsi ;
- Regionların sosial-iqtisadi inkişafının həyata keçirilməsi ; ( Mahmudova, 2017)

Prezidentin 6 dekabr 2016-cı il Fərmanı ilə təsdiq edilmiş “Milli iqtisadiyyat və iqtisadiyyatın əsas sektorları üzrə strateji yol xəritələri”nə, həmçinin digər normativ-hüquqi sənədlərə və inkişaf proqramlarına əsasən hazırlanaraq “Büdcə

zərfi”nə daxil olunmuş “Azərbaycan Respublikasının 2019-cu il və sonrakı 3 il üzrə iqtisadi və sosial inkişaf konsepsiyası”nda 2019-2022-ci illər üçün dövlətin investisiya siyasətinin əsas prioritet istiqamətləri aşağıdakı kimi müəyyənləşdirilmişdir:

- investisiya layihələrinin, dövlətin sosial və iqtisadi inkişaf prioritetlərinə əsasən uyğunlaşdırılaraq seçilməsi;
- dövlət investisiyalarının əsasən qeyri-neft sektoru və regional inkişafa istiqamətlənməsi;
- regional inkişaf siyasətinin müasir inkişaf tendensiyalarına uyğun seçilməsi;
- ölkədə sosial, insan kapitalı, infraqurkura yatırılan investisiyaların prioritetliyinin əsas götürülməsi;
- ölkənin iqtisadi təhlükəsizliyinin xüsusən elm tutumlu layihələrə istiqamətlənməsi. (<http://sai.gov.az/upload/files/REY-DB-2019.pdf>, 2019)

Prezident İ.Əliyev tərəfindən Azərbaycan regionlarının sosial-iqtisadi inkişafı ilə əlaqədar 2004-2008, 2009-2013, 2014-2018 və 2019-2023-cü illəri əhatə edən “Dövlət Proqramları” həyata keçirilmiş və hazırda da davam etməkdədir. Bu proqramlar, bölgələrin iqtisadi potensiallarının və təbii ehtiyatlarının məhsuldar formada dəyərləndirilməsinə səbəb olmuşdur. Başda kənd təsərrüfatı sektoru olmaqla, qeyri-neft sektorlarını canlandırmaq, həmçinin inkişafına şərait yaratmaq və beləliklə ölkədə məşğulluq səviyyəsini artıraraq xalqın gəlir səviyyəsinin və həyat şəraitinin yaxşılaşdırılmasına, yoxsulluğun azaldılmasına nail olmaq üçün həyata keçirilən ən mühüm və geniş addımlardan biridir. Azərbaycanda qeyri-neft sektorunun inkişafı ilə əlaqədar son illərdə olduqca mühüm nailiyyətlər əldə edilmişdir. (Aras & Süleymanov, 2016) Ölkədə qeyri-neft məhsullarının xammal bazasının yaxşılaşdırılması, bu sahədə istehsalın stimullaşdırılması, idxal əvəzləyici yeni rəqabətqabiliyyətli istehsal sahələrinin yaradılması və ixracın genişləndirilməsinə dövlət tərəfindən dəstəyin gücləndirilməsi məqsədilə AR Prezidenti tərəfindən “Qeyri-neft sektorunda rəqabətqabiliyyətli daxili istehsalın dəstəklənməsi ilə bağlı əlavə tədbirlər haqqında” 19 sentyabr 2018-ci il tarixli 7497

nömrəli sərəncam təsdiq edilmişdir.

([https://economy.gov.az/uploads/fm/files/diger/2018%20qeyri-neft%20\(1\).pdf](https://economy.gov.az/uploads/fm/files/diger/2018%20qeyri-neft%20(1).pdf), 2019)

Digər stimullaşdırıcı tədbirlərdən biri AR Prezidentinin 2016-cı il 18 yanvar 745 nömrəli Fərmanı ilə təsdiqlənmiş "İnvestisiya təşviqi sənədinin verilməsi Qaydası"dır ki, bu qayda Vergi Məcəlləsində və "Gömrük tarifi haqqında" Qanunda müəyyən edilmiş güzəştlərin əldə edilməsinə əsas verir. Uyğun olaraq Vergi Məcəlləsində edilmiş dəyişikliklərə görə, investisiya təşviqi sənədini alan şəxslər müvafiq olaraq mənfəət və gəlirin 50% vergisini, əmlak və torpaq vergisini, həmçinin idxal etdikləri texnika, texnoloji avadanlıqlar və qurğular üzrə idxalda Əlavə Dəyər Vergisini (ƏDV) ödəməkdən 7 il müddətinə azad edilmişdir. Eyni zamanda "Gömrük tarifi haqqında" AR Qanununda edilmiş dəyişikliklərə görə isə təşviq sənədini almış şəxslər, habelə sənaye, yaxud texnologiya parklarının sakinləri tərəfindən İT qurğuların idxalı 7 il müddətinə idxal rüsumlarından azad olunmuşdur. (<https://www.economy.gov.az/article/azerbaycan-respublikasinin-investisiya-muhiti-haqqinda/21336>, 2019)

Ölkədə sabit investisiya mühitinin yaradılmasında əsas faktor ilk öncə xarici investorlar üçün əlverişli şəraitin yaradılmasıdır. Ölkəmizdə daxili və xarici investorların mənafeələrinin qorunması, yerli sahibkarlarla bərabər xarici sahibkarlara da əlverişli şəraitin yaradılması, mülkiyyətin toxunulmazlığı, bütövlükdə ölkədə investisiya mühitinin əlverişliliyinin formalaşdırılması üçün "İnvestisiya fəaliyyəti haqqında" Qanun, "Xarici investisiyaların qorunması haqqında", "Sahibkarlıq sahəsində aparılan yoxlamaların dayandırılması haqqında" kimi bir sıra qanun və normativ-hüquqi aktlar qəbul olunmuşdur. Həmçinin 2003-cü ildə ölkədə qeyri-neft sektoruna investisiyaların cəlb olunması və bu sektorun məhsullarının ixracına yardım etmək üçün AZPROMO yaradılmışdır. (<https://www.economy.gov.az/article/azerbaycan-respublikasinin-investisiya-muhiti-haqqinda/21336>, 2019)

Hökumət ölkəyə investisiyaların cəlb olunması məqsədi ilə "açıq qapı" siyasəti yürüdür. Hazırda ölkədə biznes mühitinin yaxşılaşdırılması, neft sektoru

ilə yanaşı, qeyri-neft sektorunun da inkişaf etdirilməsi ilə bağlı iqtisadi islahat tədbirləri həyata keçirilir.

“2018-2021-ci illər üzrə Dövlət investisiya proqramının (DİP) istiqamətlər üzrə bölgüsü” layihəsi çərçivəsində 2018-ci ildə 4924,2 mln man dövlət əsaslı vəsait qoyuluşundan, 1362,2 mln man xarici kreditlər hesabına və 2754,2 mln man DNF-nin vəsaiti hesabına ümumi 9040,6 mln manatın (30,5%) ayrılması müəyyənləşdirilmişdir. ([http://sai.gov.az/upload/files/REY\\_Layihe2018\\_27oktyabr\\_F.pdf](http://sai.gov.az/upload/files/REY_Layihe2018_27oktyabr_F.pdf), 2019)

Cədvəl 7-dən göründüyü kimi, DİP-in icrası məqsədilə nəzərdə tutulmuş ümumi vəsaitin 82%-i (7439,0 mln man) infrastruktur təyinatlı layihələrə yatırılmışdır. Hazırda yenilənmiş infrastruktur əhalinin maddi rifahının yaxşılaşdırılmasına, ölkədə KOS-ların inkişafına şərait yaratmaqla yanaşı, nəticə olaraq istehsal edilən məhsulun maya dəyərini azalmasına da müsbət təsir göstərir.

**Cədvəl 7. 2018-ci il üzrə Dövlət İnvestisiya Proqramı üzrə icra barədə məlumat mln. Manatla**

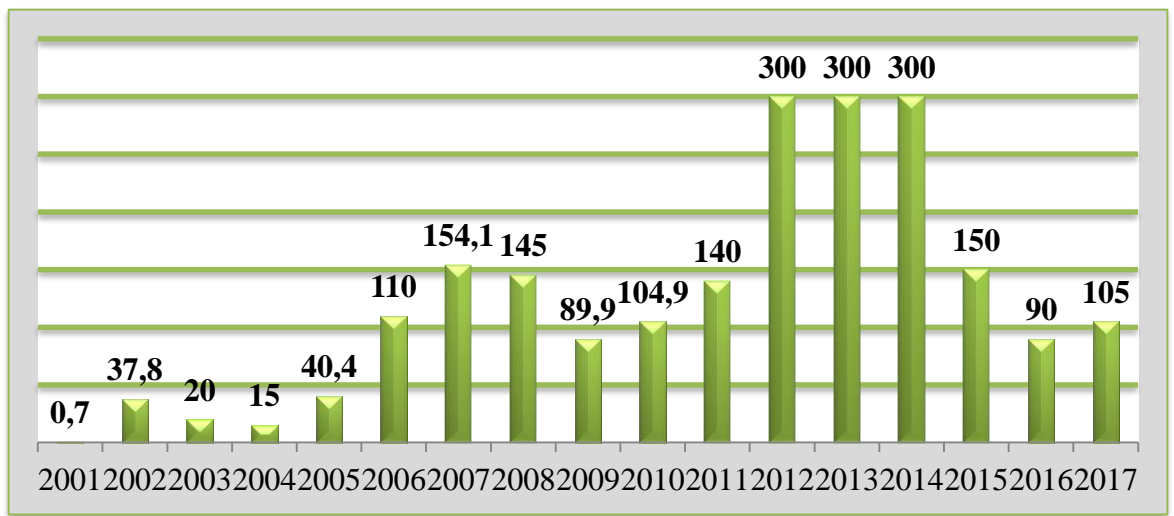
İstiqamətlər	Cəmi	Dövlət Əsaslı Vəsait Qoyuluşu hesabına		Xarici kreditlər hesabına		DNF-nin vəsaiti hesabına	
		Həcmi	%-lə	Həcmi	%-lə	Həcmi	%-lə
İnfrastruktur layihələri	7439	3650,9	74,1	1233,9	90,6	2554,2	92,7
Sosial yönümlü layihələr	1199,9	936,2	18,9	63,7	4,7	200,0	7,3
Müdafiə və hüquq mühafizə orqanları	303,3	238,7	4,9	64,6	4,7	0,0	0,0
Ərazilərin bərpası, yenidən qurulması və fəvqəladə halların aradan qaldırılması yönümlü layihələr	12,2	12,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Digər layihələr	86,2	86,2	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Ehtiyat	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cəmi</b>	<b>9040,6</b>	<b>4924,2</b>	<b>100</b>	<b>1362,2</b>	<b>100</b>	<b>2754,2</b>	<b>100</b>

**Mənbə:** AR Hesablama Palatasının AR-in 2018-ci il dövlət büdcəsi layihəsinə Rəyi, [http://sai.gov.az/upload/files/REY\\_Layihe2018\\_27oktyabr\\_F.pdf](http://sai.gov.az/upload/files/REY_Layihe2018_27oktyabr_F.pdf)

Cədvələ əsasən deyə bilərik ki, infrastruktur təyinatlı layihələrə DNF tərəfindən 2554,2 mln. man (92,7%), sosial təyinatlı layihələrə isə 200 mln. man (7,3%) olmaqla, ümumi 2754,2 mln manat investisiya yatırılmışdır.

Müxtəlif dövrlərdə Dövlət Neft Fondunun vəsaitlərindən qaçqınların və məcburi köçkünlərin sosial vəziyyətinin yaxşılaşdırılması tədbirlərinin maliyyələşdirilməsinə əhəmiyyətli vəsaitlər yönəldilmişdir. Aşağıdakı qrafikdə bu sahəyə DNF-nin illər üzrə yatırımları göstərilmişdir:

**Qrafik 9: DNF tərəfindən qaçqın və məcburi köçkünlərin sosial vəziyyətinin yaxşılaşdırılması tədbirlərinə 2001-2017-ci illərdə ayrılmış vəsaitlər (milyon manatla)**



**Mənbə:** ARDNF hesabatı

<https://www.oilfund.az/report-and-statistics/report-archive>

Həmçinin 2018-ci ilin yanvar-sentyabr ayları ərzində isə 138,6 mln manat vəsait ayrılmışdır. Ümumilikdə 2001-2018-ci illər ərzində ARDNF tərəfindən qaçqın və məcburi köçkünlərin məişət şəraitinin yaxşılaşdırılması üçün 2 241,4 mln manat vəsait xərclənmişdir. Bu vəsaitlər hesabına Azərbaycanın müxtəlif bölgələrində yeni yaşayış məntəqələri tikilmiş, qaz, elektrik, su və digər mühüm, vacib infrastruktur sistemlər təchiz edilmiş və ya yenilənmişdir. Bu vəsaitlərin nəticəsində qaçqın və məcburi köçkünlər arasında yoxsulluq 75% (2003-cü il) həddən 12% (2016-cı il) həddinə enmişdir.

2001-2017-ci illər ərzində Neft Fondunun vəsaiti hesabına mühüm sosial yönümlü, infrastruktur, habelə insan kapitalının inkişafı, kadr potensialının

artırılması məqsədilə ilə həyata keçirilən, maliyyələşdirilən layihələrə aşağıdakıları misal göstərmək mümkündür:

- 2002-2006-cı illərdə mühüm siyasi, iqtisadi və strateji Bakı-Tbilisi-Ceyhan neft ixrac boru kəməri layihəsində Azərbaycan Respublikasının səhmlərini maliyyələşdirmək üçün Neft Fondundan 297,9 mln manat göndərilmişdir. 13 iyul 2006-cı ildə isə ixrac boru kəmərinin açılış mərasimi baş tutmuşdur.

- 2006-2011-ci illər ərzində Oğuz-Qəbələ zonasından Bakı şəhərinə su boru kəmərinin çəkilməsi layihəsinin maliyyələşdirilməsi üçün 779,7 mln manat ayrılıb. Bu layihə Oğuz-Qəbələ zonasının yeraltı sularından istifadə etməklə Bakı şəhərinin su təchizatını yüksək səviyyədə yaxşılaşdırmaqdır. Su kəməri 2010-cu ildə əhalinin istifadəsinə buraxılmışdır və 2011-ci ildə layihənin fondun vəsaiti hesabına maliyyələşdirilməsi başa çatmışdır.

- 2006-2017-ci illərdə Samur-Abşeron meliorasiya sisteminin yenidənqurma layihəsinin maliyyələşdirilməsinə 1,3 mlrd manatdan çox vəsait ayrılmışdır. Layihənin əsas məqsədi Bakı, Sumqayıt və Abşeronun su təchizat sistemləri üçün etibarlı su mənbəyi yaratmaq, suyun nəql olunmasında enerji sərfiyyatını aradan qaldırmaq və nəticədə 25 MWT gücündə enerji istehsal etməkdir. Strateji əhəmiyyətə malik bu layihənin icrası 2 mərhələdə həyata keçirilmişdir. Layihə çərçivəsində ilk olaraq 111 km uzunluğunda, buraxılış qabiliyyəti 40 m<sup>3</sup> həcmində Taxtakörpü Ceyranbatan su kanalının tikintisi nəzərdə tutulmuşdu. 2009-cu il ərzində Taxtakörpü-Ceyranbatan su anbarı arasında yeni kanalın tikintisi üçün qazma işləri bitmiş və alt hissədən su keçidlərinin inşası davam etdirilmiş, 2013-cü ildə isə Prezident İ.Əliyevin iştirakı ilə Taxtakörpü su anbarı, Taxtakörpü SES və Taxtakörpü-Ceyranbatan kanalının rəsmi açılış mərasimi keçirilmişdir.

- AR Prezidentinin 30 mart 2006-cı il tarixli 1395 nömrəli “İnvestisiya fəaliyyətinin Təşviqi üzrə əlavə tədbirlər haqqında” Sərəncamına uyğun olaraq yaradılan Azərbaycan İnvestisiya Şirkətinin nizamnamə kapitalının formalaşdırılması üçün Neft Fondu 2006-cı ildə 90 mln manat ayırmışdır. İnvestisiya Şirkətinin əsas məqsədi qeyri-neft sektorunda fəaliyyət göstərən mövcud müəssisələrin maddi-texniki bazasının yeniləndirilməsi, yeni

müəssisələrin yaradılması üçün yerli investorlarla yanaşı xarici investorları cəlb edərək, həmçinin öz vəsaiti hesabına səhmdar cəmiyyətlərin, kommərsiya təşkilatlarının nizamnamə kapitalında səhmlərini alaraq iştirak payı vasitəsilə müddətli investisiya qoymaqladır.

- AR Prezidentinin 2007-ci il tarixli 1974 sayılı sərəncamının icrası məqsədilə 2008-2017-ci illərdə Bakı-Tiflis-Qars layihəsinin maliyyələşdirilməsi üçün Neft Fondundan 522 mln manat ayrılmışdır. Dəmir yolu layihəsinə görə 76 kın-i Türkiyə, 29 kın-i Gürcüstanın ərazisinə düşən və bütövlükdə uzunluğu 105 kın olan Qars-Axalkalaki xəttinin tikintisi, həmçinin Gürcüstanda 160 km uzunluğunda Axalkalaki-Marbada yolunun rekonstruksiyası həyata keçiriləcəkdir. Qeyd edək ki, 30 oktyabr 2017-ci ildə Bakı-Tbilisi-Qars dəmir yolu xəttinin açılışı baş tutmuş və dəmir yolu xəttində ilk yük qatarı hərəkətə başlamışdır.

- 2008-ci ildən başlayaraq Neft Fondu AR Prezidentinin 16 aprel 2007-ci il tarixli 2090 sayılı "2007-2015-ci illərdə Azərbaycan gənclərinin xarici ölkələrdə təhsili" haqqında Fərmanına əsasən proqramı maliyyələşdirməyə başladı. Proqramın başlanğıc dövründən 2017-ci ilin sonuna 3 454 nəfərin təhsili DNF tərəfindən maliyyələşdirilmişdir ki, onlardan 1 692 nəfəri artıq məzun olmuşdur. 2008-2017-ci illər ərzində Fond tərəfindən bu proqramın maliyyələşdirilməsinə ümumilikdə 205,4 mln manat məbləğində vəsait ayrılmışdır.

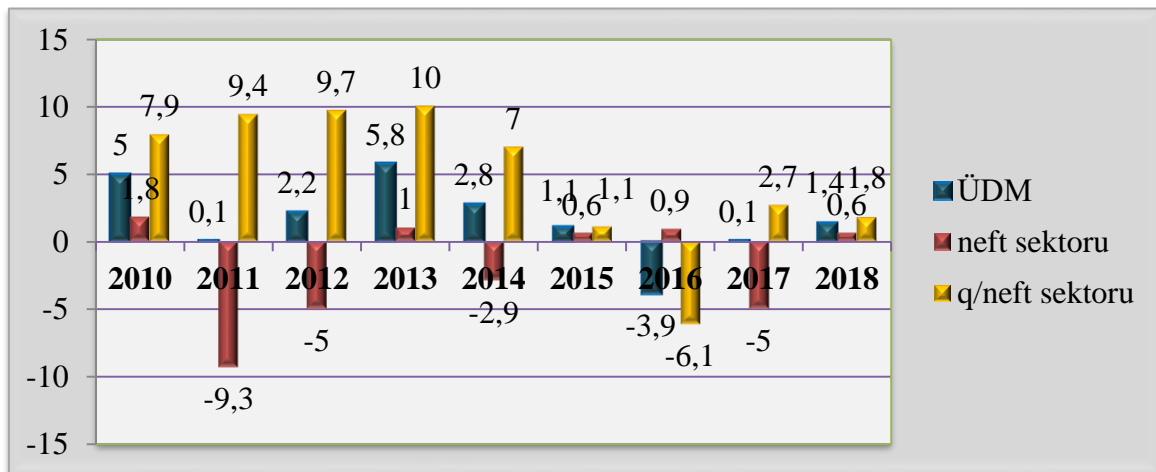
- 2013-cü ildə başlamış layihələrdən olan "STAR" neft emalı kompleksinin tikinti layihəsinin səhmlərinin 40%-i DNF tərəfindən maliyyələşdirilir. Layihə başlayandan təxminən 2017-ci ilin sonuna qədər ARDNF tərəfindən layihədə AR-in iştirak payının maliyyələşdirilməsi məqsədilə 1663,3 mln manat məbləğində vəsait ayrılmışdır.

- AR Prezidentinin 25 fevral 2014-cü il tarixli Sərəncamı ilə "Şahdəniz" yatağının istismarının 2-ci mərhələsi və Cənubi Qafqaz Boru Kəmərinin genişləndirilməsi məqsədilə ARDNŞ tərəfindən səhmlərinin 51%-i dövlət mülkiyyətində, 49%-i Dövlət Neft Şirkətinə məxsus "Cənub Qaz Dəhlizi" QSC təsis edilmişdir. 2014-2017-ci illərdə bu layihədə Azərbaycanın iştirakının maliyyələşdirilməsinə DNF-dən ümumi 1530,3 mln man vəsait yönəldilmişdir.



Dövlət investisiyalarının səviyyəsi neftdən daxilolmalar hesabına artmışdır, lakin investisiya layihələrinin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi vacib məsələlərdən biridir. 2008-ci ildən etibarən (2009-cu il istisna) ÜDM-də qeyri-neft sektoru, neft sektorunun artım sürətini ötmüşdür. Dövlət investisiyaları vasitəsilə inkişafına təşviq olunan qeyri-neft sektoru, həmçinin ÜDM və neft sektorunun 2010-2018-ci illər arasında, əvvəlki illərə nisbətən artım səviyyələri aşağıdakı qrafikdə verilmişdir. 2018-ci ilə nəzər saldıqda görürük ki, ÜDM-də qeyri-neft üzrə əvvəlki ilə nəzərən azalma, neft-qaz sektoru üzrə isə artma müşahidə edilmişdir. (<https://www.economy.gov.az/article/socio-economic-development-of-the-republic-of-azerbaijan-for-january-september-of-2017/28196>, 2019)

**Qrafik 10: ÜDM, neft sektoru və qeyri-neft sektorunun artım səviyyələri, əvvəlki ilə nisbətə %-lə**



**Mənbə:** AR İqtisadiyyat Nazirliyinin AR-in sosial-iqtisadi inkişafına dair statistik məlumatlarından istifadə etməklə müəllif tərəfindən hazırlanmışdır, <https://www.economy.gov.az>

Təbii resurs gəlirlərindən asılılığın azaldılması məqsədilə, iqtisadiyyatı diversifikasiya etməklə ixracı şaxələndirərək qeyri-neft sektoru, xüsusilə emal sənayesinə birbaşa xarici investisiyaların cəlb olunması xüsusi əhəmiyyət daşıyır. Strateji Yol Xəritəsində 2025-ci ilədək qarşıya qoyulan hədəf indikatorlarının 4-dən birincisi “qeyri-neft sektoruna istiqamətlənmiş birbaşa xarici investisiyanın ÜDM-də qeyri-neft sektoru payının 4%-ə çatdırılması”dır.

Əsas fondların, geniş təkrar istehsalın yaradılması üçün əsas kapitalla investisiya qoyuluşu həyata keçirilir ki, 2018-ci il üzrə ölkəmizdə iqtisadi və sosial

sahələrin inkişafı məqsədilə ümumi maliyyə mənbələrindən bütövlükdə 17 238,2 mln manat əsas kapitala investisiya edilmişdir. Əsas kapitala investisiyanın 69,7%-ni daxili, 30,3%-ni isə xarici investisiyalar təşkil etmişdir. Əsas kapitala investisiya qoyuluşunun 65,5%-i (və ya 11289,3 mln man) qeyri-neft sektorunun inkişafına istiqamətlənmişdir. Qeyri-neft sektoruna qoyulan investisiyanın 24%-i, qalan investisiyanın isə 15,7%-i bir yerdə qeyri-neft sənayesinin inkişafına yönəldilmişdir.

(<https://www.economy.gov.az/article/main-economic-gosrt%C9%99ricil%C9%99r/21259>, 2019)

**Cədvəl 8: Əsas kapitala yönəldilmiş daxili və xarici investisiya vəsaitləri**

İllər	Cəmi, mln manat	daxili			xarici	
		Mln manat		%-lə	Mln manat	%-lə
<b>2013</b>	<b>17 850,8</b>	13 178,9		<b>73,8</b>	4 671,9	<b>26,2</b>
<b>2014</b>	<b>17 618,6</b>	12 715	<b>72,2</b>	4 903,6	<b>27,8</b>	
<b>2015</b>	<b>15 957,0</b>	9 058,5	<b>56,8</b>	6 898,5	<b>43,2</b>	
<b>2016</b>	<b>15 772,8</b>	6 490,3	<b>41,1</b>	9 282,5	<b>58,9</b>	
<b>2017</b>	<b>15 550,8</b>	6 935,7	<b>44,6</b>	8 615,1	<b>55,4</b>	
<b>2018</b>	<b>17 238,2</b>	12 015	<b>69,7</b>	5 223,2	<b>30,3</b>	

**Mənbə :** Dövlət Statistika Komitəsi və İqtisadiyyat Nazirliyinin məlumatları əsasında müəllif tərəfindən hazırlanmışdır

DSK hesabatına əsasən 2017-ci il üçün xarici sərmayənin miqdarı 8 615, 1 mln manat olmuşdur. Bu sərmayənin 78,8 %-i BB, Türkiyə, Malayziya, İsveçrə, İran, Rusiya, Yaponiya, ABŞ-a aiddir. Bu vəsaitlər əsasında ölkəmizdə müxtəlif xüsusiyyətli müəssisə və obyektlər inşa edilib, istifadəyə verilmişdir.

İnvestisiya fəaliyyətinin aktivliyi ilə bağlı mühüm məsələlərdən biri daxili investisiyaların maliyyə mənbəyinin dövlətdən özəl sektor üzərinə keçidinə nail olmaqdır. Məhz buna görə, özəl sektorda biznes - investisiya mühitində yeni təkmilləşdirmə mexanizmləri yaradılmalı, həmçinin birbaşa xarici investisiyaların qeyri-neft sektoruna cəlb olunmasında işlər daha da sürətləndirilməlidir.

Vergi dərəcələri və vergi yükü də investisiya mühitinin cəlbediciliyinə təsir göstərir. Məsələn, PWC-nin “Paying taxes 2018” hesabatında Azərbaycanın vergi yükünün 39,8% olduğu qeyd olunub. Hesabatda Azərbaycan Gürcüstan (16,4%),

Qazaxıstan (29,2%), Ukraynadan (37,8%) geri qalsa, Türkiyə (41,1%) və Rusiya ilə müqayisədə (47,5%) vergi yükü azdır.

Beynəlxalq reyting hesabatlarında ölkənin hazırkı durumu, xarici investorların bu ölkə üçün investisiya yatırım seçiminə əhəmiyyətli təsir göstərir. Dünya Bankının ən son “Doing Business 2019” reyting hesabatında ölkəmiz 32 pillə irəliləyərək 25-ci yerə yüksəlib. Hesabatda qeyd edilir ki, ən çox islahat aparan, təkmilləşdirməyə malik 10 ölkədən biri məhz Azərbaycandır. Hesabata əsasən, biznesə başlama, maliyyə mənbələrinə çıxış imkanlarının artırılması, tikinti üçün icazələrin alınması, xarici ticarətin aparılması, vergilərin ödənilməsi, əmlakın qeydiyyatı indikatorları üzrə daha çox irəliləyiş nəzərə çarpır. Ölkəmiz kiçik investorların maraqlarının qorunması indikatoru üzrə 2-ci, biznesə başlamada 9-cu, kreditlərin alınmasında isə (kredit məlumatları) 100 pillə irəliləyərək 22-ci yerdə qərarlaşmışdır.

([https://azertag.az/xeber/Dunya\\_Bankinin\\_Doing\\_Business\\_2019\\_hesabatinda\\_Azərbaycan\\_dunyanin\\_en\\_chox\\_islahat\\_aparan\\_olkesi\\_elan\\_olunub\\_\\_YENILANIB\\_VIDEO-1210249](https://azertag.az/xeber/Dunya_Bankinin_Doing_Business_2019_hesabatinda_Azərbaycan_dunyanin_en_chox_islahat_aparan_olkesi_elan_olunub__YENILANIB_VIDEO-1210249), 2019)

Ölkələrin iqtisadi vəziyyəti, investisiya durumunun əlverişliliyi həmçinin, beynəlxalq reyting agentlikləri tərəfindən də dəyərləndirilir. Standard and Poor’s və Fitch reyting agentlikləri Azərbaycan üçün kredit reytingini BB+ səviyyəsində, Moody’s reyting agentliyi isə son dəfə kredit reytingini Ba2-də sabit olaraq müəyyənləşdirib. Ümumiyyətlə, kredit reytingi ölkənin kredit vəziyyətini qiymətləndirmək üçün istifadə olunur və bu da investor qərarlarına böyük təsir göstərir. (<https://tradingeconomics.com/azerbaijan/rating>, 2019)

### **3.2 Dövlət Neft Fondunun fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi istiqamətləri**

Təhlillərimizi ümumiləşdirərək qeyd edə bilərik ki, təbii resursla zəngin ölkələrdə fiskal siyasət resurslardan əldə olunan gəlirin qeyri-sabitliyi (volatilliyi) və digər amillər nəzərə alınmaqla formalaşdırılır. Ümumiyyətlə qeyd etsək, resurs gəlirlərindən asılılıq səviyyəsi və həmçinin resursların tükənməsi ölkənin makrofiskal siyasətini müəyyənləşdirən ilkin göstəricilərdir. (İMF, 2007) Neft ixracatçısı ölkələrdə olan qeyri-sabitliyin büdcənin gəlir və xərclərinə təsirini

qaydaya salmaq üçün ən uyğun fiskal siyasət kimi kontr-tsiklik fiskal siyasət qeyd edilir. Bu siyasət zamanı yüksək neft qiymətləri, yaxud iqtisadi aktivliyin olduğu zaman büdcədə yığımlar artır və xərclər isə balans vəziyyətinə gətirilir. Ölkəmizdə tətbiq edilən fiskal siyasət əsasən pro-tsiklik xarakter daşıyır. Bu siyasət zamanı iqtisadiyyatın yüksək iqtisadi aktivlik zamanlarında dövlət xərcləri artırılır və yaxud vergilər azaldılır, böhran dövründə isə əks tədbir həyata keçirilir. İEO-də əsasən kontr-tsiklik, İEOÖ-də isə pro-tsiklik siyasətin seçilməsi daha üstündür.

Uzunmüddətli fiskal dayanıqlılığın formalaşdırılması məqsədilə müxtəlif fiskal qaydalar istifadə edilə bilər. Bu qaydalar resurslardan əldə edilən gəlirləri nəsillər arasında hansı miqdarda xərcləmək və həmçinin gələcək nəsillər üçün gəlirlərin hansı yığım qaydaları şəklində saxlamaq sualına cavab verir. (İsmayılov, 2013) Fiskal qaydalardan hansının tətbiq olunması zamanı ölkənin resurs gəlirlərindən asılılıq səviyyəsi və həmin təbii resursun tükənmə müddəti, həmçinin ölkələrin inkişaf səviyyəsi, sahib olduğu kapitalın miqdarı və s. nəzərə alınır.

2004-cü ildə Azərbaycan hökuməti rəsmi olaraq "daimi real xərclər" prinsipini qəbul etdiyinə baxmayaraq, DNF-dən dövlət büdcəsinə limitsiz və şərtsiz köçürmələr maliyyə sabitliyi, effektiv gəlirlərin idarə edilməsi və ümumi makroiqtisadi tarazlığı təhlükə altına aldı. (Aslanlı, 2015)

Müasir dövrdə dünyada mövcud olan qeyri-müəyyənlik, risk, neftin qiymətinin qeyri-stabilliyi vəziyyətində, dövlətin, milli iqtisadiyyatın davamlı iqtisadi artımının təmin olunması üçün, yeni çağırışlara, tendensiyalara uyğunlaşdırılmış iqtisadi siyasətinin yaradılması aktual məsələlərdəndir. Ölkədə fiskal dayanıqlılığının, həmçinin risklərin idarə edilməsi zərurəti üçün yenilənmiş fiskal siyasətin formalaşdırılması mühüm əhəmiyyət kəsb edir. Qısa və uzunmüddətli dövrdə fiskal dayanıqlılığın təmin edilməsi ilk öncə, büdcənin gəlir və xərc bölmələrinin uzunmüddətli tarazlığa malik olmasını tələb edir.

İqtisadiyyatın əsasını təbii resurs istehsalı və ixracının təşkil etdiyi ölkələrdə resursdan əldə olunan gəlirlərin qeyri-müəyyənliyi və qeyri-sabitliyi fiskal idarəetmə siyasətində və büdcə planlaşdırmasında çətinlik yaradır və büdcə xərclərinin səviyyəsi resurs qiymətlərinin qeyri-sabitliyindən asılı olur. Büdcə

xərclərində yaranan bu cür vəziyyət özəl sektorda hazırlanacaq uzunmüddətli dövr üçün investisiya planlarının və qərarlarının qəbulunda mürəkkəblik yaradır. Beləliklə, dövlət, xərclərin planlaşdırılması zamanı resurs gəlirlərinin dəyişkənliyindən qorunmaq üçün tədbirlərin həyata keçirilməsinə, resurs gəlirlərinin yığım və xərclənməsi üçün isə optimal balansın müəyyənləşdirilməsinə lazımdır.

DNF-nin vəsaitlərinin çox hissəsinin xərclənməsi də onun yığımını məhdudlaşdırır və vəsaitin gələcək nəsillər arasında bölüşdürülməsi məqsədini sual altında qoyur.

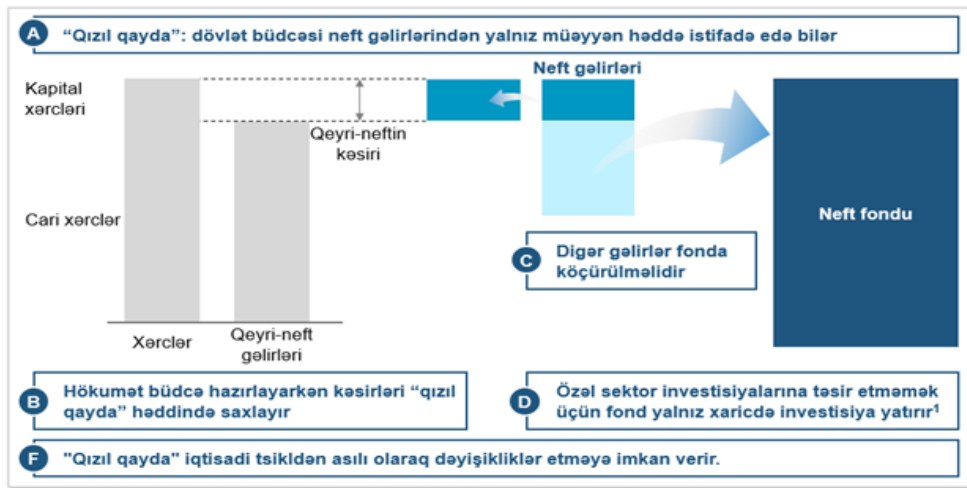
2014-cü ildən neft qiymətlərinin düşməsi səbəbindən AR-in dövlət xərclərində azalma müşahidə edildi ki, bu da pro-tsiklik fiskal siyasətin göstəricisidir. Qlobal makroiqtisadi vəziyyətdə baş verə biləcək hər hansısa çətinliyin qarşısının alınması və ehtiyatın yaradılması və davamlılığı ölkə üçün əhəmiyyətlidir. Bu səbəbdən Milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsində Ortamüddətli Xərclər Çərçivəsinin icrası məqsədilə “qızıl qayda” mexanizmi müəyyən edilmişdir. (Milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi, 2016)

Qızıl qaydanın bir sıra üstünlükləri vardır ki, onlardan ən mühüm olanı sabitliyin təmin olunmasıdır. Hal-hazırda fonddan Maliyyə Nazirliyinə köçürmələrin miqdarı neftin qiymətilə sıx bağlıdır. Bu mexanizm nəticəsində transfertlərin həddi sabitləşdirilərək dövlət büdcəsini xərclərinin neftin qiymətinin volatilliyindən qoruyacaq və xərclənməni daha effektiv və səmərəli həyata keçirməyə yardımçı olacaq. Bundan başqa, Neft Fondundan dövlət xəzinədarlığına transfertin optimal miqdarı dəqiq təyin olunmadığından, DNF tərəfindən daha gəlirli, uzunmüddətli investisiya yatırımında çətinlik yaranır. Büdcəyə edilən köçürmələrin həcmnin məhdudlaşdırılması fonda yığılan vəsaitləri artırıraq, həmin yığılan vəsaitlərin nəsillər arasında ədalətli paylanması və fondun büdcəyə transfertlərinin inkişaf ehtiyaclarına uyğunluğu təmin ediləcəkdir. ([http://eurasiahub.khazar.org/pdf/AZ\\_Fiskal\\_Qaydalar.pdf](http://eurasiahub.khazar.org/pdf/AZ_Fiskal_Qaydalar.pdf), 2019)

Bu tədbirlərin nəticəsi olaraq Ortamüddətli Xərclər Çərçivəsinin tətbiq olunması büdcə xərclərinin optimal istifadəsini təmin edəcəkdir. Belə ki, Strateji Yol Xəritəsində OMXÇ-nin büdcə xərclərinin planlaşdırılması zamanı büdcə gəlirlərinin toplanması, səviyyəsi, bölgüsü, əsas investisiya layihələri barədə məlumat verməsi qyed olunmuşdur.

Bu qaydanın təsirini aşağıdakı kimi şərh etmək olar: cari və kapital xərcləri üçün dövlət büdcəsi tərtib olunur. Xərclərin əsas bölümü qeyri-neft daxilolmaları hesabına ödənilir və qeyri-neft kəsri az olduğu üçün, bu kəsir müəyyənləşdirilmiş orta hədd neft gəlirləri ilə ödənilir. Neft gəlirlərinin qalan hissəsi isə əsasən xüsusi bir fondada yığılır ki, həmin fond ölkədə özəl investisiyalara şərait yaradılması üçün xarici ölkələrə investisiya qoyuluşu həyata keçirir.” (Milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi, 2016)

**“Şəkil 1: Qızıl qayda mexanizmi**



**Mənbə:** Milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi, 2016”

Beləliklə, resurs zəngini olan ölkələrin qarşısında 2 seçim durur: resurslardan əldə edilən böyük həcmli gəlirləri indiki nəsil üçün xərcləmək, ya da gələcək nəsillər üçün yığmaq.

Neftdən əldə edilən gəlirlərin istifadəsi zamanı iqtisadi, sosial və fiskal məqsədlər daha qabarıq nəzərə alınmalıdır. İqtisadi məqsədlər – diversifikasiya nəticəsində inkişaf, infrastruktura investisiya yatırımı, sosial məqsədlər - gəlirlərin yenidən bölgüsü və müxtəlif sosial problemlərin həll edilməsi, yığım

məqsədi - neftdən əldə olunan gəlirlərdən yığım fondunun yaradılması, yaxud da dövlət borcunun ödənilməsi üçün istifadə edilməsini nəzərdə tutur.

Qeyd edilmiş iqtisadi və sosial məqsədlər əsasən istehlak və investisiyaların stimullaşdırılmasını, yığım isə fiskal dayanıqlıq və yığılmış sərvətin bitməməsi kimi hədəflərə istiqamətlənir ki, bunlar da qarşılıqlı olaraq ziddiyətlidir. Neft gəlirləri tükənən mənbəyə əsaslanır və bu gəlirlər cari dövrdə istehlak xərclərinə sərf edilir, təbii ehtiyatlar tükəndiyi vaxt isə mövcud xərc səviyyəsi üçün alternativ gəlir bazasını formalaşdırmaq çətinlik yaradır.

Hasilatın Pay Bölgüsü (HPB) Sazişləri çərçivəsində neft və qazdan daxilolmalar və digər gəlirlər başlanğıcda Dövlət Neft Fondunda toplanır. Gəlirlərin bir hissəsi dövlət büdcəsini dəstəkləmək üçün birbaşa büdcəyə transfer edilir, qalan hissəsi isə icmal büdcəyə daxil olan yerli investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsi üçün istifadə edilir və yaxud xarici maliyyə aktivlərinə sərmayə kimi yatırılır.

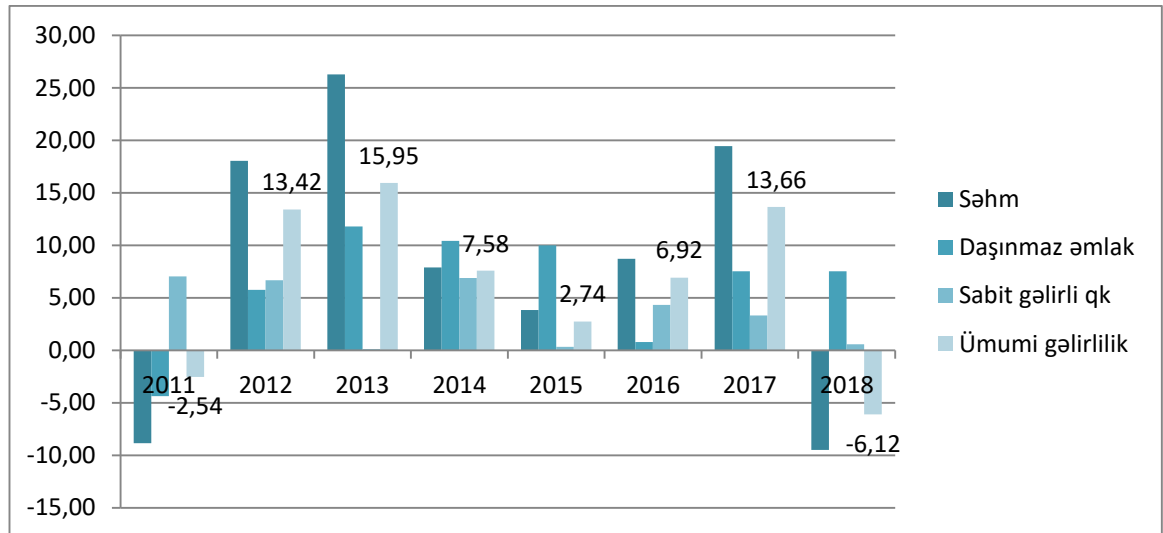
Göründüyü kimi DNF dövlətin iqtisadi inkişafında mühüm rola malikdir. Onun maliyyələşdirdiyi layihələr dövlət əhəmiyyətlidir. Lakin bu maliyyələşdirmə qısamüddətli dövrdə effektiv olsa da uzunmüddətli dövrdə neft gəlirlərindən asılılıq olur. Belə ki, neft qiymətləri düşdüüyü zaman dövlətin investisiya xərcləri azala bilər, bu da gəlir dəyişikliyinə nəticəsidir. İntestisiya xərcləri dövlət xərclərinin bir hissəsi olaraq hər il dəyişir. Bunun üçün xərcləmələr əsasən əhəmiyyətli və daha vacib infrastruktur layihələrə investisiya yatırılmalıdır.

2018-ci ildə fondun vəsaitlərin idarə edilməsi üzrə gəlirləri 995,6 mln man təşkil etmişdir. Uzunmüddətli dövrdə əldə ediləcək gəlirlilik üçün vəsaitlərin əsasən hansı maliyyə bazarı alətlərində yerləşdirilməsini müəyyən etmək lazımdır. DNF-nin vəsaitlərinin daha konservativ yerləşdirilməsi səbəbinə görə fondun gəlirliliyi təbii olaraq azalır və eyni zamanda qeyd etmək mümkündür ki, vəsaitlərin bu formada yerləşdirilməsi nəticəsində itki riskləri də aşağı düşür. Orta gəlirlilik səviyyəsinə nəzər salsaq görərik ki, son 8 ildə 1,5% təşkil etmişdir. Bu olduqca aşağı rəqəmdir. Belə ki, Norveçlə müqayisə etsək, Norveç Pensiya

Fondunun orta illik gəlirliliyi 6,5% təşkil edir. Bunun səbəbi NPF-nun vəsaitlərin idarə edilməsindəki daha aqressiv investisiya siyasətidir.

Fondun investisiya portfelinin 66,2%-ni səhmlər, 32,2%-ni sabit gəlirli qiymətli kağızlar, 3%-ni isə daşınmaz əmlaka investisiyalar təşkil edir. Sabit gəlirli qiymətli kağızlarda dövlət istiqrazları və korporativ istiqrazlar üstünlük təşkil edir.

**Qrafik 11: Norveç Pensiya Fondunun 2011-2018-ci illər ərzində investisiya portfelinin gəlirliliyi**



**Mənbə:** Norveç Pensiya Fondu, <https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>

Risكلərdən dolayı Maliyyə Nazirliyi fondun portfelinə məhdudiyətlər tətbiq etmişdir. Belə ki, səhmlərə 50-80%, sabit gəlirli qiymətli kağızlara isə 20-50% arası limit qoyulmuşdur. Daşınmaz əmlak investisiyaları isə ümumi portfelin 7%-dən çox ola bilməz. Fondun investisiya strategiyası əsasən uzunmüddətli investisiya qoyuluşlarıdır. NPF ümumilikdə 9000-dən çox şirkətə investisiya yatırımı həyata keçirmişdir. Portfelində 35 ölkənin valyutaları vardır. Bu müxtəliflik vəsaitlərin idarə edilməsində risklərin bölüşdürülməsindən irəli gəlir.

Neft Fondunun vəsaitlərin idarə edilməsindən əldə etdiyi gəlir onun yığımları üçün kifayət deyil. Portfelin konservativ xarakterli olması, hər il çoxlu miqdarda xərc maddələri (buraya dövlət əhəmiyyətli sosial-iqtisadi layihələrin maliyyələşdirilməsi də daxil) fondun vəsait toplamasına və yığım dərəcəsinin azlığına səbəb olur. DNF-nin fəaliyyətinin və vəsaitlərin idarə olunmasından daxilolmaların artırılması məqsədilə aşağıdakı məsələlərin həlli vacibdir: Dövlət



Neft Fondunun fəaliyyətinin idarə edilməsinin hüquqi bazasının daha da təkmilləşdirilməsi, bunun üçün Dövlət Neft Fondunun fəaliyyəti haqqında Qanun və yaxud Aktın qəbul olunması, Fondun investisiya portfelinin genişləndirilməsi və gəlirliliyin artırılması üçün uyğun risk və gəlirlilik təhlillərinin aparılması, Fondun gəlirlərinin xərc istiqaməti üzrə müvafiq daha ciddi nəzarətin həyata keçirilməsi, Şəffaflığın daha da artırılması, məlumatların əlçatanlıq səviyyəsinin genişləndirilməsi və s.

## NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR

İnvestisiyalar mənfəət qazanmaq üçün pul, qiymətli kağızlar, pul vəsaitləri olan digər hüquqlar vasitəsilə sahibkarlıq obyektlərinə və digər vasitələrə sərmayə qoyulmuşdur. İnvestisiyalar iqtisadi fəaliyyət və inkişafda əhəmiyyətli rol oynayır, sosial, istehsal və məşğulluq, sənaye və iqtisadi sahələrin inkişafına təsir göstərir.

İnvestisiya fəaliyyəti davamlı iqtisadi artım üçün əlverişli şərait yaradılmasında əsas rol oynayan genişmiqyaslı siyasi, iqtisadi və sosial dəyişikliklər prosesidir. İqtisadi baxımdan investisiya fəaliyyətinin artması və investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması prosesi əsas məsələlərdən biridir.

Müasir dövrdə dövlətlər iqtisadi inkişafa nail olmaq üçün, müxtəlif üsul və vasitələrdən istifadə edirlər. Onlardan biri də dövlətin əsas iqtisadi siyasətlərindən olan investisiya siyasətidir. Hər bir dövlət həm yerli, həm də xarici investorları maddi istehsal sahəsinə cəlb etmək üçün səy göstərməlidir. Dünya təcrübəsi göstərir ki, xarici investisiyaların cəlb edilməsi və istifadəsi iqtisadiyyatın inkişafına yardım edir və sosial-iqtisadi islahatlara güclü stimül verir. Bütün bu problemlərin həlli müvafiq investisiya siyasətinin həyata keçirilməsi, investisiya proseslərinin tənzimlənməsi və dəstəklənməsi üzrə effektiv sistemin formalaşdırılması ilə sıx bağlıdır. Yaxşı düşünülmüş investisiya siyasəti makro və mikro səviyyələrdə bütün iqtisadi vəzifələri həll edir və iqtisadiyyatın yenidən qurulması üçün əlverişli şərait yaradır. Dövlətin investisiya və iqtisadi təhlükəsizliyinin təmini mövqeyindən dövlətin investisiya siyasətinin səmərəliliyinin artırılması əsasən, aşağıdakı prinsiplərə əməl edilmədən asılıdır :

- maliyyələşdirilən bütün layihələrin gəlir-xərc analizinin aparılması.
- Dövlət üçün əhəmiyyətli infrastruktur layihə və proqramlarının həyata keçirilməsi ;
- Dövlət büdcəsinin məqsədli və qənaətli xərclənməsi üzərində dövlət nəzarətinin gücləndirilməsi ;
- Xarici investisiyanın cəlb edilməsi məqsədilə normativ bazanın təkmilləşdirilməsini həyata keçirmək.

Zəngin resurslara malik olan ölkələr formalaşdırdıqları maliyyə ehtiyatlarının xərclənməsi zamanı 2 istiqaməti hədəf olaraq seçə bilərlər:

- 1) Uzunmüddətli dövrdə dayanıqlı inkişafın formalaşdırılması;
- 2) resurs qiymətlərinin volatilliyi zamanı fiskal balansın təmin edilməsi.

Büdcəni və iqtisadiyyatı resurs daxilolmalarında baş verən dəyişikliklərdən qorumaq və sabitləşdirmək, bərpa olunmayan resurslardan başqa gəlir mənbəyi yaratmaq, valyuta ehtiyatlarından daha çox gəlir əldə etmək, gələcək nəsillər üçün qənaət etmək, əhəmiyyətli inkişaf layihələrinin maliyyələşdirilməsi və iqtisadi artım hədəflərinə nail olmaq üçün ölkələr müxtəlif suveren fondlar yaradırlar. Suveren fondların çoxu resursdan asılı, əsasən neft-qazın zəngin olduğu ölkələrdə formalaşdırılmışdır. Resurs Fondlarının fəaliyyətinə baxdıqda onların idarə edilməsində 2 mühüm problemin həllinin tapılmasının önəmli olduğu nəzərə çarpır və onların həllinin təmin edilməsi tələb edilir. Birincisi vəsaitlərin xərclənməsinin şəffaf olması, ikincisi isə xərclənən vəsaitlərin effektivliyi.

Neft və qazın satışından gələn gəlirlər ölkəmizin sosial-iqtisadi vəziyyətində mühüm rol oynayır. Son dövrlərin tendensiyalarından olan suveren fond Azərbaycan Respublikasında Ümummilli lider H. Əliyevin təşəbbüsü ilə 1999-cu ildə yaradılmışdır. Dövlət Neft Fondu yaradıldığı vaxtdan ölkədə sosial-iqtisadi layihələrə investisiya yatırmaqla iqtisadi inkişafa səbəb olmuşdur. Fond, dövlət əhəmiyyətli Bakı-Tbilisi-Ceyhan neft boru kəməri, Bakı-Tiflis-Qars dəmir yolu, Cənubi Qaz Dəhlizi layihələrinin maliyyələşdirməsini həyata keçirmişdir.

2001-2018-ci illərdə Neft Fonduna daxilolmalar 142 mlrd dollar təşkil edib. Lakin bu vəsaitin təxminən 27%-i yığıma yönəldilmişdir. Neft Fondunun xərclərinə nəzər saldıqda məlum olur ki, xərclərin həcmində Fondun dövlət büdcəsinə 2003-cü ildən başlayaraq edilən transfertlər əhəmiyyətli yerə sahibdir. 2003-2017-ci illərdə ARDNF tərəfindən dövlət büdcəsinə isə ümumilikdə 77 mlrd manat vəsait transfert edilib. Bu qədər xərcləmənin qarşılığında yığım miqdarı çox aşağıdır. Mövcud vəziyyət daxilində DNF-dən büdcəyə transfertlərə məhdudiyyətin qoyulması zəruridir. Yarandığı gündən fondun vəsaitləri cari layihələrin maliyyələşdirilməsinə sərf olunur ki, uzunmüddətli dövrdə bu neqativ

təsirə malik ola bilər. İqtisadiyyata investisiya qoyuluşunda dövlətin rolunun neft gəlirlərinin təsiri ilə artması özəl sektorun sıxışdırılmasına səbəb ola bilər. Dünya təcrübələrinə müraciət etsək, görürük ki, suveren fond yaradan ölkələrin çoxunda fondan köçürmə və xərcləmələrə illik əsasda məhdudiyətlər tətbiq olunur. Məsələn Norveç Pensiya Fondunun fəaliyyətinə nəzər salsaq, bu məhdudiyət büdcə xərcləmələrinin 4%-i miqdarında tətbiq edilir. Məhz bu metodun indiki vəziyyətdə əlverişli olması onun tətbiqinə real yanaşmanı tələb edir. Lakin bu proses tədricən aparılmalıdır. Çünki son illərdə büdcə gəlirlərində DNF-nin transfertlərinin payı 40%-in üzərindədir. İlk tədbirlər olaraq potensialı yüksək sahələrin inkişafına şərait yaratmaq lazımdır.

Xarici valyuta daxilolmalarının həcmi dünya bazarında neftin qiyməti, AR-də neft hasilatı və satışından asılıdır. Bu da fiskal dayanıqlılığa əngəl yaradır. Digər əngəl isə büdcə xərclərində baş verən artımdır. Büdcə xərcləri neft gəlirləri ilə bağlıdır. Xarici şokların mənfi təsiri ilə yaranmış vəziyyətdən çıxmaq üçün, milli iqtisadiyyatın rəqabətqabiliyyətliliyini və əhalinin sosial rifahını artırmaq, investisiyaların cəlbi, azad rəqabət mühiti və insan kapitalının inkişafına yardım etmək üçün 2016-cı ildə Azərbaycanda Strateji yol xəritələri təsdiq olunmuşdur. SYX-də DNF-nin fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi məsələlərinə də yer verilmişdir. Bunun üçün Ortamüddətli xərc çərçivəsi və “Qızıl qayda” mexanizmi müəyyənləşdirilmişdir. Bu mexanizm nəticəsində transfertlərin həddi sabitləşdirilərək və xərcləmələrin daha optimal və səmərəli həyata keçirilməyə yardımçı olacaq. Büdcəyə edilən transfert məhdudlaşdırmaları fondun yığım həcmi artıracaqdır.

Bundan sonra fondun qarşısında duran əsas məsələ vəsaitlərin idarə olunmasından əldə edilən gəlir həcmi artırılması olmalıdır ki, bunun üçün fond daha uzunmüddətli investisiya strategiyasından istifadə edərək fəaliyyətində investisiya portfelinin diversifikasiyasını artıraraq, səhmlərə qoyuluş həcmi yüksəltməlidir. Bunun üçün son 5-10 ildə qiymətli kağızlar bazarı araşdırılmalı, potensial məkanlar və şirkətlər tapılmalı və fəaliyyətləri analiz edilməlidir. Həcmi təkmilləşdirmə tədbirləri kimi aşağıdakıları göstərmək olar:

- Dövlət Neft Fondunun fəaliyyətinin idarə edilməsinin hüquqi bazasının daha da təkmilləşdirilməsi, bunun üçün Dövlət Neft Fondunun fəaliyyəti haqqında Qanun və yaxud Aktın qəbul olunması,
- Fondun investisiya portfelinin genişləndirilməsi və gəlirliliyin artırılması üçün uyğun risk və gəlirlilik təhlillərinin aparılması,
- Fondun gəlirlərinin xərc istiqaməti üzrə müvafiq daha ciddi nəzarətin həyata keçirilməsi,
- Şəffaflığın daha da artırılması, məlumatların əlçatanlıq səviyyəsinin genişləndirilməsi;
- Yığım səviyyəsinin az olduğunu bilərək, əlavə gəlir mənbələrinə diqqətin və nəzarətin daha da gücləndirilməsi;
- Bir maliyyə təşkilatı və ya bir investisiya aktivinin portfeldəki məhdudlaşdırıcı həcmi ümumi portfel həcmnin maksimum 15% olması siyasətinə yendən baxmaq, məhdudluq faizinin aşağı salınaraq portfeldə təşkilat və ya aktivlərin sayının artırılması ilə həm risklərin bölüşdürülməsini həyata keçirmək, həm də gəlirliliyi təmin etmək olar.

# İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT

## Azərbaycan dilində

1. İnvestisiya fəaliyyəti haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu, 1995.
2. Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun fəaliyyətinin təmin edilməsi ilə bağlı tədbirlər haqqında Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərmanı <http://www.e-qanun.az/framework/3573>
3. Azərbaycan Respublikasının Dövlət Neft Fondu haqqında Əsasnamənin təsdiq edilməsi barədə Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərmanı <http://www.e-qanun.az/framework/148>
4. Aras O.N., Süleymanov E. (2016), Azərbaycan iqtisadiyyatı, Bakı, “Şərq-Qərb”, 412 səh.
5. Bayramov M., (2017) Qeyri neft sektoru ölkəyə daha çox gəlir gətirməyə başlayır. Mövqe qəzeti, səh. 6.
6. Əhmədov İ., Əzizova L., Qarayev F. (2005), Neft gəlirlərinin və büdcə prosesinin şəffaflığı xüsusi kursu üzrə metodiki vəsait / tərcüməçi Mirməmməd G., İctimai Vəsaitin Monitorinqi Mərkəzi (PFMC), Bakı, 96 səh
7. Əliyev Q. (2008), İnvestisiyanın maliyyələşdirilməsi və kreditləşdirilməsi. Dərslük. Bakı. “İqtisad Universiteti”, 275 səh.
8. Əzizova G.A. (2012), Dövlətin investisiya-innovasiya siyasəti. Bakı, “İqtisad Universiteti”, 211 səh.
9. İsayev S.Z. (2011), İnvestisiya fəaliyyətinin hüquqi tənzimlənməsi / Dərs vəsaiti. Bakı: “İqtisad Universiteti”, 188 səh.
10. İsmayılov F., (2013) Resursla zəngin iqtisadiyyatlarda optimal fiskal qaydalar, Mərkəzi bank və iqtisadiyyat jurnalı, Nömrə-1, s. 69-80.
11. Mahmudova L.F. (2017), Dövlətin innovasiya-investisiya siyasəti. Sumqayıt : SDU, 271 səh.
12. Məmmədov Ə., Seyfullayev İ. (2013), Vergi və investisiya / Regionların inkişafı ictimai birliyinin xüsusi layihəsi. Bakı: Çarşıoğlu, 376 səh.

## **Xarici ədəbiyyat**

1. Краснова В.А. (2015), Инвестиции и инвестиционная деятельность региона: теоретический аспект. В журнале Молодой учёный. №9 (89).
2. Лахметкина Н.И. (2006) Инвестиционная стратегия предприятия: учебное пособие. Москва: Кнорус, 184 с.
3. Меркантилизм. (1935)Москва: Соцэкгиз, С. 155.
4. Сеялова Г.С. (2005), Инвестиционная политика предприятий. (Текст): методические указания. Оренбург: ГОУ ОГУ, 74 с.
5. Смит А. (1776), Исследование о природе и причинах богатства народов. Книга I-III, Москва : Изд-во: Наука, 1993, 721 стр.
6. Староверова Г.С. (2006), Экономическая оценка инвестиций. Москва: Кнорус, 155 с.
7. Франсуа Кзне. (1960) Избранные экономические произведения, Москва: Издательство социально- экономической литературы.
8. Aslanli K., (2015) , Fiscal sustainability and the State Oil Fund in Azerbaijan, Journal of Eurasian Studies, Vol. 6, Issue 2, pp. 114-121
9. Stone S. E., Truman E. M. (2016), Uneven Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability. Policy Brief of Peterson Institute for International Economics, PB16-18

## **İnternet resursları:**

1. 2015-ci il üzrə Azərbaycan MHŞT Hesabatı, [https://eiti.org/sites/default/files/documents/2015-eiti\\_report\\_published\\_aze.pdf](https://eiti.org/sites/default/files/documents/2015-eiti_report_published_aze.pdf)
2. Abdullah Al-Hassan, Michael Papaioannou, Martin Skancke, and Cheng Chih Sung (2013), Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management , IMF Working Paper <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13231.pdf>
3. ARDNF-nin 2018-ci il üzrə investisiya fəaliyyətinin yekunları, <https://www.oilfund.az/storage/uploads/nmzj0da3pl.pdf>
4. Avrasiya Bilik Mərkəzinin ekspert qrupu, Azərbaycanda fiskal qaydanın tətbiqinə start verildi, [http://eurasiahub.khazar.org/pdf/AZ\\_Fiskal\\_Qaydalar.pdf](http://eurasiahub.khazar.org/pdf/AZ_Fiskal_Qaydalar.pdf)

5. Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun illik hesabatları, <https://www.oilfund.az/report-and-statistics/report-archive>
6. Azərbaycan Respublikası Dövlət Statistika Komitəsi, Azərbaycanın statistik göstəriciləri 2018, 808 səh. <https://www.stat.gov.az/menu/4/>
7. Azərbaycan Respublikası Hesablama Palatasının rəsmi saytı <http://sai.gov.az/1>
8. Azərbaycan Respublikası İqtisadiyyat nazirliyi [https://economy.gov.az/uploads/fm/files/diger/2018%20qeyri-neft%20\(1\).pdf](https://economy.gov.az/uploads/fm/files/diger/2018%20qeyri-neft%20(1).pdf)
9. Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyi, <http://maliyye.gov.az/>
10. Azərbaycan Respublikasının Milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi, 2016.
11. Əbu-Dabi İnvestisiya İdarəsi, 2019 <https://www.adia.ae/En/Investment/Portfolio.aspx>
12. EGA, “About us”, 2015. P 28
13. [https://azertag.az/xeber/Dunya\\_Bankinin\\_Doing\\_Business\\_2019\\_hesabatinda\\_Azerbaijan\\_dunyanin\\_en\\_chox\\_islahat\\_aparan\\_olkesi\\_elan\\_olunub\\_YENILA\\_NIB\\_VIDEO-1210249](https://azertag.az/xeber/Dunya_Bankinin_Doing_Business_2019_hesabatinda_Azerbaijan_dunyanin_en_chox_islahat_aparan_olkesi_elan_olunub_YENILA_NIB_VIDEO-1210249)
14. <https://tradingeconomics.com/azerbaijan/rating>
15. [https://www.bbc.com/azeri/azerbaijan/2015/02/150225\\_manat\\_devaluation\\_explanation](https://www.bbc.com/azeri/azerbaijan/2015/02/150225_manat_devaluation_explanation)
16. <https://www.investopedia.com/articles/economics/08/sovereign-wealth-fund.asp>
17. <https://www.toptal.com/finance/market-research-analysts/sovereign-wealth-funds>
18. IMF. (2007). Guide on resource revenue transparency. Fiscal Affairs Department .
19. International Forum of Sovereign Wealth Funds (2008), Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”, [https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples\\_0\\_0.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/santiagoprinciples_0_0.pdf)



20. İqtisadi Əməkdaşlıq və İnkişaf Təşkilatı (OECD), <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>
21. J. Thompson, A. Boemher, (2008), “Diversifying MENA economies to promote performance”, MENA-OECD Investment programme, Working Group 1.
22. Mərkəzi Bankın rəsmi saytı <https://www.cbar.az/>
23. Norveç Maliyyə Nazirliyi <https://www.regjeringen.no/en/dep/fin/id216/>
24. Norveç Pensiya Fondunun illik hesabatı (2018), <https://www.nbim.no/contentassets/02bfbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf>
25. Preqin special report: Sovereign Wealth Funds 2018, <https://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Sovereign-Wealth-Funds-August-2018.pdf>
26. PWC, <https://www.pwc.lu/en/alternative-investments/docs/pwc-sovereign-wealth-funds.pdf>
27. Sovereign Investment Lab (SIL), Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016 [https://www.ifswf.org/sites/default/files/report\\_SIL\\_2017.pdf](https://www.ifswf.org/sites/default/files/report_SIL_2017.pdf)
28. Sovereign Investors 2020, <https://www.pwc.co.uk/industries/sovereign-wealth-investment-funds.html> (29.04.2019)
29. Sovereign Wealth Fund Institute, <https://www.swfinstitute.org/>

# ƏLAVƏLƏR

Əlavə 1.

**Cədvəl 1. SSF-in makroiqtisadi hədəfləri**

<b>İqtisadi vəzifələr</b>	<b>Xüsusi vəzifələr</b>	<b>Təsvir</b>	<b>Nümunələr</b>
<b>Kapitalı maksimallaşdırmaq</b> Milli sərvətin artması və qorunması üçün riskə uyğunlaşdırılmış kapital bazasını yaratmaq	Nəsillərarası investisiyanı balanslaşdırmaq	Nəsillərarası bərabərlik yaratmaq üçün sərmayə qoymaq, məsələn, bərpa olunmayan aktivləri gələcək nəsillər üçün müxtəlif maliyyə aktivlərinə çevirmək	Norges Bank Investment Management (NBIM), Küveyt Ehtiyat Fondu
	Gələcək öhdəlikləri maliyyələşdirmək	Gələcək öhdəliklərin, məsələn, pensiya kimi şərti öhdəliklərin yerinə yetirilməsi üçün kapitalın real dəyərini artırmaq və saxlamaq	Avstraliya Gələcək Fondu, Yeni Zelandiya Super Fondu
	İnvestisiya ehtiyatları	Uzunmüddətli gəlirlərin daha yüksək səviyyəyə çatmasına və maliyyə ehtiyatlarının saxlanılması üzrə aktivə sahibolmanın mənfi nəticələrinin azaldılmasına yönelmiş maliyyə strategiyaları vasitəsilə potensial olaraq daha yüksək gəlir verən aktivlərdə investisiya yatırmaq	Çin İnvestisiya Şirkəti, Koreya İnvestisiya Şirkəti
<b>Stabilləşmə</b> Makroiqtisadi idarəetmə və iqtisadi sabitlik	Maliyyə sabitliyinə yardımçı olmaq	İqtisadiyyatı daxili və ya xarici şoklardan, məsələn, iqtisadiyyatı izolyasiya etmək üçün kontr- tsiklik fiskal vasitələrdən istifadə etmək, yəni istehlakı rəvan etmək üçün əmtəə qiymətlərində dəyişikliklər	Çili İqtisadi və Sosial Stabilləşmə Fondu
	Valyuta məzənnəsini sabitləşdirmək	Aktivin qiymət "köpüyü"nün qısa müddətdə qarşısını almaq və qiymət dəyişkənliyini azaltmaq məqsədilə (bu, əmtəə qiymətinin dəyişkənliyi ilə nəticələnmə bilər) böyük kapital axınlarını və çıxışlarını balanslaşdırmaq üçün fondun resurslarından istifadə etmək  Valyuta məzənnəsinin digər ixrac fəaliyyətlərinə imkan verən səviyyədə saxlanmasını təmin etmək üçün uzun müddət ərzində yerli iqtisadiyyata daxil olan kapitalın məbləğini idarə etmək, məsələn, "Holland xəstəliyi"nin (Dutch Disease) qarşısını almaq	Rusiya Ehtiyat Fondu  Meksika neft gəliri Stabilləşmə Fondu

		üçün fondan istifadə etmək	
<b><i>İqtisadi inkişaf</i></b> Ölkənin uzunmüddətli məhsuldarlığını artırmaq üçün investisiya	Mürəkkəb infrastrukturaya sərmayə qoymaq	Nəqliyyat, enerji, su təsərrüfatı və kommunikasiyalar daxil olmaqla, lakin bunlarla məhdudlaşmamaqla, əsas aktivlərin yerli səviyyədə inkişafı	Nigeriya İnfrastruktur Fondu
	Sosial infrastrukturaya sərmayə qoymaq	"Yumşaq" infrastrukturun yerli səviyyədə inkişafı: insan kapitalı və onu inkişaf etdirən müəssisələr. Bu, təhsil və səhiyyə kimi sosial-iqtisadi layihələri əhatə edir	Mübadala İnkişaf Şirkəti
	Sənaye siyasətinin aparılması	Bir mənbədən və ya maliyyə mənbəyindən asılılığı azaltmaq üçün diversifikasiya olunmuş iqtisadiyyat yaratmaq. Hökumətlərin xüsusi sektorlarda məhsuldarlığı artırmaq üçün rəsmi, strateji söyləri	Temasek, BPI (Fransa)

**Mənbə:** Sovereign Investors 2020, <https://www.pwc.co.uk/industries/sovereign-wealth-investment-funds.html> (29.04.2019)

Cədvəl 2. Top 20 Suveren Sərvət Fond Siyahısı.

N	Ölkə	Fond	Aktivlərin dəyəri mlrd \$	Yaranma ili	Növü
1.	Norveç	Norveç Pensiya Fondu	1073	1990	Neft
2.	Çin	Çin İnvestisiya Şirkəti	941	2007	Digər
3.	BƏƏ	Əbu Dabi İnvestisiya İdarəsi	697	1976	Neft
4.	Küveyt	Küveyt İnvestisiya İdarəsi	592	1953	Neft
5.	Çin	Hong Kong İnvestisiya portfeli Maliyyə İdarəsi	509	1993	Digər
6.	Çin	SAFE İnvestisiya Şirkəti	440	1997	Digər
7.	Sinqapur	Sinqapur İnvestisiya Şirkətinin İdarəsi	390	1981	Digər
8.	Sinqapur	Temasek Holding	375	1974	Digər
9.	Çin	Milli Sosial Müdafiə Fondu	341	2000	Digər
10.	Səudiyyə Ərəbistanı	Dövlət İnvestisiya Fondu	320	2008	Neft
11.	Qatar	Qatar İnvestisiya İdarəsi	320	2005	Neft və qaz
12.	BƏƏ	Dubay İnvestisiya Şirkəti	234	2006	Digər
13.	BƏƏ	Mubadala İnvestisiya Şirkəti	227	2002	Neft
14.	Cənubi Koreya	Koreya İnvestisiya Şirkəti	134	2005	Digər
15.	Avstraliya	Avstraliya Gələcək Fondu	110	2006	Digər
16.	İran	İran Milli İnkişaf Fondu	91	2011	Neft və qaz
17.	Kanada	Alberta İnvestisiya Şirkəti	79	2008	Digər
18.	Qazaxıstan	Samruk-Kazyna	71	2008	Neft və qaz
19.	Rusiya	Milli Rifah Fondu	69	2008	Neft
20.	ABŞ	Alyaska Daimi Fondu	66	1976	Neft

**Mənbə:** Sovereign Wealth Fund Institute, <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (15.05.2019)

Cədvəl 3. ARDNF-nin investisiya istiqamətləri

Qlobal aktiv növləri	Portfelə daxil olan aktiv növləri	Həyata keçirilən strategiya	Həyata keçirilmə metodları
Ənənəvi	Səhmlər	Qlobal səhm bazarlarına investisiya	“MSCI World”, “MSCI Europe ex UK”, “S&P100” indeksləri, VTB Bankda strateji səhm payı;
	Sabit gəlirli qiymətli kağızlar	İstiqrazlara və pul bazarı alətlərinə investisiya	Dövlət, beynəlxalq təşkilatlar, agentlik və korporativ investisiya dərəcəli sabit gəlirli qiymətli kağızların və pul bazarları alətlərinin alınması
Alternativ	Özəl səhmlər	Özəl səhm fondlarına investisiya	Beynəlxalq Maliyyə Korporasiyası Aktivlərin İdarə edilməsi Şirkəti tərəfindən idarə olunan fondlara, AYİB tərəfindən idarə olunan “EPF” fonduna, “Carlyle Partners VII”, “Blackstone Core Equity Partners”, “BC European Partners X”, “Apollo Fund IX” və “FSI Mid-market Growth Fund” fondlarına investisiya; “Neuberger Berman” şirkəti ilə birgə qurulmuş Ayrıca İdarə Olunan Özəl Səhm Mandatı; Xəzər dənizində yeni müasir üzən qazma qurğusunun tikinti layihəsində AR-in iştirak payının maliyyələşdirilməsi (AzRigs)
	Daşınmaz əmlak	Kommersiya təyinatlı daşınmaz əmlakın alınması, müştərək və daşınmaz əmlak fondlarına investisiyalar	Moskva, London, Paris, Seul, Tokio və Milan şəhərlərində yerləşən ofis binalarına investisiya; Almaniya, Yaponiya, Çin, ABŞ və Sinqapurda yerləşən ofis və kommersiya tipli daşınmaz əmlaka yatırılan müştərək investisiyalar; Asiya və Sakit Okean hövzəsi, Avropa və ABŞ-da kommersiya, həmçinin Yaponiyada logistika təyinatlı daşınmaz əmlaka yatırım edən fondlara investisiyalar
	Qızıl	Fiziki qızıla investisiya	Qızıl külçələrinə investisiya

Mənbə: ARDNF hesabatı,

<https://www.oilfund.az/report-and-statistics/report-archive>,

(22.04.2019)

### **Əlavələrin siyahısı**

1. SSF-in makroiqtisadi hədəfləri.....	82
2. Top 20 Suveren Sərvət Fond Siyahısı.....	83
3. ARDNF-nin investisiya istiqamətləri.....	84

### **Cədvəllərin siyahısı**

1. Investisiyaların təsnifatı.....	15
2. Santyaqo prinsipləri.....	41
3. E.Trumanın 2015-ci il qiymətləndirmə cədvəlinə əsasən ilk beşlik.....	42
4. Linaburg-Maduell Şəffaflıq İndeksi.....	43
5. ARDNF-in 2017-ci ildə özəl səhm portfeli.....	49
6. DNF vəsaitlərinin xarici menecerlər tərəfindən idarə olunma hissəsi.....	52
7. 2018-ci il üzrə Dövlət Investisiya Proqramı üzrə icra barədə məlumat mln. Manatla.....	62
8. Əsas kapitalla yönəldilmiş daxili və xarici investisiya vəsaitləri.....	67

### **Şəkillərin siyahısı**

1. Qızıl qayda mexanizmi.....	71
-------------------------------	----

### **Qrafiklərin siyahısı**

1. SSF-lərin ümumi yatırımında əsas aktiv siniflər (illər üzrə %-lə).....	36
2. Ümumi portfel üzrə aktiv siniflərinin bölüşdürülməsinin təkamülü.....	36
3. ABŞ, Yaponiya, AB-də 2010-2018-ci il arası faiz dərəcələrinin dəyişməsi...37	
4. ARDNF-nin 2017-ci il gəlir mənbəyi.....	46
5. ARDNF-nin investisiya portfelinin 2008-2018-ci illər arası orta illik ümumi gəlirliliyi.....	50

6. Dövlət büdcəsinin gəlirlərini təmin edən orqanlar üzrə daxilolmaların xüsusi çəkilişi.....	53
7. DNF-nin Dövlət büdcəsinə transfertinin illər üzrə bölgüsü (mln manat ilə).....	55
8. Azərbaycan Respublikasının strateji valyuta ehtiyatları (mlrd ABŞ dolları ilə).....	56
9. DNF tərəfindən qaçqın və məcburi köçkünlərin məskunlaşdırılması tədbirlərinə 2001-2017-ci illər ərzində ayrılmış vəsaitlər (mln manatla).....	63
10. ÜDM, neft sektoru və qeyri-neft sektorunun artım səviyyələri (əvvəlki ilə nisbətə %-lə) .....	66
11. Norveç Pensiya Fondunun 2011-2018-ci illər ərzində investisiya portfelinin gəlirliliyi.....	73

#### **Diaqramların siyahısı**

1. SSF-lərin region üzrə bölgüsü.....	31
2. Norveç Pensiya Fondunun səhm kapitallarının sektorlar üzrə strukturu.....	39
3. 31.12.2018-ci il tarixinə Norveç Pensiya Fondunun investisiyalarının regional paylanması.....	40
4. Əbu-Dabi İnvestisiya idarəsinin investisiya portfelinin tərkibi, (%-lə).....	41
5. ARDNF-nin investisiya portfelinin coğrafi regionlar üzrə təsnifatı, %-lə...49	