

AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ

AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ

BEYNƏLXALQ MAGİSTRATURA VƏ DOKTORANTURA MƏRKƏZİ

**“İŞĞALDAN AZAD OLUNMUŞ ƏRAZİLƏRİN BƏRPASININ
MALİYYƏLƏŞDİRMƏSİNDƏ BORC İSTİQRAZLARI EMİSSİYASININ
ROLU”**

mövzusunda

MAGİSTR DİSSERTASİYASI

Həsənov Əli Nazim oğlu

BAKI – 2022

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

BMDM-in direktoru

i.ü.f.d., dos. Əhmədov Fariz Saleh oğlu

_____ **imza**

“ ____ ” _____ **20__-ci il**

“İŞĞALDAN AZAD OLUNMUŞ ƏRAZİLƏRİN BƏRPASININ
MALİYYƏLƏŞDİRMƏSİNDƏ BÖRC İSTİQRAZLARI EMİSSİYASININ
ROLU”

mövzusunda

MAGİSTR DİSSERTASİYASI

İxtisasın şifri və adı: 060403-Maliyyə

İxtisaslaşma: Maliyyə bazarları

Qrup: 676

Magistrant:

Həsənov Əli Nazim oğlu

_____ **imza**

Elmi rəhbər:

i.ü.f.d., dos. İbrahimov Zöhrab Həsən oğlu

_____ **imza**

Proqram rəhbəri:

i.ü.f.d. Vəliyev Cəbrayıl Xəlil oğlu

_____ **imza**

Kafedra müdiri:

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

_____ **imza**

BAKİ – 2022

Elm andı

Mən, Həsənov Əli Nazim oğlu and içirəm ki, “İşğaldan azad olunmuş ərazilərin bərpasının maliyyələşdirməsində borc istiqrazları emissiyasının rolu” mövzusunda magistr dissertasiyasını elmi əxlaq normalarına və istinad qaydalarına tam riayət etməklə və istifadə etdiyim bütün mənbələri ədəbiyyat siyahısında əks etdirməklə yazmışam.

İŞĞALDAN AZAD OLUNMUŞ ƏRAZİLƏRİN BƏRPASININ MALİYYƏLƏŞDİRMƏSİNDƏ BÖRC İSTİQRAZLARI EMİSSİYASININ ROLU

XÜLASƏ

Tədqiqatın aktualığı: Vətən müharibəsi nəticəsində işğaldan azad edilən ərazilərimizin dərinədən araşdırılması nəticəsində həmən ərazilərin infrastrukturuna, ekologiyasına və iqtisadiyyatına 30 illik işğal dövründə dəyən ziyanın miqyasının milyardlarla manat olduğu qənaətinə gəlinmişdir. Bu məbləğin bir mənbədən təmin edilməsi, əlbəttə ki, qeyri-mümkündür. Buna görə də borc istiqrazlarının emissiyasının maliyyələşmə işlərinə cəlb edilməsi aktuallaşır.

Tədqiqatın məqsədi: Tədqiqat borc istiqrazlarının maliyyələşmə mənbəsi kimi effektivliyini və tətbiqi istiqamətlərinin araşdırır. Əsas məqsəd borc istiqrazları ilə maliyyələşmənin doğru istiqamətdə və doğru formasının tətbiqinin mümkünlüyünün öyrənilməsidir.

İstifadə olunmuş tədqiqat metodları: Tədqiqat zamanı GZİT təhlildən, xərc-gəlir analizindən, mövcud resursların təhlilindən və məntiqi ümumiləşdirilməsindən istifadə edilmişdir.

Tədqiqatın informasiya bazası: Ədəbiyyat mənbələrinin, o cümlədən statistik məlumatların tapılması üçün dünyanın nüfuzlu elmi bazalarından, elektron kitabxanalardan həmçinin, rəsmi yerli və xarici data bazalarından istifadə edilmişdir.

Tədqiqatın məhdudiyyətləri: Əsas məhdudiyyətlər Azərbaycan dilində elmi mənbələrin sayının azlığı və borc istiqrazları ilə bağlı ölkəmizin dərin təcrübəsinin olmamasıdır. Bunun nəticəsində də yeni növ istiqrazların tətbiqinin əhatəli araşdırılması müəyyən çətinliklərlə üzləşir.

Tədqiqatın elmi yeniliyi və praktiki nəticələri: Borc istiqrazları ilə bağlı Azərbaycanda geniş təcrübənin və araşdırmaların olmadığı bir şəraitdə yeni növ istiqrazların ölkəmizdəki bərpa proseslərində tətbiqinin öyrənilməsi elmi ədəbiyyata yenilik qata bilər. Bundan əlavə, tədqiqat nəticə etibarilə istiqraz emissiyası ilə bağlı praktiki işlər və islahatları tövsiyə edən ciddi təkliflər də irəli sürür.

Nəticələrin istifadə oluna biləcəyi sahələr: Tədqiqatın nəticələri dövlətin maliyyələşdirmə tədbirlərinin, iqtisadi və maliyyə strategiyasının işlənməsində istifadə edilə bilər. Biznes mühitinin yaxşılaşdırılması ilə bağlı tədbirlər zamanı da tədqiqatın nəticələrindən istifadə etmək mümkündür.

Açar sözlər: maliyyə bazarları, borc istiqrazları, dövlət maliyyəsi, dayanıqlı inkişaf, yaşıl maliyyə

THE ROLE OF BOND EMISSIONS IN FINANCING THE RECONSTRUCTION OF LIBERATED TERRITORIES

SUMMARY

The actuality of the subject: It was disclosed using the in-depth analysis of the territories that were liberated as a result of 2nd Karabakh War, during the 30 years of occupation the enemy damaged economy, ecology and infrastructure in billions of manats. As it is impossible to provide that amount from one source, it is actual to involve the bond emissions in financing.

Purpose and tasks of the research: The study examines the effectiveness and application of bonds as a source of funding. The main purpose is to study the possibility of applying the right direction and the right form of financing with bonds.

Used research methods: The SWOT analysis, cost-benefit analysis, analysis of available resources and logical generalization methods are applied in the research.

The information base of the research: The world's leading scientific databases, e-libraries, as well as official local and foreign databases are used to find sources of literature, including statistic information.

Restrictions of research: The main restrictions are the limited number of scientific sources in Azerbaijani and the lack of in-depth bond emissions experience of our country. As a result, a comprehensive study of the application of new types of bonds faces certain difficulties.

The novelty and practical results of investigation: As an extensive experience and research on bonds in Azerbaijan is absent, the study of application of new types of bonds for reconstruction process can add novelty to the local scientific literature. In addition, the research ultimately makes serious recommendations that offer practical work and reforms related to bond emissions.

Scientific-practical significance of results: The results of the research can be used in the development of public financing measures, economic and financial strategies. The results of the study can also be applied in measures to improve business environment.

Keywords: financial markets, bonds, public finance, sustainable development, green finance

İXTİSARLAR VƏ İŞARƏLƏR

ABŞ	Amerika Birləşmiş Ştatları
AXC	Azərbaycan Xalq Cümhuriyyəti
BFB	Bakı Fond Birjası

DDB	Daxili Dövlət Borcu
GZİT	Güclü tərəflər, Zəif tərəflər, İmkanlar və Təhdidlər
XDB	Xarici Dövlət Borcu
SSRİ	Sovet Sosialist Respublikaları İttifaqı
ÜDM	Ümumi Daxili Məhsul
ÜMM	Ümumi Milli Məhsul

MÜNDƏRİCAT

	GİRİŞ.....	8
I FƏSİL.	MÜHARİBƏLƏR NƏTİCƏSİNDƏ DAĞIDILMIŞ ƏRAZİLƏRİN MALİYYƏLƏŞDİRMƏSİNİN NƏZƏRİ- METODOLOJİ ƏSASLARI.....	12
1.1.	Ərazilərin bərpasının maliyyələşdirməsində borc istiqrazları emissiyasından istifadə nümunəsi.....	12

1.2.	2-ci Dünya Müharibəsindən sonrakı bərpa proseslərində SSRİ-nin borc istiqrazları emissiyası təcrübəsi.....	18
II FƏSİL.	BORC İSTİQRAZLARI, ONLARIN EMİSSİYASI VƏ AZƏRBAYCANDA TƏTBİQİ TƏCRÜBƏSİ.....	22
2.1.	Borc istiqrazlarının növləri və beynəlxalq maliyyə bazarlarında yeri.....	22
2.2.	Borc istiqrazlarının Azərbaycanda istifadə təcrübəsi və effektivliyi.....	29
2.3.	Azərbaycanın maliyyə sisteminin borc istiqrazlarının daxili emissiyası üçün əlverişlilik səviyyəsi.....	34
III FƏSİL.	İKİNCİ QARABAĞ MÜHARİBƏSİNDƏN SONRA AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASININ ƏRAZİLƏRİNİN BƏRPASININ MALİYYƏLƏŞDİRMƏSİNDƏ BORC İSTİQRAZLARINDAN İSTİFADƏNİN İSTİQAMƏTLƏRİ...	46
3.1.	Borc istiqrazları ilə digər maliyyələşmə mexanizmlərinin müqayisəsi və əsas istiqamətləri	46
3.2.	Borc istiqrazlarının xərclərinin qarşılama perspektivləri	62
	NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR.....	68
	İSTİFADƏ EDİLMİŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI	71
	Cədvəllərin siyahısı.....	76
	Şəkillərin siyahısı.....	76
	Qrafiklərin siyahısı.....	76

GİRİŞ

Mövzunun aktuallığı: Uzun müddət erməni işğalında qalan ərazilərdə infrastruktur yerlə-yeksan edilmiş, ekologiyaya, tarixi-mədəni obyektlərə və iqtisadiyyata milyardlarla ABŞ dolları məbləğində zərər dəymişdir. Bu cür böyük miqyaslı dağıntılar nəticəsində dəymiş ziyan Azərbaycanın illik büdcəsindən qat-qat çoxdur. Beləliklə, düşmənin vurduğu ziyanı aradan qaldırmaq üçün lazımı maliyyə resurslarının tapılması aktual məsələyə çevrilir. Maliyyələşmə qismən dövlət büdcəsi, qismən də Dövlət Neft fondu hesabına mümkün olsa da, tam olaraq dəymiş zərəri qarşılamaq üçün borc öhdəliyinin götürülməsi vacibdir. Bu da öz növbəsində borc istiqrazları emissiyası vasitəsilə bərpa işlərinin aparılması mövzusunun aktual edir.

Problemin qoyuluşu və öyrənilmə səviyyəsi: Borc istiqrazlarının emissiyası ilə bağlı müxtəlif araşdırmalar mövcud olsa, da müharibədən sonrakı dövrdə baş vermiş dağıntıların borc istiqrazları ilə maliyyələşdirilməsi ilə bağlı təcrübələr o qədər də çox deyil. Buna görə də, mövcud tezisdə dünya təcrübəsi əsasən birinci və ikinci Dünya Müharibələri dövrünü əhatə edir. Bundan əlavə, baş verən dağıntıların miqyası da bu müharibələrdə daha yüksək olub. Beləliklə, Dünya Müharibələrində borc istiqrazlarının emissiyası vasitəsilə maliyyələşmə təcrübəsi daha çox öyrənilmişdir.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri: Tədqiqatın əsas məqsədi Azərbayacanda Vətən Müharibəsi nəticəsində işğaldan azad edilmiş torpaqlarda bərpa prosesinin maliyyələşməsində borc istiqrazları emissiyasının effektivliyinin öyrənilməsidir. Qarşıya qoyulan vəzifələr bunlardır:

- Azərbaycanın borc istiqrazları ilə bağlı təcrübəsinin və maliyyə sisteminin bərpa proseslərinin maliyyələşdirməsi üçün nə dərəcədə əlverişli olmasının öyrənilməsi
- Dünya praktikasından mümkün istifadə imkanlarının araşdırılması
- Bərpa prosesi üçün borc istiqrazları emissiyasında mümkün islahat və yeniliklərin aparılması
- Borc istiqrazlarının tətbiqi istiqamətlərinin öyrənilməsi

- Borc istiqrazlarının emissiyası zamanı yaranan xərclərin qarşılama perspektivlərinin təhlili

Tədqiqatın obyektı və predmeti: Tədqiqat obyektı borc istiqrazları emissiyasının bərpa proseslərinin maliyyələşdirilməsi üçün nə dərəcədə real, effektiv və praktik olmasıdır. Tədqiqatın predmeti aşağıdakı kimidir:

- İstiqrazların ekoloji bərpa prosesində istifadəsi
- İstiqrazların infrastruktur və iqtisadi layihələrdə istifadəsi
- İstiqrazların Azərbaycanın mövcud maliyyə sistemindəki yeri
- İstiqrazların digər maliyyə mənbələrindən fərqi
- Dünya təcrübəsi və onun Azərbaycanda tətbiqi

Tədqiqat metodları: Tədqiqat zamanı Azərbaycan və dünya alimlərinin məqalələri, məruzələri, kitabları və digər elmi nəşrləri istifadə və təhlil olunmuşdur. Bundan əlavə tədqiqat üçün Azərbaycan Respublikasının dövlət orqanlarının yaydığı statistik məlumatlar, rəylər, qanunlar, hesabatlar o cümlədən beynəlxalq təşkilatların rəyləri, statistik məlumatları və hesabatları tədqiqat məqsədilə istifadə olunmuşdur. Mövcud tədqiqatlar üzərində aparılan araşdırmalardan çıxan nəticələr, o cümlədən xərc-gəlir analizi və GZİT analizi metodlarından çıxan nəticələr tədqiqatın əsasını təşkil edir. İstifadə olunmuş ədəbiyyatdan çıxan nəticələrin məntiqi ümumiləşdirilməsi və müqayisə metodu da tədqiqat zamanı tətbiq edilmişdir.

Tədqiqatın informasiya bazası: Tədqiqat zamanı istinad edilən elmi jurnallar, məqalələr, kitablar və digər elmi işlərin tapılması üçün aşağıdakı məlumat bazalarından istifadə edilir:

- Scopus
- EBSCO Discovery
- EBSCO Databases
- Web of Science
- Dünya Bankı
- Azərbaycan Milli Kitabxanasının elektron kataloqu

- ESTER
- UNEC Kitabxana İnformasiya Mərkəzi
- Google Books
- Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının yaydığı statistik məlumatlar
- Azərbaycan Respublikası Dövlət Statistika Komitəsinin dərc etdiyi məlumatlar
- Digər dövlət qurumlarının yaydığı məlumatlar
- OECD Data
- Digər veb resurslar

Tədqiqatın məhdudiyyətləri: Tədqiqat zamanı ortaya çıxan əsas məhdudiyyətlər Azərbaycanın fond bazarı təcrübəsi və borc istiqrazları emissiyası ilə bağlı dolğun məlumatların məhdud olmasıdır. Belə ki, Azərbaycanda borc istiqrazlarının tarixi ilə bağlı geniş məlumat tapmaq çox çətindir. Bundan əlavə, yeni növ borc istiqrazlarının effektivliyinin ölçülməsi üçün meyarın müəyyən edilməsi, mövcud məlumat qıtlığı fonunda müəyyən çətinliklərlə üzləşir. Məsələn, beynəlxalq təcrübədəki istiqraz növlərinin Azərbaycana tətbiqi sual doğurur. Çünki bu cür istiqrazların effektivliyini Azərbaycan bazarı üçün ölçmək ciddi məhdudiyyətlərlə əhatələnir. Riyazi hesablamalar üçün tarixi dataların geniş olmasının əhəmiyyətini nəzərə alsaq, bu istiqamətdə də istiqraz təcrübəsinin azlığı məhdudiyyətlər yaradır.

Tədqiqatın elmi yeniliyi: Tədqiqat zamanı Azərbaycanda indiyə qədər istifadə olunmamış istiqraz növləri barədə məlumat verilmiş və onların tətbiqinin mümkünlüyü təhlil edilmişdir. Eyni zamanda, bərpa proseslərinin maliyyələşdirilməsi təcrübəsi yeni təcrübə olduğu üçün mövzu mahiyət etibarilə yenilikdir.

Nəticələrin praktiki əhəmiyyəti və tətbiq sahələri: Tədqiqat nəticəsində borc istiqrazlarından istifadənin işğaldan azad edilmiş ərazilərin bərpasının maliyyələşməsi üçün nə dərəcədə effektiv vasitə olduğu müəyyənləşdirilmiş və mümkün effektiv alternativlər təklif edilmişdir. Nəticə etibarilə, borc istiqrazlarının yuxarıda qeyd edilən məqsəd üçün tətbiqində müasir həllər və yeniliklərin nə dərəcədə mümkün olması aydınlaşmışdır. Əldə edilən nəticələr bərpa işlərinin borc istiqrazları vasitəsilə

maliyyələşdirilməsi zamanı dövlət strategiyasının müəyyən edilməsi üçün əhəmiyyətlidir. Tədqiqatdan çıxan nəticələr müxtəlif sahələr üzrə tətbiq edilə bilər.

Nəticələr əsasən aşağıdakı sahələrə aiddir:

- Fiskal siyasət və monetar siyasət
- Fond bazarının tənzimlənməsi
- Bank sektorunun tənzimlənməsi
- Kənd təsərrüfatının maliyyələşdirilməsi
- Ekoloji islahatların maliyyələşdirilməsi
- İnvestisiyaların idarə olunması
- Biznesin idarə edilməsi
- Sosial layihələrin idarə edilməsi
- Dövlət büdcəsinin tənzimlənməsi
- Vergi mexanizmlərinin idarə edilməsi
- Borc istiqrazları ilə əməliyyatlar
- Risklərin idarə edilməsi

I FƏSİL

MÜHARİBƏLƏR NƏTİCƏSİNDƏ DAĞIDILMIŞ ƏRAZİLƏRİN MALİYYƏLƏŞDİRMƏSİNİN NƏZƏRİ-METODOLOJİ ƏSASLARI

1.1. Ərazilərin bərpasının maliyyələşdirməsində borc istiqrazları emissiyasından istifadə nümunəsi

Əsrlərdən bəri baş verən müharibələr nəticəsində maddi və mənəvi tələfatların müharibədən sonra müxtəlif yollarla bərpası təcrübəsi vardır. Vaxtilə müharibələr nəticəsində ən genişmiqyaslı dağıntıların baş verdiyi ölkələr içərisində bu gün dünyanın ən aparıcı ölkələri də yer alır. Məsələn, Birinci və İkinci Dünya Müharibələri Avropa ölkələrinə milyardlarla dollar ziyan vurub. Hətta bu gün ən qabaqcıl iqtisadiyyata malik ölkələrdən olan Almaniya İkinci Dünya Müharibəsindən sonra demək olar ki, yerlə yeksan edilmişdi. Əlbəttə ki, “Marşal Planı” kimi tarixə düşən böyük yardım planı Avropanın bu günkü taleyinə böyük təsir göstərmişdir. Halbuki, bu yardımlardan əlavə dünya təcrübəsində borc istiqrazları vasitəsilə bərpa işləri də olmuşdur. Bu fəsildə borc istiqrazlarının müharibə və post-müharibə dövründə istifadəsi ilə bağlı tarixin fərqli kəsimlərində dünya təcrübəsi araşdırılmışdır. Bu fəsildən çıxan nəticələr əsasında, o cümlədən gələcək fəsillərdə Azərbaycanın işğaldan azad edilmiş ərazilərinin maliyyələşdirməsində borc istiqrazlarının effektiv tətbiqinə dair geniş biliklər formalaşdırılacaqdır.

Müharibələr nəticəsində dağılmış ərazilərin bərpasının maliyyələşdirilməsində borc istiqrazlarından istifadə heç də yeni təcrübə deyil. Belə ki, oxşar təcrübələr hələ Birinci Dünya Müharibəsi (1914-1918) və ondan sonrakı dövrdə mövcud olmuşdur. Antanta dövlətləri (Fransa, Britaniya və Rusiya) müharibə dövründə biri-birlərinin borc istiqrazlarını alaraq lazım olan dövrlərdə maliyyə dəstəyi verməyə çalışmışdılar. Xüsusən də Fransa, Rusiya imperiyasından külli miqdarda dövlət istiqrazı alaraq Çar II Nikolayın hərbi əməliyyatlarını dəstəkləmişdir. Halbuki, Çarizmin süqutundan sonra hakimiyyəti ələ keçirən bolşeviklər çarın borclarını rədd etmiş və Fransa bu halda

külli miqdarda maliyyə vəsaitini itirmişdi. Fransa özü isə müharibə istiqrazları emissiya edərək London birjasında satmış və Britaniyaya külli miqdarda borclanmışdı. Borclanma tək Britaniya xəzinəsinə deyil eyni zamanda Fransanın müharibə istiqrazlarını alan ayrı-ayrı şəxslərə idi. Bu borc müqabilində isə fransızlar fransız frankının dayanıqlığını saxlamağa çalışmış və əsasən müharibə xərclərini qarşılamışdı. Lakin bütün bunlar kifayət etmədiyinə görə Fransa ABŞ-dan da kredit almışdı.

Müharibə illəri ərzində (1914-dən 1918-ə qədər), London bazarında 4 dəfə Fransa istiqrazları satışa çıxarılmışdı. 1915-in noyabrında 22 milyon funt sterlinq, 1916-cı ilin oktyabrında 16 milyon funt sterlinq, 1917-ci ilin noyabrında 2,5 milyon funt sterlinq və sonda 1918-ci ilin noyabrında 14 milyon funt sterlinqlik, ümumilikdə isə 54,5 milyon funt sterlinqlik Fransa istiqrazları satışa çıxarılmışdı. 1918-ci ildəki son hərrac fiaskoya uğramışdı. Çünki müharibə illərində davam edən dağıntılar şəraitində ABŞ və Britaniyaya kəskin borclanan Fransa, o cümlədən Rusiyadan borcunu ala bilməyərək daha da ağır maliyyə durumuna düşdü. Buna görə də gələcək fəsillərdə Fransa ilə bağlı bu nümunədən çıxış edərək Azərbaycanda bərpa prosesinin maliyyələşməsi üçün borc istiqrazlarının emissiyasına ölkəmizin nə dərəcədə hazırlıqlı olması dərindən analiz ediləcəkdir. Bununla da öhdəliklərin qarşılınması ilə bağlı istiqamət və perspektivlər müəyyənləşəcəkdir (Turner A., 2008: s. 153-174).

Fransanın Birinci Dünya Müharibəsindəki təcrübəsi onu göstərdi ki, borc istiqrazları nəinki ölkəyə maliyyə vəsaiti gətirdi, əksinə olaraq post-müharibə dövründə Fransa iqtisadiyyatının inkişafını ləngitdi. 1919-1926-cı illər ərzində Fransa ciddi maliyyə böhranı keçirdi və böyük büdcə defisitləri ilə üzləşdi. Beləliklə də, bu defisitləri bağlamaq üçün Fransa daha çox borclanmaya ehtiyac duydu ki, bu da öz növbəsində ölkənin maliyyə resurslarının tükənməsinə gətirib çıxardı.

Birinci Dünya Müharibəsi dövründə əsasən Antanta dövlətləri müharibə istiqrazlarından istifadə etsələr də, İkinci Dünya Müharibəsində ABŞ-ın müharibə istiqrazları məşhurlaşdı. Müharibədən əvvəl (ABŞ-ın müharibədə aktiv iştirakından əvvəl) 1941-ci ilin mayında ABŞ dövləti fond bazarlarında müdafiə istiqrazları

emissiya etməyə başlamışdı. ABŞ Avropadakı kritik vəziyyətin onlara maliyyə yükünü artıracağını ehtimal etdiyi üçün əlindəki nağd vəsaiti bu yolla artırmağı düşünürdü. Lakin Yaponiyanın 1941-ci ilin sonunda ABŞ-ın Pörl Harbor limanına hücumundan sonra bu istiqrazlar “Müharibə Ehtiyat İstiqrazları” (War Savings Bonds) adlandırılmağa başlandı. ABŞ müharibə istiqrazlarının maraqlı tərəfi bunda idi ki, bu istiqrazlar ictimaiyyətdə daim tanınılırdı. İnsanlar bu istiqrazlardan xəbərdar idilər və dövlət insanlara bu “istiqrazları alın və dövlətə bu çətin gündə yardım edin” mesajı verirdi. Bu cür ciddi marketinq işlərinin aparılması dövlətin xaricə deyil daxilə borclanmasına gətirib çıxarırdı. Beləliklə, ABŞ xarici borcunu artırmaq əvəzinə əsasən öz xalqının ehtiyatlarını müharibə və müharibədən sonrakı bərpa proseslərinə yönəldirdi (Linehan E. J., 1991).

ABŞ təcrübəsi də Azərbaycanda bərpa proseslərinə yardımçı ola bilər. Belə ki, əlində artıq vəsaiti olan vətəndaşlara aşağı riskli dövlət istiqrazlarını alaraq bərpa proseslərində iştirak imkanı qazandırmaq, bununla da əlavə qazanc imkanı tanımaq olar. Məsələn, ABŞ təcrübəsindəki güclü marketinq kampaniyası apararaq insanları məlumatlandırmaq mümkündür. İkinci Dünya Müharibəsində ABŞ-da “müharibə istiqrazı alın” yazılı bannnerləri və radioda “istiqraz vaxtı” adlanan məlumatlandırıcı reklamlar məşhurlaşmışdı. Əlavə olaraq qeyd etmək lazımdır ki, ABŞ-da I Dünya Müharibəsi zamanı 576 dəfə, II Dünya Müharibəsində isə 460 dəfə müharibə istiqrazlarının müxtəlif yollarla reklamı həyata keçirilmişdir. Hər reklam üsulu xüsusi kütləyə hesablanaraq tətbiq edilirdi. Məsələn, reklamlar vətənpərvərlik, birlik, qələbə ruhunda, o cümlədən siyasi və iqtisadi mesajlardan ibarət ola bilirdi. Belə bir marketinq kampaniyası istiqrazları məşhurlaşdıraraq ictimai resursları müharibə istiqrazlarına yönəltməyi bacarırdı (Gordon S., 1948: s. 274). Oxşar kampaniya ölkəmiz üçün də uğurlu ola bilər. Çünki işğaldan azad edilmiş ərazilərimizin bərpasına yardım etmək istəyən və buna gücü çatan minlərlə vətəndaşımız var. Nəticə etibarilə, dövlət daha aşağı xərclə daha böyük vəsaiti borc istiqrazlarının emissiyası hesabına bərpa proseslərinə yönəldə bilər.

Bundan əlavə, dünyada bələdiyyə istiqrazlarının da çoxsaylı nümunələri vardır. Yerli özünüidarə strukturları tərəfindən burxılan bu istiqrazlar əsasən yerli xərclərin qarşılınmasına yönəldilir. ABŞ-da bəzən vergi yayınmaları üçün istifadə olunsa da, ilkin məqsəd bələdiyyələrin vəsaitinin artırılmasıdır. Azərbaycanın işğaldan azad edilmiş rayonların bələdiyyələri də bu cür bələdiyyə istiqrazları emissiya edərək alınmış pulu öz rayonlarının abadlaşdırılması işlərinə yönəldə bilərlər. Məsələn, ABŞ-da bələdiyyə istiqrazlarından gələn gəlir federal səviyyədə, bir çox halarda isə ştat səviyyəsində vergidən azaddır. Yalnız yerli vergi ödənilməsi üçün bu cür istiqrazlar investorlar üçün cəlbəedici olur. Oxşar təcrübəni Azərbaycanda da tətbiq edərək vergi güzəştlərinin sayəsində bərpa prosesləri üçün buraxılan borc istiqrazlarına tələb artırılma və investorlardan yüksək məbləğlər cəlb edilə bilər. İstənilən halda bu cür vəsaitin cəlb edilməsi dövlətə xarici borclanmadan daha ucuz başa gəlir (Beebe H., 1915).

Birinci Dünya Müharibəsindən sonra yeni yaranan dövlətlərdə maliyyələşmə ilə bağlı maraqlı təcrübələr olmuşdur. Qeyd etmək lazımdır ki, borc istiqrazları emissiyası ilə bağlı bu təcrübələr sırasında Litva və İrlandiyanın da 1918-1923-cü illərdə maraqlı təcrübəsi olmuşdur. Çar Rusiyasının süqutundan sonra özünü müstəqil elan etmiş və Paris Sülh Konfransında rəsmi tanınmağa cəhd göstərən Litva və Britaniyadan müstəqil olmağa can atan İrlandiya ABŞ-da müharibə istiqrazları emissiya etmişdilər. 1919-cu ildə Litva və İrlandiya respublikalarının heç birinin öz valyutası olmadığından bu üsulu xarici valyutada (ABŞ dollarında) sınaqdan keçirmişdilər. Yeni müstəqillik qazanmış İkinci Polşa Respublikası isə böyük dövlətlərdən maliyyə yardımını istəməyi seçmişdi. Litva bu yolla 20 milyon dollar cəlb etməyə müvəffəq oldu. Lakin bu, müstəqillik müharibələrinin yüksək xərcləri ilə tezliklə tükəndi. Bundan əlavə, müharibə şəraitindəki tanınmayan dövlətlərin iqtisadiyyatına heç kəs risk edib yatırım etmədi. Buna görə də, Latviya və İrlandiya respublikaları ABŞ-da fəaliyyət göstərən lobbilər qruplarının köməyi ilə ABŞ-da müharibə istiqrazları emissiya etdilər. Adı çəkilən respublikalar hələ tanınmadığına görə istiqrazları ABŞ-dakı Litva və İrlandiya lobbilər təşkilatları öz adlarından adi korporativ istiqraz kimi emissiya etmişdilər. Bu

istiqrazların maraqlı tərəfi ondan ibarət idi ki, heç bir gəlir vəd etmədi. Belə ki, istiqrazı satan lobbici qurumlar alıcılara geri ödənişi yalnız İrlandiya və Litvadakı müharibələr bitdikdən və tanındıqdan sonra edəcəklərini vəd edirdilər. Beləliklə, İrlandiya üçün bu yolla təqribi 5 milyon dollar, Litva üçün isə təqribi 2 milyon dollar cəlb edilmişdi. Bu da dünyada pre-suveren borcun ilk nümunələrindəndir (Adams R.J.C., and Nikšaitė V., 2020: s. 1-23).

Bu nümunədən Azərbaycan üçün tətbiq edilə biləcək təcrübə ondan ibarətdir ki, yerli şirkətlər (və ya dövlət şirkətləri) fond bazarlarında sonradan ödəniş vəd edən istiqrazlar emissiya edə bilər. Belə ki, satılmış istiqrazlardan gələn gəlirləri işğaldan azad edilmiş ərazilərə yatıraraq gələcəkdə qazanılacaq iqtisadi mənfəəti istiqraz alıcıları ilə bölüşmək mümkündür. Beləliklə, bərpa prosesində birbaşa iştirak edən şirkətlər xarici və yerli investorlardan gələcəkdə ödəniş müqabilində borc almış olur. Bundan əlavə yuxarıda qeyd edilən təcrübədən belə nəticəyə gəlmək olar ki, Azərbaycanın güclü diaspora təşkilatları bu tipli istiqrazları xarici fond bazarlarında öz təşkilatları adından emissiya edə bilər. Əldə edilmiş vəsaiti isə azad edilmiş ərazilərin bərpası üçün kraudfanding (kraudfanding barədə üçüncü fəsildə daha ətraflı təhlil aparılacaq) qismində ianə edə bilərlər. Lakin xərclərinin qarşılama perspektivinin olmaması bu cür istiqrazların praktiki tətbiqinə ciddi problemlər yaradır. Nəzərə alsaq ki diaspora qurumları qeyri-kommersiya təşkilatlarıdır, o zaman istiqrazların tətbiqi praktiki mümkün olmur.

Dünya təcrübəsinə görə borc istiqrazları və digər maliyyələşmə mənbələri ilə bərpa proseslərinin təşkili zamanı maliyyə sisteminin inkişafı istiqamətində islahatların aparılması zəruridir. Yaxşı inkişaf etməyən maliyyə sisteminə malik ölkələrdə, o cümlədən dürüst maliyyə nəzarətinin, şəffaflığın və azad rəqabətin olmadığı mühitdə münaqişə sonrası bərpa proseslərinin effektiv şəkildə aparılması mümkün deyil. Hətta qeyri-şəffaf şəraitdə borc istiqrazlarının emissiyası istiqrazların defolt riskini artırır, xalqın qənatini tükədir və nəticə etibarilə iqtisadi inkişafı ləngidərək dövlət büdcəsinə əlavə yük yaradır. Buna misal olaraq bir neçə ölkənin təcrübəsinə göstərə bilərik.

Anqola (1975-2002-ci illərdə baş vermiş vətəndaş müharibəsi) və Mozambik (1975-1992-ci illərdə baş vermiş vətəndaş müharibəsi) kimi Afrika ölkələri post-konflikt mərhələdə iqtisadiyyatın inkişaf etdirilməsi zamanı dövlətin birbaşa idarə etdiyi və təsir göstərdiyi maliyyə sistemi üzərindən bərpa proseslərinə başlamışdılar. Bank sektorundakı monopoliya və əhalinin depozitlərinin bank sektoru tərəfindən bərpa işləri zamanı qeyri-səmərəli istifadəsi nəticəsində iqtisadi inkişaf deyil, əksinə iqtisadi durğunluq yaranmışdı. Belə ki, adı çəkilən hər iki ölkənin təcrübəsi zamanı xalqın əmanətləri monopolistlərin rifahının və ya istəyinin təmininə yönəldilmiş, nəticə etibarilə əhalinin qənaəti iqtisadi inkişafa xidmət etməmişdir. Qeyri-şəffaf xərclərə görə Anqola dövləti 1999-cu ildə neftdən əldə etdiyi gəlirin 95 faizini dövlət borclarını ödəməyə yönəltmək məcburiyyətində qalmışdı. İkinci Dünya Müharibəsindən sonra isə Afrika ölkələrindən fərqli olaraq Almaniya, Yaponiya və Cənubi Koreya təcrübəsi uğurlu olmuşdur. Yaponiyada müharibədən sonra dövlət tərəfindən idarə edilən Bərpa Maliyyə Bankı yaradılmış və bərpaya yönəldilən vəsaitlər, o cümlədən Marşal planı əsasında gələn yardımlar, iqtisadiyyata ciddi maliyyə nəzarəti altında kredit şəklində yönəldilmişdi. Bu da investisiyaların effektiv olmasına, korrupsiya hallarının minimallaşdırılmasına gətirib çıxarmışdır. Cənubi Koreada da dövlət nəzarətli səmərəli investisiyalar iqtisadi bumun yaşanmasına gətirib çıxarmışdır. Finlandiya isə Marşal planı əsasında yardım almasa belə, dövlətin ciddi nəzarəti altında bank vasitəsilə iqtisadiyyata kreditlər ötürmüş və iqtisadi inkişafa nail olmuşdur (Addison T., Le Billion P. və Murshed M., 2001: s. 951-964). Beləliklə, fərqli ölkələrin fərqli dövlət strategiyaları olsa da, nəzarət mexanizmlərinin güclü olması və maliyyə sisteminin effektivliyinin təmin edilməsi xalqın resurslarının bərpa proseslərinə səmərəli şəkildə cəlb edilməsi üçün həyati əhəmiyyət daşıyır. Borc istiqrazları nəticəsində yığılmış vəsaitin də doğru formada və istiqamətlərdə yönəldilməsi üçün dünya təcrübəsindən nəticə çıxarılmalı, həmçinin maliyyə sisteminin şəffaflığı, ədalətliliyi və səmərəliliyi artırılmalıdır.

Ümumiyyətlə tarixən dünyada borc istiqrazları və post-münaqişə bərpa təcrübələri çox olmuşdur. Bunlardan bəziləri bu hissədə qeyd edildi. Lakin ən genişmiqyaslı təcrübələrdən biri SSRİ-də qeydə alınmışdır.

1.2. 2-ci Dünya Müharibəsindən sonrakı bərpa proseslərində SSRİ-nin borc istiqrazları emissiyası təcrübəsi

İkinci Dünya Müharibəsində illərində ABŞ-da olduğu kimi SSRİ-də də borc istiqrazları təcrübəsi olmuşdur. Lakin SSRİ-də borc istiqrazları əsasən müharibə dövründəki xərcləri qarşılamaq üçün deyil, müharibənin nəticələrini aradan qaldırmaq (dağılmış əraziləri bərpa etmək, iqtisadi islahatlar aparmaq və s.) üçün emissiya edilirdi. Halbuki, Böyük Vətən Müharibəsi illərində 5 illik üzrə borc istiqrazları daxilolmaları 76,8 milyard rubl təşkil etmiş, büdcənin mədaxil hissəsində onların əhəmiyyəti artmışdır. Əgər 1938-1941-ci illərdə istiqrazlar sayəsində 34,9 milyard rubl toplanmışdısa və büdcə gəlirinin təqribən 6%-ni təşkil edirdisə, 1942-ci ildə bu pay 7,4%, 1943-cü ildə 8,7%, 1944-cü ildə 9,8%, 1945-ci ildə isə 7,7% təşkil edirdi. SSRİ müharibə illərində bütün müdafiə xərclərinin təxminən 15%-ni borc istiqrazlarının hesabına ödəyirdi. 1946-1950-ci illər post-müharibə dövründə isə bərpa və quruculuq işlərinə borc istiqrazları vasitəsilə 133 milyard rubl cəlb edilmişdi (Твердюкова Е., 2018).

Lakin məsələnin mənfi tərəfi bundan ibarətdir ki, bu cür istiqrazların satışı bəzən məcburi həyata keçirilirdi. İşçilər sadəcə istiqrazı almağa məcbur edilir və hər müəssisə müəyyən qədər plan doldurmalı olurdu. Bu da əhalidə narazılığa, o cümlədən ölkənin maliyyə dayanıqlığına inamsızlıq yaradırdı. Lakin, inzibati amirlik şəraitində dövlət istiqrazlarına vətəndaşlar tərəfindən tələb olmadığı bir vaxtda açıq bazar əməliyyatı ilə borc istiqrazlarının satışının qeyri-real olması sovet hökumətini belə bir sərt addım atmağa sövq etmişdi. Çünki müharibə dövründə SSRİ iqtisadiyyatına 2 trilyon 569 milyard rubl zərər dəymiş, 1710 şəhər və qəsəbə dağılmışdı. Belə böyük miqyaslı xərclərin bir hissəsini istiqrazlarla qarşılamaq qaçılmaz idi. Hətta 1952-ci ildə istiqrazlardan gələn gəlirlər SSRİ büdcəsinin 42 faizini təşkil etmişdi. Bunun da

nəticəsində, 1948-ci ildə sənaye istehsalı müharibədən əvvəlki dövrdəki səviyyəyə çatmış, Belarusda isə sənaye məhsuldarlığı müharibədən əvvəlki göstəriciyə nisbətən 15 faiz artmışdı. Hətta yeni avtomobil, traktor və digər maşınqayırma sənayesinə bağlı zavodlar inşa edilmiş və maşınqayırma sənayesinin məhsuldarlığı 4 dəfəyə qədər artmışdı (Hemорай B., 2015: s. 70-71).

SSRİ inkişaf planına uyğun olaraq borc istiqrazları 1957-ci ilə kimi buraxılırdı. İstiqrazlar uzunmüddətli olmaqlı 20 illik emissiya edilirdi. Ödənişlər isə uduşlar və ya faiz formasında ödənilirdi. Belə ki, borc istiqrazlarını alan şəxslər ya uduşlu istiqraz seçərək uduş aldığı təqdirdə qazanc əldə edir və ya standart 2-4 faizli istiqraz alaraq stabil gəlir əldə edirdi (Cədvəl 1). Lakin, 1957-ci ildə köhnə borcların ödənişi yeni borcları üstələdiyi üçün köhnə istiqraz sahiblərinə edilən ödəniş və verilən uduşlar 20 il müddətinə dayandırıldı. Əvəzində isə insanlar artıq istiqraz alışına məcbur edilmirdilər. Buna baxmayaraq, insanların borcları effektiv şəkildə qaytarılmır, xalqın vəsaiti sadəcə qeyri-likvid bazarda dövlət tərəfindən mənimsənilirdi. 20 illik fasilədən sonra inflyasiyanın nəzərə alınmaması isə sadəcə dövlətin istiqraz siyasətinin ciddi boşluğunun olduğunu deməyə əsas verir. Doğrudur, planlı iqtisadiyyatda olan inflyasiya rəsmi olaraq qəbul edilməsə də, dövrü inflyasiya təzyiqləri sovet vətəndaşına təsirsiz ötüşmürdü. SSRİ maliyyə nazirliyi bazar iqtisadiyyatında olduğu kimi inflyasiyanı qəbul edib istiqrazların gəlirlərini ona indeksləşdirmək əvəzinə qiymətlərin tənzimlənməsini həyata keçirirdi. Bunun da nəticəsində xalq ərzaq qıtlığı və defisitdən əziyyət çəkirdi. Belə bir yarıtmaz maliyyə sistemində istiqrazların effektivliyi də kəskin olaraq azalırdı.

Cədvəl 1: SSRİ uduşlu istiqrazları siyahısı (1941-1957)

Buraxılış ili	Dövlət istiqrazının adı	Şərti	Müddəti
1941	“3-cü beşilliyin Dövlət daxili istiqrazı”	Uduşlu və ya 4 %-li	20 il
1942	“Dövlət müharibə istiqrazı”	Uduşlu və ya 2 %-li	20 il
1943	“İkinci dövlət müharibə istiqrazı”	Uduşlu və ya 2 %-li	20 il
1944	“Üçüncü dövlət müharibə istiqrazı”	Uduşlu və ya 2 %-li	20 il
1945	“Dördüncü dövlət müharibə istiqrazı”	Uduşlu və ya 2 %-li	20 il
1946	“SSRİ xalq təsərrüfatının bərpa və inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1947	“SSRİ xalq təsərrüfatının bərpa və inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1948	“SSRİ xalq təsərrüfatının bərpa və inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1949	“SSRİ xalq təsərrüfatının bərpa və inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1950	“SSRİ xalq təsərrüfatının bərpa və inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1951	“SSRİ xalq təsərrüfatının inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1952	“SSRİ xalq təsərrüfatının inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1953	“SSRİ xalq təsərrüfatının inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1954	“SSRİ xalq təsərrüfatının inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1955	“SSRİ xalq təsərrüfatının inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1956	“SSRİ xalq təsərrüfatının inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	20 il
1957	“SSRİ xalq təsərrüfatının inkişafı üçün dövlət istiqrazı”	Uduşlu	5 il

Mənbə: Толмачева О. В., 2011, məqalə əsasında müəllifin ümumiləşdirməsi

Cədvəl 1-də görünür ki, SSRİ-də müharibə illərində (1941-1945) buraxılan istiqrazlar həm uduşlu, həm də faiz ödənişləri ilə verilirdi. Lakin, müharibədən sonrakı bərpa proseslərinin maliyyələşdirilməsi üçün buraxılan istiqrazlar yalnız uduşlu idi. Bunun da başlıca səbəbi uduşlu istiqrazların xərcinin stabil ödəniş edən istiqrazlara

nisbətən ucuz olması idi. Çünki uduşlar tez-tez baş vermirdi. Əlavə olaraq cədvəldən o da aydın olur ki, istiqrazların hamısı 20 il müddətinə emissiya edilmiş, yəni uzunmüddətli istiqraz kimi dövriyyəyə buraxılmışdır. Bərpa proseslərinin qısa zaman kəsiyini əhatə etmədiyini nəzərə alaraq bu addımın doğru olduğu qənaətinə gəlmək olar. 1951-ci ilə qədər buraxılan istiqrazlar “xalq təsərrüfatının bərpası və inkişafı üçün dövlət istiqrazı” adlansa da, 1951-ci ilin istiqrazlarında artıq “xalq təsərrüfatının bərpası” sözü yığışdırılmışdır. Bu da onu deməyə əsas verir ki, bərpa istiqrazları müharibədən sonra 5 ili əhatə etmişdir.

SSRİ təcrübəsi göstərir ki, istiqrazlar sayəsində dövlət öz vətəndaşlarından daha aşağı xərclə yüksək məbləğlər cəlb edə bilər. Trilyonlarla rubl ziyana uğrayan SSRİ məhz borc istiqrazları emissiyası vasitəsilə cəlb edilən vəsait ilə iqtisadiyyatını və şəhərlərini sürətli şəkildə bərpa etməyə müvəffəq olmuşdu. Halbuki, məcburiyyətin olduğu və inflyasiyanın qəbul edilmədiyi bir maliyyə sistemi istiqrazların əhəmiyyətini, həmçinin effektivliyini azaldır. Nəzərə alsaq ki, hazırda Azərbaycanda fond bazarı var və müasir təbliğat mexanizmləri güclüdür, o zaman SSRİ-nin məcburiyyət təcrübəsindən fərqli olaraq, könüllü şəkildə vətəndaşları istiqraz almağa yönəltmək mümkündür. Əlbəttə ki, təbliğat işləri müəyyən xərc tələb edir ki, bu barədə növbəti fəsillərdə xərc-gəlir analizi aparılacaq və SSRİ təcrübəsinin tətbiqinin effektivliyi aydınlaşacaqdır.

II FƏSİL

BORC İSTİQRAZLARI, ONLARIN EMİSSİYASI VƏ AZƏRBAYCANDA TƏTBİQİ TƏCRÜBƏSİ

2.1. Borc istiqrazlarının növləri və beynəlxalq maliyyə bazarlarında yeri

Azərbaycanın borc istiqrazları təcrübəsi hələ Azərbaycan Xalq Cümhuriyyəti (1918-1920) dövründən başlayır. Daha sonra sovet hakimiyyəti dövründə ölkəmiz SSRİ maliyyə sistemində inteqrasiya etdiyindən SSRİ istiqrazları Azərbaycanda da geniş istifadə olunmağa başlamışdır. 1991-ci ildə dövlət müstəqillimiz bərpa olunduqdan sonra isə yenidən milli valyutamız manatla borc istiqrazları emissiya edilməyə başlamışdır. Beləliklə, ölkəmizin borc istiqrazları təcrübəsini tarixən üç mərhələyə bölə bilərik:

1. AXC dövrü istiqrazları (1919-dan)
2. Azərbaycan SSR dövrünün istiqrazları (SSRİ istiqrazları 1-ci fəsildə əhatə olunub)
3. Təkrar müstəqillik dövründə buraxılan dövlət istiqrazları

Bu fəsildə ölkəmizin borc istiqrazları təcrübəsinə nəzər salınacaq və tarixi təcrübədən çıxan nəticələr təhlil edilərək borc istiqrazları emissiyası ilə bağlı xarici təcrübə ilə yerli təcrübə qarşılaşdırılacaqdır. Bununla da Azərbaycan maliyyə sisteminin işğaldan azad edilən ərazilərin maliyyələşdirilməsində borc istiqrazlarının emissiyası üçün effektivliyi, o cümlədən ölkəmizin fond bazarının bu sahədə əlverişlilik səviyyəsi, beynəlxalq maliyyə bazarlarında borc istiqrazları təcrübəsi və onun Azərbaycan maliyyə bazarlarına tətbiqi imkanları təhlil edilir.

Ümumilikdə cari fəsil üzrə üç hissədə ümumi təhlil metodu vasitəsilə borc istiqrazları ilə bağlı beynəlxalq təcrübə, yerli təcrübə və Azərbaycan maliyyə sisteminin effektivlik və əlverişlilik səviyyəsi analiz edilmişdir.

Dövlətlərarası borc istiqrazları bazarı hələ 19-cu əsrin əvvəllərindən formalaşmağa başlayırdı. Lakin ilkin dövrlərdə borc istiqrazları bazarında ciddi problemlər var idi. Bunlar arasında informasiya assimetriyası (borc alan və ya borc verən haqqında dolğun və düzgün informasiyanın yoxluğu), beynəlxalq nəzarətəddici qurumun yoxluğu, beynəlxalq standartların mövcud olmaması, istiqraz alqı-satqısını təşkil edəcək brokerlərin etibarsızlığı kimi ciddi problemlər var idi. Məhz bu səbəbdən də 19-cu əsrdə ciddi maliyyə fırlıqları baş tuturdu. Məsələn, Britaniya ordusunun Qreqor Makqreqor adlı generalı 1821-1837-ci illərdə şəxsi nüfuzundan istifadə edərək London və Paris birjalarında saxta istiqrazların satışı ilə məşğul olmuşdu. Belə ki, Cənubi Amerika səfərindən qayıtdıqdan sonra adı çəkilən general guya Mərkəzi Amerikada “Poyais” adlı koloniya dövlətinin məsul şəxsi kimi özünü təqdim edərək, əvvəlcə London daha sonra isə Paris birjasında qondarma “Poyais” dövlətinin borc istiqrazlarını satmış və nəticədə külli miqdarda pul əldə etmişdi.

İstiqraz bazarının problemlı dövrünün daha bir nümunəsi isə 1815-ci ildəki Votərlo döyüşü ilə bağlıdır. Rotşild ailəsi İngiltərənin Fransa üzərindəki qələbə qazandığını hər kəsdən əvvəl öyrənərək İngilis istiqrazlarına yatırım edir. Müharibənin nəticəsi barədə xəbər maliyyə sektoruna çatanda isə Rotşildlər artıq informasiya assimetriyasından məharətlə istifadə edərək külli miqdarda gəlir əldə etmişdilər (Flandreau M. və Flores J.H., 2009).

Bütün bu tarixi hadisələr maliyyə sektoru üçün böyük ibrət olmuşdur. Nəticə etibarilə daha dayanıqlı maliyyə sistemi formalaşdı. Artıq borc alan dövlətlər haqqında məlumatın azlığını nəzərə alaraq, kapitalistlər investisiyalarını istiqamətləndirmək üçün vasitəçilərin reputasiyasına arxalanırdılar. Borcalanlar (istiqraz emitentləri) yüksək reputasiyalı agentlər vasitəsilə qlobal kapital bazarlarına daxil olduqda, investorlar daha yüksək qiymət ödəməyə hazır idilər. Beləliklə, aparıcı banklar sərfəli şərtlərlə bazara çıxış imkanı verə bilən “brend”ə sahib idilər. Gəlirlərini müştərilərinə təhlükəsizlik təminatı verməklə əldə etdikləri üçün, onların öz reputasiyalarından ehtiyatla istifadə etməyə güclü səbəbləri var idi: səhv seçim bazar payına və buna görə

də gəlirliliyə mənfi təsir göstərə bilərdi. Başqa sözlə, broker və dilerlər investorların yerinə borcalanları araşdırır və mümkün riskləri aşkar edərək az riskli borcalan dövlətlərlə işləməyi üstün tuturdular. Beləcə maliyyə institutları inkişaf etməyə və yuxarıda sadalanan problemlər əhəmiyyətli dərəcədə azalmağa başladı.

Maliyyə vasitəçiləri problemi və informasiya assimetriyasının həlli, borc istiqrazları bazarında dönüş nöqtəsi oldu və inkişafa səbəb oldu. Beləliklə, müxtəlif borc istiqrazı növləri yarandı. Hal hazırda, borc istiqrazları müxtəlif kriteriyalar üzrə bir neçə formada təsnifatlaşdırılır. Emitentə görə borc istiqrazları əsasən aşağıdakı kimi təsnifatlaşdırılır:

- Dövlət istiqrazları – birbaşa dövlət xəzinəsi tərəfindən buraxılır və dövlətin maliyyə vəsaitlərinə çıxışını təmin edir
- Bələdiyyə istiqrazları – yerli özünüidarə qurumları (ştat, bələdiyyə, şəhər və s.) tərəfindən buraxılır. Əsasən yerlərdə rifah səviyyəsinin qaldırılması üçün təqdim edilən layihələrin (məsələn, məktəb və ya xəstəxana tikintisinin) maliyyələşdirilməsi üçün buraxıldığından bələdiyyə istiqrazları, adətən, gəlir vergisinə cəlb olunmur. Bununla da, bu cür istiqrazlar vergi yükü çox olan investorlar üçün daha cəlbedici olur. Bəzi bələdiyyə istiqrazları başqa bir şirkətin (məsələn, məktəbi layihələndirən tikinti şirkətinin) əvəzinə istiqraz buraxır, həmən şirkət də istiqrazdan irəli gələn xərcləri (faiz, əsas borc və s.) qarşılamaq öhdəliyi götürür. Lakin şirkət defolt edərkən bələdiyyə istiqraz sahibləri qarşısında öhdəlik daşımır. Buna görə də bu cür istiqrazlar bələdiyyə istiqrazları adlandırılıbsalar da, mahiyyət etibarilə korporativ istiqrazlara daha çox bənzəyirlər.
- Agentlik istiqrazları – dövlətin səhmdarı olduğu şirkətlər tərəfindən satılan borc istiqrazlarına deyilir. ABŞ-da satılan bu tip istiqrazlar dövlət istiqrazları qədər risksiz və ya likvid hesab olunmadığı üçün, o cümlədən geri çağırılıla bilən olduğu

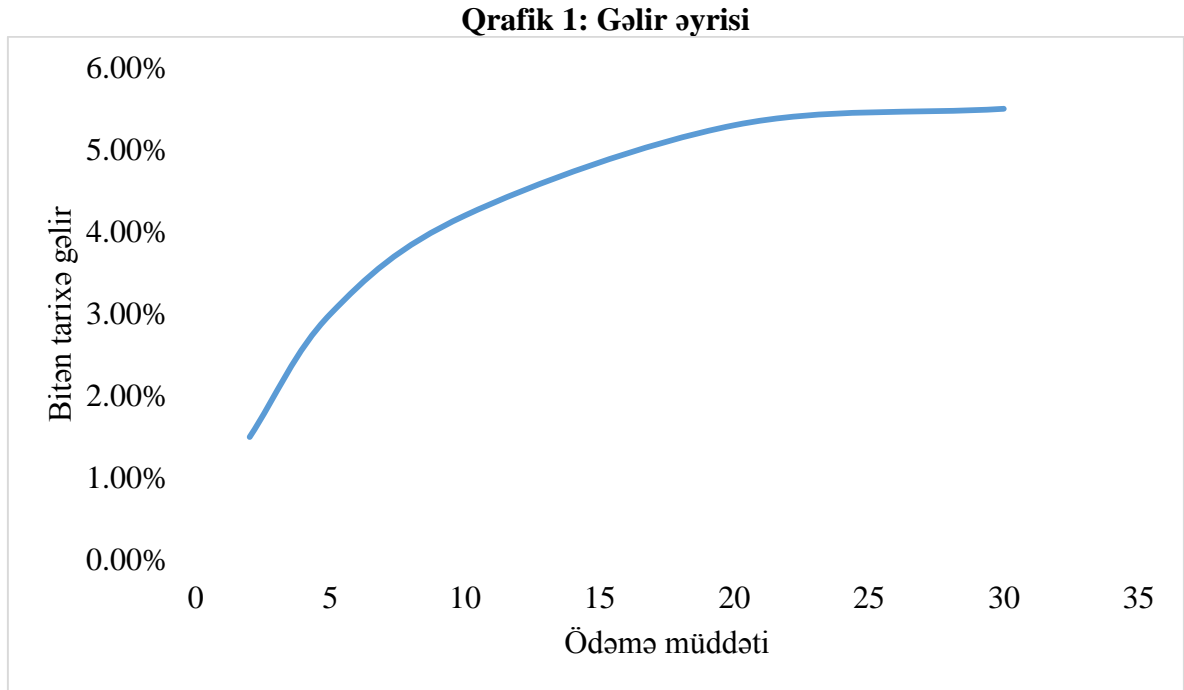
üçün daha yüksək faiz vəd edir. Bəzi agentlik istiqrazları bələdiyyə (yerli) və ştat səviyyəli vergilərdən azaddır.

- Korporativ istiqrazlar – Özəl şirkətlər tərəfindən maliyyə mənbəyinin təmin edilməsi üçün buraxılan borc istiqrazlarıdır. Araşdırmamızın mövzusu dövlət istiqrazlarını daha çox əhatə etdiyi üçün bu növ istiqrazlara daha az toxunulacaq (Bodie Z., Kane A. və Marcus J.A., 2014).

İstiqrazların daha əhəmiyyətli təsnifatı onların ödəmə tarixinə qədər qalan zamana görə bölgüsüdür. Burada bölgülər daha mürəkkəbdir. Belə ki, istiqrazlar müddətli və ya müddətsiz olaraq iki yerə ayrılrsa da, müddətli istiqrazlar da ödəmə tarixi əvvəlcədən bilinən və bilinməyən olaraq iki növə bölünür. Ödəmə tarixi qabaqcadan bilinən istiqrazlar aşağıdakı kimi qruplaşdırılır:

- *Qısamüddətli istiqrazlar* – əsasən 3 ilə qədər, bəzən də 5 ilə qədər bitmə tarixi olan borc istiqrazlarına deyilir. Buna misal olaraq ABŞ-da bir neçə gündən 52 həftəyə qədər bitmə tarixi olan Xəzinə Veksellərini (Treasury Bills) misal göstərmək olar. Bəzi hallarda ABŞ Xəzinə Departamenti istiqrazın likvidliyini təmin etmək və qısamüddətli maliyyə tələbini qarşılamaqdan ötrü Nağd Vəsaitləri İdarəetmə Vekseli (Cash Management Bills) emissiya edir. Bu veksellər 7-50 günlük ödəmə müddətinə malik olur. Azərbaycanda isə 1 ilə qədər bitmə vaxtı olan istiqrazlar qısamüddətli hesab edilir.
- *Ortamüddətli istiqrazlar* – 3-5 ildən 10 ilə qədər bitmə tarixi olan borc istiqrazlarına deyilir. Ölkəmizdə tədavül müddəti bir ildən beş ilədək olan istiqrazlar ortamüddətli hesab edilir. Bu istiqrazlara ABŞ Xəzinə Notlarını misal göstərmək olar.
- *Uzunmüddətli istiqrazlar* – 10 ildən 30 ilə qədər, bəzən isə müddətsiz emissiya edilən borc istiqrazlarına deyilir. Azərbaycanda isə 5 ildən artıq müddətə emissiya edilən istiqrazlar uzunmüddətli sayılır (<https://www.cbar.az/law-81/decision-no-422>, 2016).

İstiqrazların bitmə müddəti nə qədər qısa olsa onların riski də bir o qədər aşağı olur. Buna görə də qısamüddətli istiqrazların bitən tarixə olan gəlir faizi uzunmüddətli istiqrazlara nəzərən daha aşağı olur. Uzunmüddətli investisiyadan doğan qeyri müəyyənlik investorların risk premium tələb etməsinə şərait yaradır ki, bu da bitmə tarixinə olan gəlir faizini artırır (qrafik 1) (Mishkin F.S., Matthews K. və Guiliodori M., 2013: s. s. 116-118).

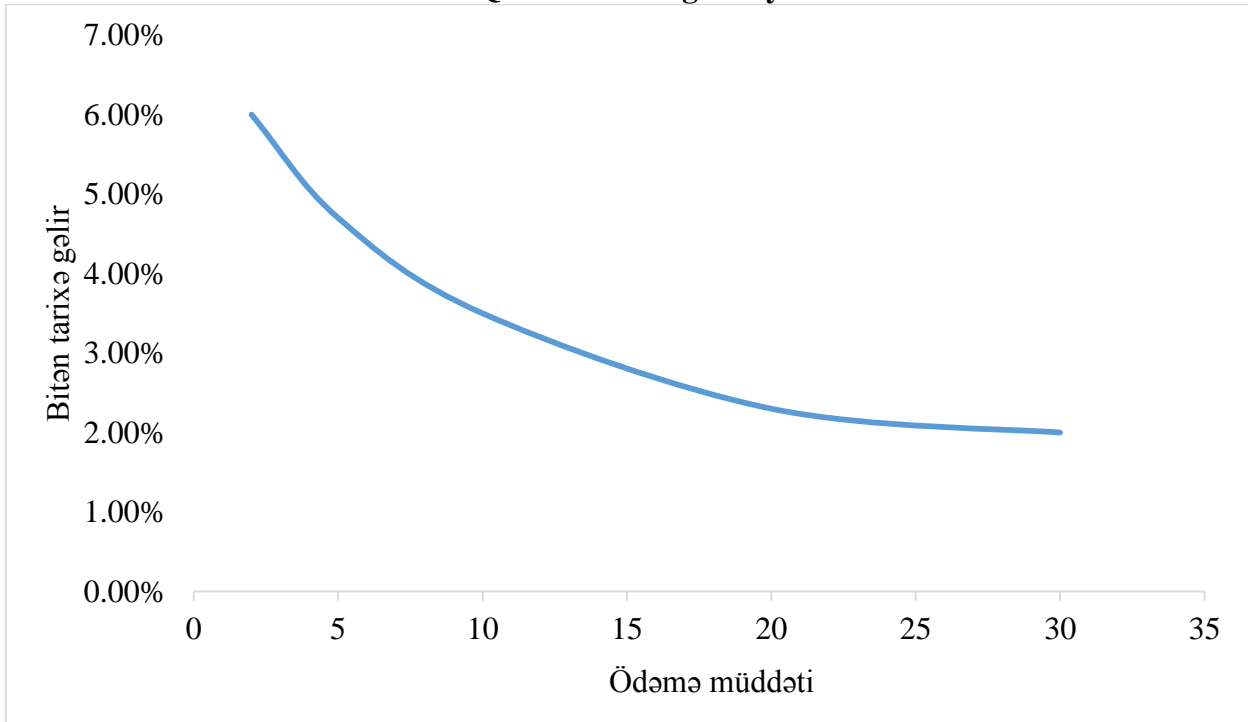


Mənbə: Mishkin F.S., Matthews K. və Guiliodori M., 2013: s. 116-118

Buna baxmayaraq, bu hal heç də həmişə doğru olmur. Bəzən maliyyə və iqtisadi sistemdəki durğunluq investorlarda narahatlıq yaradır. Buna görə də qısamüddətli istiqrazlar daha riskli hesab olunur. Məsələn, Tramp administrasiyasının iqtisadi siyasəti bir çox ABŞ iqtisadçılarının inflyasiya gözləntilərinin qəfil artmasına və iqtisadi böhranın yaxınlaşmasına inandırmışdı. Belə olan halda birjalarda bir panika hökm sürürdü. İncəsənətçilər maliyyə bazarlarındakı qeyri-müəyyənlik səbəbindən maliyyə aktivlərinə deyil, əmtəyə (əsasən qızıla) meyl edirdilər. Yatırımcılar bununla gələcəyin daha müəyyən olacağına inanırdılar. Beləliklə, qızılın qiymətində kəskin artım oldu. Qısamüddətli istiqraz qiymətləri isə endiyi üçün faiz dərəcələri artdı. Nəticə

etibarilə qısamüddətli istiqrazlar uzunmüddətli istiqrazlardan daha çox faiz təklif etməyə başladı. Bu hal tərs gəlir əyrisi ilə təsvir olunur (qrafik 2).

Qrafik 2: Tərs gəlir əyrisi



Mənbə: Mishkin F.S., Matthews K. və Guiliodori M., 2013: s. 116-118

Müddətli istiqrazların digər növləri də var. Bunları qeyri-müəyyən müddətli istiqrazlar da adlandırmaq olar. Belə istiqrazların adətən bitmə tarixləri qeyd olunsada, emitent tərəfindən geri çağırılma və ya alıcı tərəfindən qaytarılma hüququ olur. Geri çağırılma bilən istiqrazları emitent istədiyi vaxt əsas məbləği qaytararaq investordan alma hüququ olur. Məsələn, faizlərin yüksək olduğu bir şəraitdə borc istiqrazı satan şirkət faizlər dəyişərkən köhnə istiqrazları geri çağırma və yeni şərtlərlə istiqraz emissiya edə bilər. Qaytarılma hüququ verən istiqrazlar isə investor tərəfindən emitentə qaytarılma bilər. Bu zaman istiqrazın dəyərdən düşəcəyini təxmin edən investor istiqrazı sahibinə qaytararaq əsas məbləği tələb edir.

Dəyişdirilə bilən istiqrazlar da qeyri-müəyyən müddətli istiqrazlardır. Bu zaman istiqraz alıcıları istiqrazı onun dəyəri məbləğində səhmlə dəyişmək hüququna sahib olur. Beləliklə, investorlar borc verdikləri şirkətin payçısına çevrilirlər.

İstiqrazların ödəniş növlərinə görə də təsnifatları vardır:

- Kupon istiqrazları – illik, yarımillik, rüblük və ya aylıq ödəniş verən borc istiqrazlarıdır. Adətən, bitmə tarixinə qədər standart ödəniş verir və bitmə tarixində isə sonuncu kupon ödənişi əsas məbləğlə birgə qaytarılır.
- Diskontlu (endirimli) istiqrazlar – dəyərindən ucuz satılan istiqraz növləridir. Bitmə tarixində qaytarılan məbləğlə alış qiyməti arasındakı fərq investorum qazancı olur.
- Üzən faizli istiqrazlar – kupon istiqrazlarından fərqli olaraq əvvəldən razılaşdırılmış faiz dərəcəsilə deyil, bazarın müəyyən etdiyi dəyişən faizlə ödənişlər verən borc istiqrazıdır. Üzən faiz dərəcəsi əsasən, LIBOR faiz dərəcəsinə bağlı olaraq müəyyənləşdirilir.

Nəticə etibarilə, üzən faiz məzənnəsi vasitəsilə tərəflər faiz riskindən yayınmağa çalışırlar. İnflyasiyadan yayınmağa çalışan investorlar üçün isə ABŞ Xəzinə Departamenti inflyasiyaya uyğunlaşdırılan orta və uzunmüddətli istiqrazlar təqdim edir. Bu cür istiqrazların əsas məbləği və faiz ödənişi inflyasiyaya və ya deflyasiyaya indeksləşdirilir. Beləliklə, dövlət istiqraz alıcılarını inflyasiyanın təsirlərindən qoruyur (Abbasov A., 2007).

Lakin, risklər təkcə inlyasiya və ya faiz dərəcələri ilə bitmir. İnvestorlar da, emitentlər də borc istiqrazlarının valyutasına diqqət etməlidirlər. Dövlətlər üçün xarici valyutada istiqraz emissiya etmək nisbətən riskli addımdır. Çünki valyuta rezervlərinin məhdudluğu şəraitində xarici valyuta borcunun artırılması strateji valyuta rezervlərinin əriməsi ilə nəticələnə bilər. Ən pis halda isə dövlət defolt edə bilər. Çünki 1970-ci ildən bəri xarici valyutada olan borcuna görə dövlətlərin 100-dən çox defolt halı qeydə alınmışdır. Yerli valyuta isə əsasən investorlar üçün risklidir. Dayanıqlı olmayan bir valyutada istiqrazların alınması devalvasiya nəticəsində istiqrazın kəskin dəyərsizləşməsi ilə nəticələnə bilər. Məsələn, 1998-ci ildə Rusiyada siyasi böhran və neft qiymətinin kəskin düşdüyünə görə iqtisadi böhran səbəbindən rubl devalvasiyaya

uğradı. Nəticədə isə dövlət yerli valyutada olan istiqrazlar üçün defolt etməli oldu (Bodie Z., Kane A. və Marcus J.A., 2014).

Bir dövlətin və ya şirkətin xarici valyutada və xarici bazarda satdığı istiqraz isə avroistiqraz adlanır (eurobonds). Məsələn, Britaniya şirkəti funt sterlinqlə buraxdığı borc istiqrazlarını Yaponiya birjasında sataraq öz valyutasında lakin xarici investora borclanır. Avroistiqrazların maliyyələşdirmə aləti kimi populyardır, çünki onlar emitentlərə tənzimləmə mexanzləri, faiz dərəcələri və bazarın dərinliyi əsasında emissiya ölkəsini seçmək imkanı təklif edir. Onlar həmçinin investorlar üçün cəlbedicidirlər, çünki avroistiqrazlar adətən kiçik nominal dəyərlərə və ya aşağı xərcli investisiya təmin edən nominal dəyərlərə malikdirlər. Həmçinin, avroistiqrazlar yüksək likvidliyə malikdir, yəni onları asanlıqla almaq və satmaq olar .

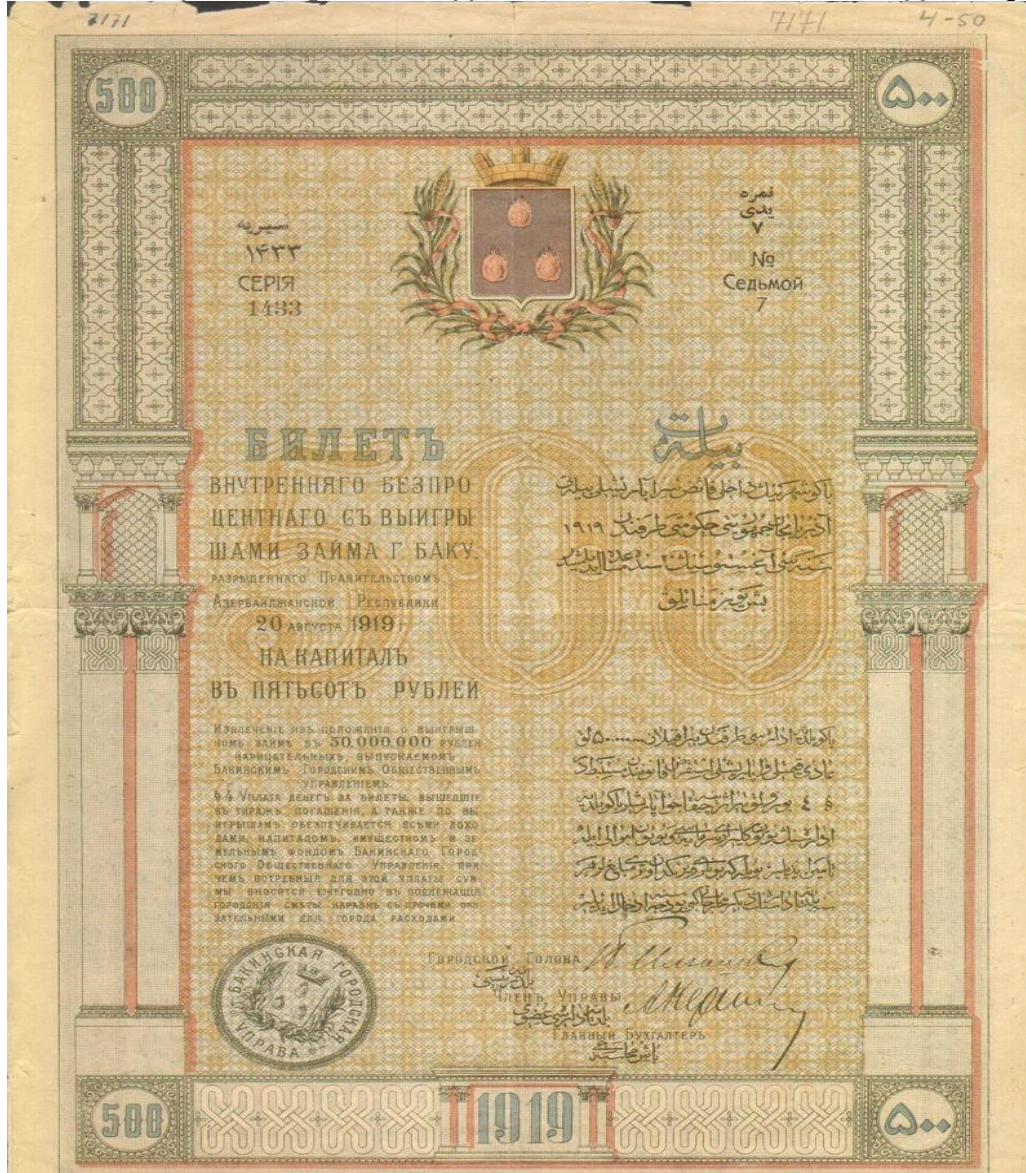
Beləliklə, beynəlxalq maliyyə bazarlarındakı borc istiqrazları, onların növü və istifadə prinsiplərini qeyd etdik. Nəzərə alsaq ki yuxarıda adı çəkilən istiqrazlar iqtisadi şəraitə və istifadə istiqamətinə görə müxtəlif təyinatlı olur, onların Azərbaycanın işğaldan azad edilmiş ərazilərin maliyyələşməsində istifadə olunması da həmən ərazilərdə maliyyə vəsaitlərinin istifadə istiqamətlərindən əsaslı dərəcədə asılıdır. Növbəti fəsildə bu məsələyə toxunulacaqdır.

2.2. Borc istiqrazlarının Azərbaycanda istifadə təcrübəsi və effektivliyi

Əvvəldə də qeyd edildiyi kimi, Azərbaycanın borc istiqrazları təcrübəsi hələ Azərbaycan Xalq Cümhuriyyəti dövründən başlayır. 1919-cu ilin avqust ayının 20-də hökumətin icazəsi ilə Bakı Bələdiyyə İdarəsi tərəfindən ilk istiqrazlar emissiya edilmişdi. Buradan belə nəticəyə gəlmək olar ki, ölkəmizdə ilk istiqrazlar məhz bələdiyyə istiqrazları olmuşdur. İstiqrazlar 2 min seriyada (hər seriyada 50 ədəd) 100 min ədəd emissiya edilmiş, nominal dəyəri isə 500 manat müəyyən edilmişdi. İstiqrazlar faizsiz lakin uduşlu idi. Uduşların 1972-ci ilə qədər (daxil olmaqla) ildə iki dəfə keçirilməsi nəzərdə tutulurdu. İstiqrazların üzərində rusca və azərbaycanca (ərəb qrafiki ilə) məlumatlar qeyd olunmuşdu. Azərbaycan dilində nominalın dəyəri 500

manat kimi qeyd edilsə də, rusca 500 rubl kimi yazılmışdı (şəkil 1). Bunun da əsas məqsədi uzun müddət Çar Rusiyası dövründə rubldan istifadə edən və ona etibar edən əhəlinin manata da eyni münasibətlə yanaşmalarını təmin etmək idi. Lakin 1920-ci ildə Azərbaycanın bolşeviklər tərəfindən işğalından sonra bu istiqrazlar da qüvvədən düşdü (Mahmudov Y., 2004: s. 162).

Şəkil 1: Azərbaycan Xalq Cümhuriyyəti dövründə buraxılmış bələdiyyə istiqrazı



Mənbə: Mahmudov Y., 2004: s. 38

Azərbaycanın borc istiqrazları ilə bağlı ilk müstəqil təcrübəsini effektiv adlandırmaq olmaz. Çünki qısa müddət ərzində mövcud olan dövlətin bir ildən də az

müddətdə dövriyyədə olan istiqrazını iqtisadi cəhətdən əhəmiyyətli saya bilmərik. Azərbaycanın istiqrazlarla bağlı əsas təcrübəsi təkrar müstəqillik illərindən başlamışdır. 1992-ci ilin fevralında prezident tərəfindən SSRİ dövründən qalan istiqrazların Azərbaycan Respublikasının istiqrazları ilə əvəz edilməsi haqqında fərman imzalanmışdır. Fərmana görə əvəzlənmə tarixinə kimi 1982-ci ilin dövlət daxili uduşlu istiqraz vərəqələrinin dövriyyəsi dayandırılsa da, yeni istiqrazlarla əvəzlənənə qədər 9 faiz illik ödəniş dövlət hesabına təmin edilməli idi. Lakin, 1982-ci il istiqrazlarının yeni istiqrazlarla əvəzlənməsi prosesi 1993-cü ilə qədər mümkün olmadı. Ölkədəki siyasi və iqtisadi çətinliklər dövlətin borc istiqrazları sahəsindəki islahat imkanlarını məhdudlaşdırırdı. Beləliklə, 1993-cü ilin iyun ayında daha bir fərmanla həmin ilin avqustun 15-nə qədər istiqrazların əvəzlənməsinin başa çatdırılmasının vacibliyi vurğulandı (<https://e-qanun.az/framework/8422>, 2022). Məsələnin maraqlı tərəfi bundan ibarətdir ki, hələ 1999-cu ilin sonunda 1982-ci ilin dövlət daxili uduşlu istiqraz vərəqələri ölkə ərazisində yeni istiqrazlarla tam əvəzləndirilməmişdi. Belə ki, Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin 27 dekabr 1999-cu il 204 nömrəli qərarının ikinci bəndində belə qeyd edilib: “1982-ci il dövlətdaxili uduşlu istiqraz vərəqələrinin Naxçıvan Muxtar Respublikasının ərazisində qalan hissəsinin ləğv edilməsi üçün Naxçıvan Muxtar Respublikasının müvafiq dövlət orqanlarının nümayəndələrindən ibarət komissiya yaradılması barədə Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin və Azərbaycan Səhmdar-Kommersiya Əmanət Bankının birgə təklifi bəyənilsin.” (<http://www.e-qanun.az/framework/5309>, 2022). Həmin qərarın birinci bəndində və birinci bəndinin birinci hissəsində isə belə qeyd edilib:

I. Azərbaycan Respublikasının 1993-cü il dövlət-daxili uduşlu istiqraz vərəqələrinin əhali tərəfindən alınmaması və bu səbəbdən Dövlət büdcəsinə gəlir əvəzinə zərər gətirməsi ilə əlaqədar olaraq və Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 1999-cu il 23 noyabr tarixli razılığına əsasən:

1. Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabinetinin "Azərbaycan Respublikasının 1993-cü il dövlətdaxili uduşlu istiqraz vərəqələrinin buraxılması haqqında" 1992-ci il 27 mart tarixli 159 nömrəli qərarı ilə buraxılmış dövlətdaxili uduşlu istiqraz vərəqələrinin satılması və uduş tirajlarının keçirilməsi 2000-ci il yanvar ayının 1-dən dayandırılısın (<http://www.e-qanun.az/framework/5309>, 2022).

Qərardan da göründüyü kimi 1993-cü ildə dövlət büdcəsində yaranan kəsirinin maliyyələşdirilməsi üçün buraxılan uduşlu dövlət istiqrazları uğursuz bir cəhd olmuşdur. Azərbaycanın maliyyə vəsaitinin qıtlığı və iqtisadi-siyasi hərc-mərclik bu istiqrazların əhali tərəfindən alınmamasına və kütləvi inamsızlığın formalaşmasına şərait yaratmışdı. Nəticə etibarilə bu istiqrazlar 2000-ci ildən dövriyyədən çıxarılmışdı. 1993-cü il dövlət daxili uduşlu istiqrazları növ etibarilə dəyəri növbə ilə ödənilən istiqrazlara aid idi. Bu istiqrazlar üzrə tirajlı uduşlar keçirilir və beləliklə dəyəri növbə ilə ödənilirdi. İstiqrazlar 250, 500 və 1000 manatlıq nominal dəyərlə buraxılmışdı (şəkil 2).

Şəkil 2: 1993-cü ildə buraxılmış 250 manatlıq dövlət istiqrazı



Mənbə: Müəllifin şəxsi kolleksiyası

1993-cü il istiqrazları 10 il müddətinə buraxılmışdı. Hər il 8 uduş tirajı (ümumilikdə 80) keçirilməli idi. 10 ilin sonunda 32 faiz istiqraz uduşu təmin edəcəkdə. Yerdə qalan 68 faiz istiqrazın isə bitmə müddətində yalnız nominal dəyəri ödənilməli idi. 1993-cü ildən sonra Azərbaycanda yüksək inflyasiya və manatın dəyərsizləşməsi nominal dəyərin əhəmiyyətsizləşməsinə gətirib çıxardı. Bəzən müəssisələr maaş verə bilmədikdə işçilərinə istiqrazla ödəniş edirdilər. Halbuki, istiqrazların nağdlaşdırılmasında da ciddi çətinliklər yaranırdı. Nəticədə özündə ciddi riskləri ehtiva edən bu istiqrazlar uğursuzluqla nəticələndi və dövriyyədən çıxarıldı.

24 may 2000-ci ildə Azərbaycan Respublikasının Prezidenti yanında Qiymətli kağızlar üzrə Dövlət Komitəsi tərəfindən Azərbaycan Respublikasının ərazisində korporativ istiqrazlarının buraxılması və tədavülü qaydaları təsdiqləndi. Həmin ilin dekabrında isə Nazirlər Kabineti 2001-ci il dövlət daxili uduşlu istiqrazlarının buraxılması haqqında qərar qəbul etdi. 2001 istiqrazları da 1993-cü il istiqrazlarının şərti ilə buraxılırdı. Sadəcə manatın dəyərsizləşməsi nəticəsində bu istiqrazlar 20000 və 40000 manatlıq nominallarda emissiya edilirdi. Lakin, bu dəfə də 10 il tamam olmadan, 2006-cı ildən istiqrazların tədavülü dayandırıldı (<https://e-qanun.az/framework/12111>, 2022). Çünki manatın denominasiyası köhnə valyutada olan istiqrazları qeyri-aktual etmişdi. Bundan əlavə bu növ istiqrazlar vasitəsilə də dövlət büdcəsinə çoxlu vəsaitin gəlməsi təmin edilməmişdi.

Manatın denominasiyasından sonra (2005-ci il), o cümlədən neft vəsaitlərinin maliyyə dayanıqlığı yaratdığı bir vaxtda Azərbaycanın dövlət istiqrazlarına qarşı inam artdı. Hal-hazırda dövlət istiqrazları aşağı riskli hesab edilir. Dövlət istiqrazlarının satışı Azərbaycanın yeganə fond birjası olan Bakı Fond Birjasında hərrac yolu ilə həyata keçirilir. BFB-də qiymətli kağızlar almaq istəyənlər birja üzvləri vasitəsilə ticarətə daxil ola bilirlər. Hazırda nominal dəyəri əsasən 100 manat təşkil edən uzun, orta və qısa müddətli istiqrazlar Maliyyə Nazirliyi tərəfindən BFB vasitəsilə investidlərə təqdim edilir (əsasən faizli). Mərkəzi Bank isə BFB-də Mərkəzi Bank notlarının satışını və Repo/əks-Repo əməliyyatlarını həyata keçirir. Mərkəzi bank notları diskontlu

istiqrazlar kimi 28, 84, 168 və 252 günlük olmaqla ticarətə buraxılır (<https://www.bfb.az/az/dovlet-qiymetli-kagizlari-ve-merkezi-bank-notlari>, 2022). Notlar və Repolar vasitəsilə Mərkəzi Bank əsasən pul kütləsinin tənzimlənməsini həyata keçirsə də, Maliyyə Nazirliyi dövlət istiqrazları vasitəsilə daha çox büdcə kəsrini hədəfləyir. Bunlardan əlavə BFB-də ipoteka istiqrazları da ticarət edilir. İpoteka istiqrazları ipoteka örtüyü ilə təmin olunmuş Azərbaycanda fəaliyyət göstərən banklar və Azərbaycan Respublikasının Kredit Zəmanət Fondu tərəfindən buraxılan borc istiqrazlarıdır.

BFB-də “SOCAR” istiqrazlarının da satışı həyata keçirilir. “SOCAR” istiqrazlarına agentlik istiqrazları kimi də baxa bilərik. Birbaşa dövlət tərəfindən buraxılmasa da, dövlət şirkəti tərəfindən buraxılması bu istiqrazlara dövlət təminatı vermiş olur. Lakin, “SOCAR” istiqrazları dövlət istiqrazlarından fərqli olaraq manatda deyil, 1000 dollar nominal dəyəri ilə buraxılır. Həm də “SOCAR” istiqrazları Mərkəzi Bank notları kimi diskontlu yox, faizlidir. İllik 4,5 faiz təklif edən 5 illik istiqrazlar rüblük ödənişi təmin edir.

2.3. Azərbaycanın maliyyə sisteminin borc istiqrazlarının daxili emissiyası üçün əlverişlilik səviyyəsi

Azərbaycanın maliyyə sisteminin istiqraz emissiyası və ondan effektiv istifadə edərək xərclərin səmərəli qarşılınmasının təmin edilməsi üçün əlverişli olub-olmamasını Azərbaycanın fond bazarını, bank sektorunu və sığorta bazarını təhlil edərək müəyyən etmək mümkündür. Çünki fond bazarı istiqrazların satışının həyata keçirilməsində birbaşa iştirak edir. Bank sektoru isə dolayı yolla istiqrazların emissiyasından gələn gəlirlər hesabına ediləcək investisiyaların dayanıqlılığının təmin edilməsində mühüm rol oynayır. Sığorta sektorunun bu fəaliyyətlərdəki başlıca rolu isə risk faktorunun minimallaşdırılmasıdır.

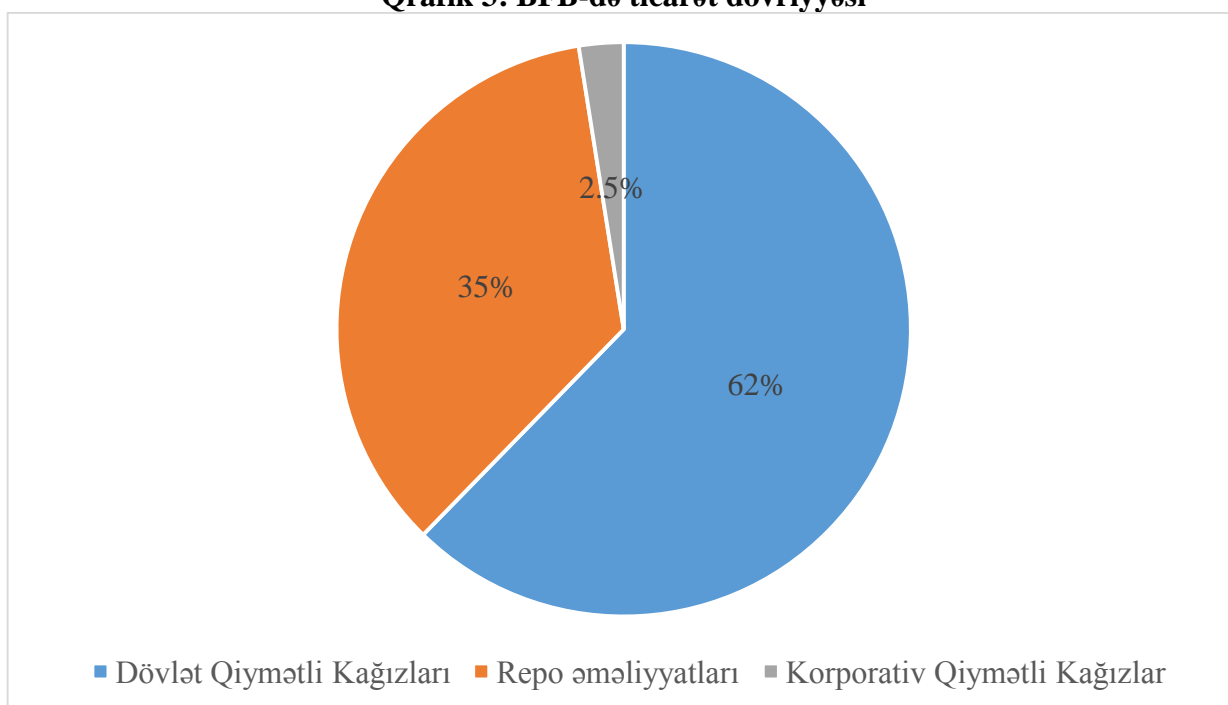
Azərbaycanın fond bazarındakı inkişaf istiqamətlərinin müəyyənləşdirilməsi üçün ilkin olaraq ümumi anlayışları xatırlatmaq, daha sonra isə cari problemlərin səbəblərini analiz etmək lazımdır. Fond bazarlarında iştirakçılar əsasən aşağıdakı kimidir:

- İnvestor
- Emmitent
- Broker və ya diler
- Alqı-satqını təşkil edən qurum
- Nəzarət qurumu

İnvestorlar potensial investisiya etməyə hazır hüquqi və fiziki şəxslərdir. İnvestorların sayı ölkənin iqtisadi durumundan asılıdır. Əlbəttə ki, iqtisadi inkişaf şəraitində qənaət edilmiş vəsait şəxslər tərəfindən müəyyən formada investisiyaya yönəldilir. Lakin, hüquqi və fiziki şəxslərin artıq vəsaitlərinin yatırım istiqamətləri fond bazarlarının inkişafı ilə birbaşa əlaqəlidir. Məsələn, Dünya Bankının yaydığı məlumata görə ABŞ-ın 2020 ildəki ÜDM-i 20.936.600 milyon ABŞ dolları, fond birjalarında listingdə olan şirkətlərin ümumi bazar kapitalizasiyası isə 40.719.661,40 dollar təşkil etmişdir (<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US>, 2021). Azərbaycan üçün bu rəqəm ÜDM-də 42.607,18 milyon ABŞ dolları (<https://uploads.cbar.az/assets/09b4f707806fa2f47d4af81b8.xlsx>, 2021), Bakı Fond Birjasındakı səhm bazar kapitalizasiyasında isə təxminən 4.320,72 milyon dollardır. Beləliklə, ABŞ-da listingdəki şirkətlərin bazar dəyəri ABŞ ÜDM-indən təqribən iki dəfə çox olsa da, Azərbaycanda bu rəqəm ÜDM-dən təxminən 10 dəfə azdır. Bu da fond bazarının investorlar üçün cəlbedici olmadığını göstərir və artıq maliyyə vəsaitinin iqtisadiyyatda səmərəli dövriyyəsinin təmin olunmadığına dair əsaslı şübhələr yaradır. Məsələnin başqa bir tərəfi alqı-satqını həyata keçirən qurumdur. Ölkəmizdə fond bazarında cəmi bir fond birjası fəaliyyət göstərir. Bu da anlaşılandır. Çünki fond bazarına tələbin aşağı olduğu bir şəraitdə çoxlu fond birjasının mövcudluğu qeyri-mümkündür və səmərəsizdir. Daha bir məsələ isə emmitentlərin məhdud sayının olmasıdır. Bazarda mövcud olan şirkətlər üçün fond bazarlarında səhm emissiyası heç də cəlbedici görünmür. Bakı Fond Birjasının yaydığı rəsmi məlumata əsasən 8.3 mlrd manat həcmində olan ümumi ticarət dövriyyəsinin 62 faizi dövlət qiymətli kağızlarının payına

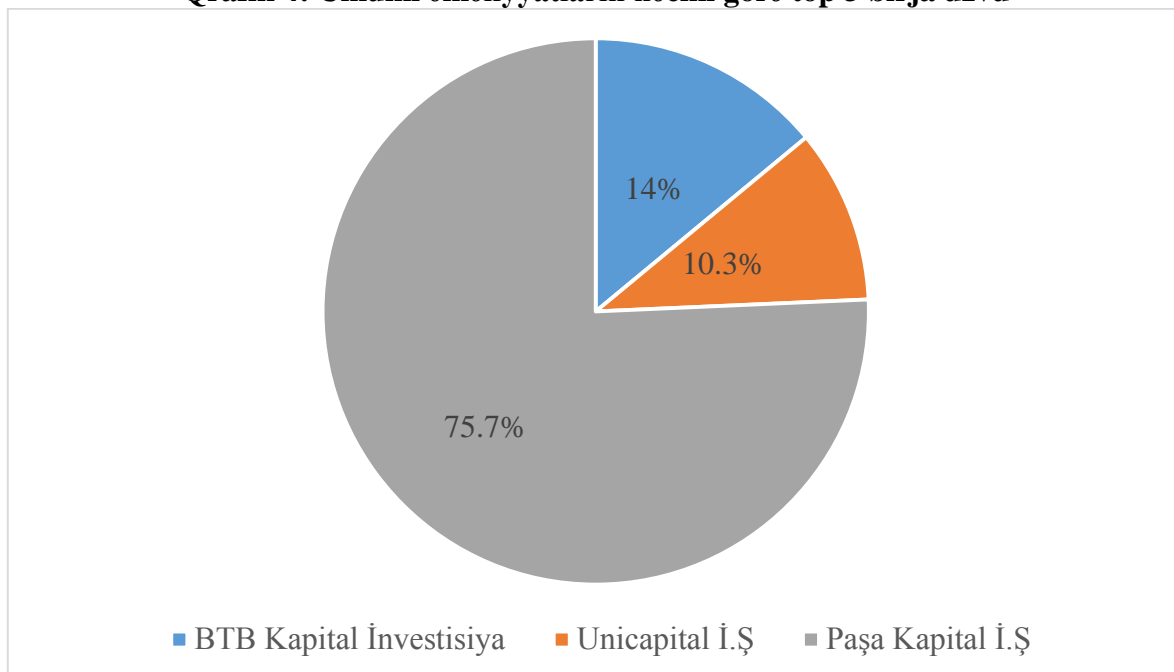
düşür. Repo əməliyyatları 35 faizi, korporativ qiymətli kağızlar isə 2.5 faizi əhatə edir (qrafik 3). Yəni fond bazarını əsasən dövlət formalaşdırır. Beləliklə, bazardakı investorlar da əsasən dövlət qiymətli kağızlarının alqı-satqısı ilə məşğuldurlar. Öz növbəsində Bakı Fond Birjasının üzvlərində də ciddi qeyri-bərabərlik vardır. Ümumi əməliyyatların həcminə görə Paşa Kapital (75.7 %), BTB Kapital (10.3 %) və Unicapital (14 %) ön sıralardadır (qrafik 4) (<https://www.bfb.az/az/view-file/illik-hesabat.pdf>, 2021). Bunun da əsas səbəbi fond bazarındakı maliyyə alətlərinin qıtlığıdır. Belə ki, maliyyə alətlərinin sayının azlığı portfel diversifikasiyasının effektivliyini aşağı salır, nəticədə investisiya şirkətlərinin əksəriyyəti fond bazarlarından yayınır. Bununla da fond bazarında əməliyyatların həcmi azsaylı üzvlər arasında bölünür.

Qrafik 3: BFB-də ticarət dövriyyəsi



Mənbə: Bakı Fond Birjası, (<https://www.bfb.az/az/view-file/illik-hesabat.pdf>)

Qrafik 4: Ümumi əməliyyatların həcmi görə top 3 birja üzvü



Mənbə: Bakı Fond Birjası, (<https://www.bfb.az/az/view-file/illik-hesabat.pdf>)

Maliyyə alətlərinin fərqliliyinin və sayının artımı biznes mühiti ilə birbaşa əlaqəlidir. Biznes mühitinin əlverişli olması, startaplara ciddi dəstək, maliyyə sisteminin biznesin inkişafına verdiyi töhfə gələcəkdə biznes mühitinin də güclü maliyyə sistemi, o cümlədən fond bazarı formalaşdırmağına gətirib çıxarır. Bu istiqamətdə ən uğurlu addım vençur investisiyanın təşfiqi olardı. Hazırda ölkəmizdə startapların yaradılması ilə bağlı müxtəlif tədbirlər və müsabiqələr həyata keçirilir. Startap müsabiqələrində və layihələrində seçilmiş startapların maliyyələşdirilməsi nəzərdə tutulsa da, ayrılan məbləğlər dayanıqlı startap mühitinin formalaşması üçün kifayət etmir. Nəzərə almalıyıq ki, informasiya texnologiyaları üzrə startapların uğurlu olması üçün bəzən milyonlarla manat investisiya tələb olunur. Qarabağ və Şərqi Zəngəzur iqtisadi rayonlarının inkişafı üçün də məhz bu cür startaplara ehtiyac var. Belə olan halda sual meydana çıxır: milyonlarla manat investisiyanı startaplar kimi riskli, lakin yüksək gəlirli layihələrə hansı investor yatırır? Burada vençur investorların təcrübəsi böyük rol oynayır. Yüksək riskli layihələrdən (əsasən startaplardan) ibarət portfel quran vençur investorlar risklərin diversifikasiyası üzrə ixtisaslaşır və yüksək

riskli yatırımlardan mənfəət qazanmağa nail olurlar (Haislip, 2011). İnnovativ həllərin texnoloji sahə üzrə startaplardan keçdiyini, o cümlədən vençur investisiyalar üçün böyük kapitalın tələb olunduğunu nəzərə alaraq, dövlətin vençur investisiya sahəsinə ciddi və böyük miqyasda dəstək verməsi məqsədəuyğun olardı. Nümunə üçün qeyd etmək lazımdır ki, texnoloji startaplar sahəsində Estoniya təcrübəsinin öyrənilməsi və Azərbaycanın biznes mühitinə uyğunlaşdırılması doğru olardı. Hazırda dünyanın texnologiya və startap mərkəzlərindən olan Estoniya vençur investisiya maraqlı təcrübəsinə malikdir. Vençur investisiyanın mənfəət tərəflərindən biri startapın ideya müəlliflərinin pay itkisinə məruz qalmaları ilə nəticələnməsidir. Belə ki, bir çox hallarda riski öhdəsinə götürən vençur investorlar 50 faiz və daha çox səhmləri özlərində saxlayaraq payçı kimi səs çoxluğuna malik olurlar. Lakin, eston təcrübəli investorlardan bəziləri əsas sahibkarların biznes motivasiyasının azalmaması üçün 49 %-ə qədər səhmləri alaraq daha çox riskə girirlər (Sander P. və Kõomägi M., 2007: s. 194-195). Bu təcrübənin Azərbaycanda tətbiqi biznes mühiti inkişafının mümkün həllərindən ola bilər. Əlbəttə ki, artan riskin mənfəət nəticələrinin aradan qaldırılması üçün bu cür investisiyalara dövlət dəstəyi zəruridir.

Azərbaycan fond bazarları problemlərindən biri də maliyyə savadlılığı ilə bağlıdır. Doğrudur ölkəmizdə bu sahədə işlər görülür və müəyyən layihələr var. 2015-ci ildən Azərbaycan Mərkəzi Bankı maliyyə savadlılığının artırılması istiqamətində müxtəlif işlərə başlamışdır. Lakin, bu sahəyə güclü dövlət dəstəyinin genişləndiriləcəyi təqdirdə insanlar artıq vəsaitlərini fond bazarlarına yönəldə bilərlər. Bu gün vətəndaşlar artıq vəsaitlərini daşınmaz əmlaka və ya banklarda depozit hesablarına yönəldirlər. Halbuki, bu günkü yüksək inflyasiya şəraitində bank depoziti heç də yaxşı seçim deyil. Məsələn, 8 faizlik depozit hesabından gəlir əldə edən vətəndaş 10 faizlik inflyasiyaya məruz qaldıqda, yatırım etdiyi məbləği illik 2 faizlə itirir. Daşınmaz əmlaka qoyulan investisiyalar isə likvid deyil. Bundan əlavə, fond bazarı ilə bağlı məlumatlılıq və qeyri-müəyyənlik insanların daşınmaz əmlak bazarına kəskin yönəlməsinə səbəb olur ki, bu da öz növbəsində daşınmaz əmlak bazarında qiymətin yüksək tələbə müvafiq

olaraq artmasına və qeyri real rəqəmlərə çatmasına şərait yaradır. Məhz bu səbəbdən, Azərbaycanda fond bazarının inkişafı əmlak bazarında qiymətlərin daha əlçatan olmasına gətirib çıxara bilər (Həsənov Ə., 2022: s. 94-97). Dünya təcrübəsi sübut etmişdir ki, maliyyə biliyi yüksək olan insanlar öz rifahını daha yüksək səviyyədə təmin edir və yüksək xərcli borc öhdəlikləri götürməkdən çəkinir (Aristei D. və Gallo M., 2021: s. 1). Bununla da problemlə kreditlərin azalması bank sektorunun dayanıqlılığını artırır. 2014-cü ildə “S and P”-nin apardığı sorğu nəticəsində məlum olmuşdur ki, Azərbaycanın yetkin əhalisinin 36 faizi maliyyə biliklərinə malikdir. Həmin sorğunun nəticələrinə görə dünya üzrə maliyyə savadlılığı ortalama yetkin əhalinin 33 faizi, inkişaf etmiş ölkələrdə isə ortalama 38 faizdir. Buradan görünür ki, Azərbaycanda maliyyə savadlılığı ortalamadan yüksəkdir. Amma Şimali Amerika, Avstraliya və Qərbi Avropa kimi dünyanın fond bazarları güclü inkişaf etmiş regionlarında yetkin əhalinin 55-75 faizi oturuşmuş maliyyə biliklərinə malikdirlər (https://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf, 2022). Bunları nəzərə alaraq deyə bilərik ki, maliyyə bilikləri fond bazarlarının inkişafını şərtləndirən əsas faktorlardan biridir. Bununla da bu istiqamətdə görülməli işlərin fond bazarında effektiv olacağı dünya təcrübəsi ilə öz təsdiqini tapır.

Beləliklə, dövlət qiymətli kağızlarının emissiyası üçün lazımi şərait olsa da, işğaldan azad olunmuş ərazilərin maliyyələşdirilməsinin effektiv şəkildə təmin olunması üçün Azərbaycan maliyyə sistemində müəyyən problemlər vardır. Əgər yuxarıda qeyd edilənləri ümumiləşdirsək, aşağıdakı nəticələrə gələ bilərik:

- Azərbaycan fond bazarında əməliyyatların həcmi aşağıdır
- Əsas alqı-satqı əməliyyatları dövlət qiymətli kağızları və Repoların payına düşür
- Əsas maliyyə aləti istiqrazlardır (qismən də səhmlər) və maliyyə alətlərinin fərqliliyi müşahidə edilmir
- Diversifikasiya imkanları məhduddur

- Maliyyə savadlılığının artırılması istiqamətində aparılan işlər daha da genişləndirilməlidir
- Daha çox investorun fond bazarlarına yönəlməsi istiqamətində işlər görülməlidir
- Vençur investisiya ənənələri yaradılmalıdır
- Maliyyə şirkətləri müasir texnologiyaların tətbiqini sürətləndirməlidir

Bunlardan əlavə, ölkəmizin iqtisadiyyatının neftdən asılı olması da borc istiqrazları üçün təhdid yaradır. Manatın məzənnəsinin neftin qeyri-stabil qiymətindən asılılığı insanların manat nominallı uzunmüddətli dövlət istiqrazı almasını əngəlləyir. Lakin dövlət xarici valyutada istiqraz emissiya etməklə bu problemi müəyyən qədər həll edə bilər (“SOCAR” təcrübəsi). O cümlədən bərpa proseslərinin maliyyələşməsini təmin etmək məqsədilə buraxılan istiqrazların ABŞ təcrübəsində olduğu kimi inflyasiyaya indeksləşdirilməsi investorların diqqətini cəlb edə və inflyasiya riskindən investorları azad edə bilər. Beynəlxalq vergi təcrübəsi də bərpa prosesləri üçün buraxılan dövlət istiqrazlarına tələbin artmasına yardımçı ola bilər. Gəlirlərin vergidən azad olunması və ya istiqraz sahibləri üçün bərpa olunmuş ərazilərdə digər vergi güzəştlərinin tətbiqi istiqrazlara marağı həm yerli, həm də xarici investorlar arasında ciddi şəkildə artırma bilər.

Bank sektoru ilə də bağlı görülməli tədbirlər çoxdur. Dünyada bank sektorunun və fond bazarlarının əlaqəsi barədə ciddi nümunələr vardır. Daşınmaz əmlak və bank sektorunun fond bazarlarına təsirinin ən bariz nümunəsi ABŞ-da baş verən və daha sonra digər dünya ölkələrinə də təsir edən 2007-2008 illər qlobal maliyyə böhranıdır. Belə ki, insanların ipotekaya olan kəskin tələbi və daşınmaz əmlak qiymətlərinin uzun zaman dayanmadan artması ipotekaya bağlı qiymətli kağızlara tələbi artırmışdı. Buna görə də, maliyyə institutlarında ipotekaya bağlı qiymətli kağızlarla bağlı həddən artıq optimist yanaşma var idi. Nəticədə ABŞ-ın ən iri və güvənilən maliyyə institutu “Lehman Brothers” öz portfelində adı çəkilən qiymətli kağızlara həddən artıq üstünlük vermişdi. Daşınmaz əmlakların qiyməti 2007-ci ildə pik həddə çatdıqdan sonra

yararmış köpük (bubble) partlamış və daşınmaz əmlaklar kəskin dəyər itirmişdi. İpotekaya azalan tələb fond bazarlarında ticarət olunan ipoteka əsaslı qiymətli kağızların da çöküşünə səbəb oldu. Nəticə etibarilə aktivləri əriyən “Lehman Brothers” özünü bankrotun astanasında tapdı. Əsas problem də burada yaranmışdı. Adı çəkilən qurum vəziyyətdən çıxmaq üçün Federal Ehtiyat Sistemində maliyyə yardımını ilə bağlı müraciət etsə də, müraciət təmin edilməmiş və nəticədə “Lehman Brothers” çökmüşdü. Bu çöküşün ardından digər maliyyə institutları da ciddi maliyyə problemləri ilə üzləşdilər. Əmlak bazarında yaranan və partlayan köpük domino effekti yaradaraq bank sektorunda duğunluq yaratmış və panika səbəbindən fond bazarlarında çöküş daha da dərinləşmişdi (Pop C, 2009: s. 55-73). Bu təcrübəyə əsaslanaraq Azərbaycanın bank sektorunda dayanıqlığı və rəqabətliliyi təmin etmək fond bazarlarının inkişafı üçün əhəmiyyətlidir. Kredit portfelinin Azərbaycan banklarının aktivlərində üstünlük təşkil etməsi və problemlə kreditlərin artması ölkənin maliyyə sistemi üçün ciddi təhdid yaradır. Nəzərə alsaq ki borc istiqrazları ilə maliyyələşdiriləcək layihələrdə bankların da iştirakı istisna deyil, o zaman bank sektorunun güclü olması borc istiqrazlarının emissiyası vasitəsilə bərpanın effektivliyinə müsbət təsir göstərəcəkdir. Belə ki, BFB-də 2021-ci ildə aparılan ümumi ticarət dövriyyəsinin cəmi 7,97 faizini fiziki şəxslərlə aparılan əməliyyatlar təşkil etmişdir (<https://www.bfb.az/az/view-file/2021-illik-hesabat.pdf>, 2022). Yəni hüquqi şəxslər əməliyyatların təxminən 92 faizində iştirak edir ki, burada da bankların payı böyükdür. Lakin, Azərbaycanın bank sektorunda rəqabətli mühit zəifdir. 2015-ci ildəki devalvasiya və 2020-ci ildəki pandemiya nəticəsində yaranan maliyyə böhranından sonra isə banklarının sayının azalması rəqabətin azalmasına səbəb olmuşdur. Hal-hazırda ölkəmizdə 26 kommersion bankı fəaliyyət göstərir. Bunlardan ikisi – Azər Türk Bank və Beynəlxalq Bank dövlət banklarıdır. Qalan 24-ü müxtəlif fiziki və hüquqi şəxslərə aiddir. 2021-ci ilin 31 dekabrına olan məlumata əsasən, kommersion banklarından üçünün (Azərbaycan Beynəlxalq Bankı, Kapital Bank və Paşa Bank) cəmi aktivləri ölkənin bank sektorunun cəmi aktivlərinin təxminən 65 faizini təşkil edir. Bunlardan ən böyük paya Beynəlxalq Bank sahibdir (bank

sektorunun ümumi aktivlərinin təqribi 30,5 faizi). Beləliklə, dövlət bank sektorunda bazar gücünə sahibdir. Bu da rəqabətli mühitin zəifliyinin göstəricisidir. Bundan əlavə, qeyd edilən dövrə olan məlumatına əsasən Azərbaycanda bank sektorunun xalis mənfəəti 609 milyon manat təşkil etmişdir. Bunun 358,7 milyon manatı və ya 58,9 faizi yuxarıda qeyd edilən üç bankın payına düşür. 16,7 milyard manatlıq kredit portfelinin ən böyük banklar üzrə təsnifatı isə aşağıdakı kimidir:

- “Azərbaycan Beynəlxalq Bankı” ASC – 2.958.768.000 manat (17,76 %)
- “Paşa Bank” ASC – 2.671.007.000 manat (16 %)
- “Kapital Bank” ASC – 2.652.560.370 manat (15,9 %)
- “Xalq Bank” ASC – 1.419.081.700 manat (8,5 %)

Beləliklə, cəmi kredit portfelinin 58,16 faizi dörd böyük bankın payına düşür. Burada da dövlət bankı olan Beynəlxalq Bank liderlik edir (<https://uploads.cbar.az/assets/d701bfa769e508299fbf2354c.pdf>, 2022). Bu da öz növbəsində bank sektorunun dayanıqlı olmadığını göstərir. Böyük bankların hər hansı birində ola biləcək ciddi problem (maliyyə, likvidlik və s.) bütün maliyyə sisteminin böhrana girməsinə səbəb ola bilər ki, belə olan halda da istiqrazların emissiyasının effektivliyi azalır. Bərpa prosesləri üçün layihələrin gəlirliliyi, istiqrazlar üzrə öhdəliklərin qarşılınması kimi məsələlər üzrə risklər artır. Buna görə də maliyyə sisteminin dayanıqlılığını təmin etmək üçün bank sektorunda rəqabət artırılmalıdır. Faiz dərəcələri ilə bağlı siyasət də borc istiqrazlarına olan tələbə birbaşa təsir edən faktorlardandır. Əgər Mərkəzi Bank kommersiya bankları tərəfindən verilən yüksək kredit faizlərinin aşağı salınmasına nail olsa, bu depozit dərəcələrini də aşağı salacaqdır ki, belə olan halda istiqrazlar üzrə dövlətin xərci də azalmış olar. Buna baxmayaraq, hal-hazırda uçot dərəcəsinin endirilməsi böyük risk ehtiva edir. Mərkəzi Bank hazırki yüksək inflyasiya şəraitində inflyasiyanın nəzarətdə saxlanması üçün uçot dərəcəsinə qaldırmaq məcburiyyətində qalır. Bu təzyiqlər Azərbaycan bank sektorunun yüksək faiz probleminin qısa müddətdə həllini mümkün edər. Bank sektorunun əsas

problemlərindən biri də portfellərinin məhdud fond bazarı şəraitində qurulmasıdır. Yəni, bankların portfelləri əsasən kreditlərdən və dövlət qiymətli kağızlarından ibarətdir ki, bunun da nəticəsində banklar diversifikasiya imkanlarından məhrum olurlar. Nəticə etibarilə, banklardakı pul iqtisadiyyatda səmərəli dövr etmir. Banklar da monopoliya gücündən istifadə edərək əsas gəlirini çox yüksək kredit və çox aşağı depozit dərəcəsi arasındakı fərqdən götürürlər. Azərbaycanın bank sektoru ilə bağlı nəticələri ümumiləşdirsək aşağıdakı qənaətə gələ bilərik:

- Bank sektorunda rəqabətlik aşığıdır
- Dövlət bazar gücünə malikdir
- Faiz dərəcələri həddən artıq yüksəkdir
- Banklar investisiya portfellərinin səmərəli qurulmasından məhrumdurlar
- Ölkənin bank sektoru risklidir

Bank sektorunun istiqrazlara güclü təsiri olduğu kimi sığorta bazarı da istiqrazların effektivliyinə dolayı yolla təsir gücünə malikdir. Bərpa prosesləri zamanı layihələrin sığorta imkanlarının olması risklərin minimumlaşmasına və layihə xərclərinin azalmasına səbəb olur ki, bu da dövlətin gələcəkdə istiqrazların öhdəliklərinin qarşılınması ilə bağlı müxtəlif risklərini azaldır. Məsələn, əmlak sığortası istiqrazlardan əldə edilən gəlir vasitəsilə daşınmaz əmlaka edilən investisiyanın yanğıın halında yarana biləcək maliyyə itkisini azaldaraq xərcləri minimallaşdırmış olur. Hal-hazırda Azərbaycanda 21 sığorta şirkəti fəaliyyət göstərir. Onlardan 5-i həyat, 1-i təkrar sığorta, 15-i isə sığorta şirkətləridir. Son zamanlar tibbi sığorta və əmlak sığortası aktuallaşmış. İnsanların sığorta məhsulları barədə məlumatının artması könüllü sığortaya tələbi artırmışdır. Belə ki, 2021-ci ilin son rübündə bütün növ sığorta şirkətləri tərəfindən təxminən 2,317,407.3 min manat sığorta haqqları yığılmışdır. Bu məbləğin 1,598,041 min manatı və ya 69 faizi məhz könüllü sığortaların payına düşür (<https://uploads.cbar.az/assets/3d4395ca54fd67f0c08367fe4.xlsx>, 2022). Sığorta sektorundakı rəqabəti müəyyən etmək üçün şirkətlər tərəfindən yığılan sığorta

haqlarının müqayisəsi aparılmışdır. 2021-ci il ərzində cəmi 5,784,801,340 manat sığorta haqqı yığılmışdır. Ən çox sığorta haqqı yığmış şirkətlər bunlardır:

1. “Paşa Həyat Sığorta” ASC - 2,011,008,780 manat (34,76 %)
2. “Paşa Sığorta” ASC - 1,385,164,720 manat (23,94 %)
3. Azərbaycan Respublikası Dövlət Sığorta Kommersiya Şirkəti - 483,786,280 manat (8,36 %)
4. “Qala Sığorta” ASC - 306,850,020 manat (5,30 %)
5. “Atəşgah Həyat” Sığorta Şirkəti ASC - 292,959,880 manat (5,06 %)
6. “Xalq Sığorta” Açıq Səhmdar Cəmiyyəti - 189,497,160 manat (3,28 %)
7. “Meqa Sığorta” ASC - 167,959,610 manat (2,90 %)
8. “Atəşgah” Sığorta Şirkəti ASC - 156,486,790 manat (2,71 %)
9. “İpək Yolu Sığorta” ASC - 130,000,490 manat (2,25 %)
10. “Qala Həyat” Sığorta Şirkəti ASC - 118,305,550 manat (2,05 %)
11. “A-Qroup Sığorta Şirkəti” ASC - 104,642,100 manat (1,81 %)
12. Digər sığorta şirkətləri – 438,139,970 manat (7,57 %)

Sığorta şirkətlərinin il ərzində yığılmış sığorta haqqlarına əsaslanan təsnifatından aydın görünür ki, bazar payında ciddi disbalans var. Belə ki, ilk beş şirkət bazarın 77,44 faizinə nəzarət edir (<https://uploads.cbar.az/assets/7fa5ba275fdce597384ae2b3e.xlsx>, 2022). Lakin, bank sektorundan fərqli olaraq sığorta sektorunda dövlət şirkəti ilk pillədə deyil və ciddi bazar gücü yoxdur. Buna baxmayaraq, sığorta sektorunda da rəqabətin artırılmasına ehtiyac var. Sığorta sektorunun bərpa prosesləri ilə bağlı daha bir problemi aqrar sığorta təcrübəsinin azlığıdır. Halbuki, dövlətin ciddi dəstəyi ilə aqrar sığorta sektoru yaradılıb. Bu sahədə ciddi inkişaf müşahidə edilir. 2019-cu ildə Azərbaycan Respublikası Prezidentinin fərmanı ilə Aqrar Sığorta Fondu yaradılmışdır. Bu sahənin inkişafı aqrar sahədə bərpa prosesinə müsbət təsir göstərəcək.

Beləliklə, fond bazarı, bank sektoru və sığorta sektorunun təhlili nəticəsində Azərbaycanın maliyyə sisteminin borc istiqrazlarının emissiyası üçün tam əlverişli

olmadığı qənaətinə gəlmək olar. Buna baxmayaraq, ciddi islahatlar və rəqabətli biznes mühiti istiqamətində atılan addımlarla borc istiqrazları ilə maliyyələşməni daha səmərəli və xərclərin qarşılınması nöqtəyi-nəzərindən perspektivli etmək olar.

III FƏSİL

İKİNCİ QARABAĞ MÜHARİBƏSİNDƏN SONRA AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASININ ƏRAZİLƏRİNİN BƏRPASININ MALİYYƏLƏŞDİRMƏSİNDƏ BORC İSTİQRAZLARINDAN İSTİFADƏNİN İSTİQAMƏTLƏRİ

3.1. Borc istiqrazları ilə digər maliyyələşmə mexanizmlərinin müqayisəsi və əsas istiqamətləri

Azərbaycan Respublikasının beynəlxalq səviyyədə tanınmış sərhədlərinin 20 faizi təqribən 30 ilə yaxın bir müddətdə düşmən işğalı altında qalmışdır. Uzunmüddətli işğal prosesi nəticəsində torpaqlarımızda olan tarixi-mədəni abidələrə, yaşayış evlərinə və binalarına, respublika, şəhər və rayon əhəmiyyətli infrastruktura ciddi ziyan dəymiş və ya işğalçı erməni silahlı qüvvələri tərəfindən tamamilə məhv edilmişdir. Eyni zamanda, ölkəmizin ekologiyasına, xüsusən də meşə fondumuza əhəmiyyətli dərəcədə ziyan dəymişdir. Borc istiqrazlarının bütün bu dağıntıların və dəyən ziyanın bərpasındakı rolunun əhəmiyyəti əvvəlki fəsillərdə vurğulanmışdır. Mövcud şəraitdə borc istiqrazlarının bərpa proseslərinə cəlb edilməsi aşağıdakı istiqamətlər üzrə mümkün ola bilər:

- Şəhər quruculuğu və tikinti işlərinin maliyyələşdirilməsi
- Ərazilərin minalardan təmizlənmə prosesinin maliyyələşdirilməsi
- Kənd təsərrüfatının yenidən qurulması və bərpasının maliyyələşdirilməsi
- Təbii sərvətlərin hasilatının maliyyələşdirilməsi
- Turizm və rekreasiya imkanlarının yaradılmasının maliyyələşdirilməsi
- Ekoloji vəziyyətin bərpası və inkişaf etdirilməsinin maliyyələşdirilməsi
- Təhsil, texnologiya və innovasiyaya yönəlik sahələrin maliyyələşdirilməsi

- Digər iqtisadi və sosial sahələrin inkişafının maliyyələşdirilməsi

Qeyd etmək lazımdır ki, işğaldan azad edilmiş ərazilərdə insan kapitalına, həmçinin elm, texnologiya və innovasiyaya yönəlik tədbirlərin həyata keçirilməsi digər bərpa prosesləri nəticəsində məskunlaşmanın təmin edilməsindən sonra mümkündür. Buna görə də insan kapitalı və texnoloji əsaslı investisiyaların maliyyələşdirilməsini maliyyələşmə prosesinin ikinci mərhələsi kimi qiymətləndirə bilərik.

Ümumilikdə, cari fəsildə yuxarıda qeyd edilən istiqamətlərdə (sahələrdə) maliyyələşmənin borc istiqrazları ilə mümkünlüyü, vacibliyi və səmərəliliyi araşdırılmışdır. Bundan əlavə, borc istiqrazlarının xərclərinin hansı formada qarşılmasının, o cümlədən xərclərin qarşılmasının səmərəliliyi təhlil edilmişdir. Alternativ maliyyələşmə mənbələrinin mövcudluğunu nəzərə alaraq qeyd etməliyik ki, borc istiqrazları heç də həmişə ən düzgün maliyyələşmə vasitəsi deyildir. Bəzən digər maliyyələşmə mənbələri, məsələn, qrantlar və xarici investisiyaların stimullaşdırılması daha səmərəli ola bilər (Singla A., Shumberger J. və Swindell D., 2021).

Beləliklə, nəzərə alsaq ki borc istiqrazları işğaldan azad edilmiş ərazilərin bərpa prosesində yeganə maliyyələşmə mənbəyi deyil, o zaman aşağıda mümkün digər maliyyələşmə mənbələrini qeyd etmək olar:

Qrantlar və maddi yardımlar – işğaldan azad edilmiş ərazilərin maliyyələşdirilməsində ən ucuz maliyyələşmə mənbələrindən ən əsası əlbəttə ki, maddi yardımlar və qrantlardır. Qrantlar yerli sahibkarlar, xarici şirkətlər və ya xarici dövlətlər tərəfindən, o cümlədən beynəlxalq təşkilatlar tərəfindən bərpa proseslərinin maliyyələşdirilməsi üçün birbaşa dövlət büdcəsinə və ya azad edilmiş ərazilərin bərpa prosesində iştirak edən özəl və dövlət şirkətlərinə geri qaytarılma məcburiyyəti olmayan maliyyə vəsaitidir. Məsələn, əsasən işğaldan azad edilmiş ərazilərin minalardan təmizlənməsi üçün, habelə ANAMA-ya maddi-texniki yardımın edilməsi məqsədilə 2021-ci ildə Amerika Birləşmiş Ştatları tərəfindən 500 min ABŞ dolları məbləğində maliyyə yardımı ayrılmışdır (<https://az.usembassy.gov/az/anama-us/>, 2021).

Avropa İttifaqı isə maliyyə yardımı olaraq 2022-ci il üçün Azərbaycana 2 milyard avro vəsait ayırır. Lakin maddi yardımlar və qrantlar nə qədər ucuz başa gəlsə də, milyardlarla dollar miqdarında dəymiş ziyanın aradan qaldırılmasına kifayət etmir. Bu cür maliyyələşmə yolları ilə yalnız müəyyən hissə maliyyələşdirilə bilər. Bundan əlavə, qrantların alınması eyni zamanda ciddi siyasi səylər tələb edir ki, belə olduqda mahiyyət iqtisadi kontekstdən çıxır.

Kraudfandinq (crowdfunding) – kiçik və orta məbləğli ianələr əsasında qurulan maliyyələşmə növü kraudfandinq adlanır. Əsasən qeyri-hökumət sektorunda populyar olan maliyyələşmə növüdür. (Donelli C. C., Mozzoni I., Badia F. və Fanelli S., 2022: 1641). Bərpa edilən ərazilərdə startapların və az maliyyə vəsaiti tələb edən kiçik layihələrin maliyyələşdirilməsi üçün effektiv ola bilər. Bundan əlavə, kraudfandinq ianəçilərin maraqlarını (pul vəsaitinin xərclənməsi istiqaməti ilə bağlı fikirlərinin) təyin edilməsində müsbət rol oynayır. Lakin qrant və maddi yardımlar kimi kraudfandinq də Qarabağın bərpası kimi böyük məqbul və hərtərəfli layihə üçün kifayət etmir. Ayrı-ayrı şəxslərin ianələri onsuz da Yaşat fondu və Qarabağ Dirçəliş Fondu tərəfindən lazımi istiqamətlərə yönəldilir. Qeyd etmək lazımdır ki, kraudfandinq vasitəsilə Qarabağ Dirçəliş Fondu milyonlarla dollar vəsait yığıb. Lakin yuxarıda qeyd edildiyi kimi, bu məbləğ Qarabağa və Şərqi Zəngəzura dəymiş milyardlarla dollar vəsaiti tam qarşılıdır. (Singla A., Shumberger J. və Swindell D., 2021: s. 526–548; Zhou S., Ma T. və Liu Z. 2021: s. 195–221).

Xarici şirkətlərin birbaşa investisiyaları – bu da öz növbəsində xüsusi layihələrə yönəlik maliyyələşmə istiqamətidir. Nəzərə alsaq ki iqtisadi, ekoloji və digər amillər daxil olmaqla işğal nəticəsində ölkəmizə 800 milyard ABŞ dollarından çox ziyan dəymişdir, bunların qarşılınması üçün xarici şirkətlərin qoyduğu sərmayələr çox vacibdir. Təkcə ölkəmizə vurulan ekoloji ziyanın həcmi 265 milyard ABŞ dollarıdır (Bağirov O., 2020: s. 1). Hal-hazırda, təxminən 7 xarici ölkə (Türkiyə, İtaliya, Birləşmiş Krallıq, Macarıstan, İsrail, Yaponiya və İran) Azərbaycandakı bərpa və yenidənqurma proseslərinə cəlb edilmişdir. Bu ölkələr arasında əsasən Türkiyənin tutduğu yer

xüsusidir. Adı çəkilən ölkələr Qarabağ və Şərqi Zəngəzur iqtisadi rayonlarında ekologiya (yaşıl şəhər, bərpa olunan enerji və s.), tikinti, nəqliyyat, enerji, minadan təmizləmə və texnologiya sahəsində bərpa proseslərinə öz töhfələrini verirlər. (Bağirov O., 2020: s. 7-8). Xarici ölkələrdən gələn birbaşa investisiyaların gələcəkdə artacağı və başqa dövlətlərdən də bu proseslərə şirkətlərin qoşulması istisna deyil. Yerli şirkətlərin də bərpa layihələrindəki iştiraklarının təşviqi, o cümlədən subsidiyalaşdırılması zəruridir. Beləliklə, regionda bərpa proseslərindən sonra investisiya edən çoxsaylı şirkətlər arasında rəqabətli bazar mühiti formalaşacaqdır ki, bu da regionun gələcək üzünmüddətli inkişafına təkan verə bilər. Lakin, yerli və xarici birbaşa investisiyalar bərpa prosesləri üçün kifayətdirmi və ya borc istiqrazlarından daha sərfəli ola bilərmi? Bu suallara cavab tapmaq üçün xərc-gəlir və GZİT analizinə ehtiyac yaranır. Əvvəlcə qeyd etmək lazımdır ki, xarici investisiyaların cəlb edilməsi iqtisadi inkişafa yol açaraq ölkə ÜDM-nə müsbət təsir göstərsə də, ümumi milli məhsula (ÜMM) mənfi təsir edir. Halbuki, azad edilmiş zonalarda iş yerlərinin və bizneslərin xarici sərmayə hesabına idarə olunması tədiyyə balansında ilkin dövr üçün müsbət dinamika yarada bilər. Yalnızca yerli bizneslərə yönəlik proteksionist siyasət iqtisadi rəqabətli mühitin azalmasına səbəb olur. Beləliklə, burada rəqabətlik, ÜDM, ÜMM və tədiyyə balansının mümkün qarşılaşmasını görürük. (Luo H., Liu X., Wu A. və Zhong X., 2021: s. 1499–1524). Borc istiqrazları ilə maliyyələşmənin isə daha ənənəvi sahə olaraq yerli biznesin subsidiyalaşdırılmasına və digər formada maliyyə dəstəyinin göstərilməsinə yönləndirilməsi mümkündür. Hər halda, maliyyələşmə instrumentlərinin kompleks şəkildə tətbiqi geniş miqyaslı bərpa proseslərinin maliyyələşdirilməsində mühüm rol oynayır. Xarici dövlət və bizneslərin investisiyaları, əvvəldə qeyd edilən maliyyələşmə mənbələrindən fərqli olaraq, böyük vəsait tələb edən iddialı regional layihələrin gerçəkləşməsində effektivdir. Lakin qeyd etmək yerinə düşər ki, xarici investisiyalar da qüsuruz deyil və özündə müəyyən zəif xüsusiyyətləri və təhdidləri ehtiva edir. Cədvəl 2-dəki GZİT analizindən belə nəticəyə gəlinir ki, üstün tərəflər və imkanlar zəif tərəfləri, o cümlədən mümkün təhdidləri üstələsə də, üzərində ciddi dayanmalı

olduğumuz sual doğuran məqamlar vardır. Bunlardan ən başlıcası dağıdıcı inkişaf modelidir. Xarici dövlətlərin şirkətləri hər nə qədər rəqabətli mühit yaratsalar da, kifayət qədər üstün texnologiya və təcrübəyə sahib olduqlarına görə daha az təcrübəyə malik yerli şirkətlərin bazara daxil olmasını əngəlləyə bilirlər. Bu da gələcəkdə rəqabətliliyin daha artırılmasına əngəl yaradır. Yerli sahibkarların isə bazardan kənar qalması ilə nəticələnir. Yerli sahibkarların kənar qalması yerli kədr və mütəxəsislərin regiondakı mümkün layihələrdən yararlanmamasına gətirib çıxara bilər. Daha bir təhlükəli faktor isə gələcəkdə ola biləcək mümkün kapital axını ilə bağlıdır. Nəzərə alsaq ki, xarici şirkətlərin fəaliyyət coğrafiyası kifayət qədər genişdir, o zaman həmən şirkətlər sənaye, turizm, elm və yüksək texnologiyalara edilən investisiyalardan gələn mənfəətləri Azərbaycandan kənardakı layihələr yönləndirə bilirlər. Bu da gələcəkdə ölkədən ciddi kapital və valyuta axınına gətirib çıxara bilər. Beləliklə, ilkin dövrdə müsbətə doğru artan tədiyyə balansını uzunmüddətli dövrdə azala bilər. (Babu S. H., 2012: s. 55-65).

Cədvəl 2: Xarici investisiyanın GZİT (SWOT) analizi

<p>GÜCLÜ TƏRƏFLƏR</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Böyük miqdarda vəsait tələb edən layihələrin reallaşdırılması ➤ Əhalinin əmanətlərinə qənaət ➤ Dövlət büdcəsinə qənaət ➤ Vəsaitlərin sürətli və effektiv yönləndirilməsi ➤ Xarici təcrübənin öyrənilməsi ➤ Qarabağın və Şərqi Zəngəzur iqtisadi rayonlarının ixrac potensialının artırılması ➤ İnnovativ inkişafın tətbiqi ➤ Siyasi dividendlər
<p>ZƏİF TƏRƏFLƏR</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ ÜMM-in artımının yavaşlaması ➤ Yerli şirkətlərin və sahibkarların inkişafına mümkün maneə (sərt rəqabət şəraiti) ➤ Bərpa edilən regiondan gələn mənfəətin və təbii sərvətlərin bir hissəsinin ölkədən kənara axması ➤ Xarici dövlət nümayəndələrinin Azərbaycana uyğunlaşma problemi (mədəni və ya dini fərqlilik)
<p>İMKANLAR</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Elmi-texnoloji yenilik ➤ İqtisadi rəqabətliyi artırması ➤ Yerli kadrların xarici şirkətlər vasitəsilə təcrübə imkanlarının artırılması ➤ İş yerlərinin kəskin artırılması ➤ Regionda istehsal olunan məhsulların və qurulan brendlərin xarici bazara daha rahat çıxış imkanı ➤ Ekoloji innovativ həllər vasitəsilə ətraf mühitin yaxşılaşdırılması ➤ Regionun rifahının artırılması
<p>TƏHDİDLƏR</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Gələcəkdə ölkədən kənara kapital axını ➤ Yerli sahibkarların bazardan çıxması ➤ Yerli kadrlara üstünlüyün verilməməsi ➤ Yerli memarlığa lazımi diqqətin ayrılmaması ➤ Sosial layihələrə diqqətin ayrılmaması

Mənbə: Araşdırmadan əldə olunan məlumatlar əsasında müəllifin ümumiləşdirməsi

Yuxarıda qeyd olunanlardan əlavə, GZİT analizdən o nəticəyə gəlmək olar ki, xarici şirkətlərin regional layihələrdəki üstünlüyü onların sosial layihələrdən kənarda qalmasına gətirib çıxara bilər. Əsasən, dövlət dəstəyi ilə həyata keçirilən sosial

layihələrə dövlətin dəstək verdiyi yerli sahibkarları cəlb etmək daha asandır. Xarici şirkətlərdə isə bunu proqnozlaşdırmaq çətinləşir.

Bütün yuxarıda qeyd edilən müsbət və mənfi tərəflərdən belə nəticəyə gəlirik ki, xarici investisiyalar Qarabağ və Şərqi Zəngəzur iqtisadi rayonlarının bərpası üçün həyati əhəmiyyət daşırsa da özündə müəyyən boşluqlar ehtiva edir. Bu boşluqları isə dövlət dəstəyi ilə aradan qaldırmaq mümkündür. Dövlət vəsaitinin isə məhdudluğunu nəzərə alsaq yenə də bu dəstəyin göstərilməsi üçün borc istiqrazlarının emissiyasına ehtiyacın yarandığını görürük. Məsələn, yerli sahibkarların rəqabətdən kənar qalmaması üçün dövlət istiqrazlardan gələn vəsait hesabına yerli sahibkarlara dəstək paketi hazırlaya, daha rəqabətli mühitin formalaşmasına şərait yarada, yerli kadrların layihələrə cəlb edilməsinə dəstək verə və sosial layihələrin icrasını sürətləndirə bilər. Beləliklə, nəticə etibarilə xarici investisiyaların cəlb edilməsi borc istiqrazları emissiyası ilə vəhdət təşkil edəcəyi təqdirdə daha effektiv və məqsədyönlü maliyyələşmənin həyata keçirilməsi mümkündür.

Vençur və angel investorların hesabına maliyyələşdirmə - əvvəlki fəsildə də qeyd edildiyi kimi əsasən yüksək riskli startapların (daha çox informasiya texnologiyaları sahəsində) maliyyələşdirilməsinə xarakterik olan maliyyələşmə mənbələridir. Ölkəmizdə bu formada maliyyələşmə təcrübəsi hələ tam formalaşmayıb. Bunun da əsas səbəblərindən biri bazarda vençur və angel investorların olmaması, o cümlədən biznes krediti verən maliyyə institutlarının yüksək risklərdən çəkinməsidir. Azərbaycanda startap layihələrə dəstək verən investorlar portfellerinin yalnız kiçik bir payını startup layihələrə ayırırlar ki, belə kiçik məbləğli investisiyalarla böyük xərc tələb edən İT sektorunda startapların uğurlu olması ehtimalı çox aşağıdır. Ölkəmizdə olmasa da, xarici şirkətlərdə vençur və angel investorlar sırf startaplardan ibarət portfel quraraq çoxlu sayda riskli layihələrə investisiya edirlər. Nəticə etibarilə portfelin böyük hissəsinin defolt riski yüksək olsa da, kiçik sayda uğur qazanan layihələrin gətirdiyi gəlir (investisiyanın bir neçə mislinə bərabər olaraq) investorun portfelinin mənfəətə çıxmasına gətirib çıxarır. (Dibrova A., 2015: s. 280–289). Bu təcrübənin Azərbaycanda

təbii xarici investordan asılı olmayaraq yerli startapların işğaldan azad edilmiş ərazilərdə texnoloji inkişafa töhfə verməyi baxımından zəruridir. Halbuki, mövcud maliyyə sektorunun bu sahəyə yönləndirilməsi üçün cari vəziyyətdə adı çəkilən sektora dövlət müdaxiləsi daha düzgün olardı. Burada ilkin mərhələdə (startapların uğurlu olub yüksək mənfəət gətirəcəyi vaxtadək) yük yenə də dövlət büdcəsinə düşür ki, borc istiqrazlarının emissiyasının bu istiqamətdə istifadə edilməsi büdcəni yükədən xilas edə bilər. Çünki IT startapların maliyyələşdirilməsi zamanı layihədən asılı olaraq bəzən bir neçə milyon dollarlıq investisiya tələb oluna bilər. İstiqrazlar vasitəsilə təmin edilən vəsaiti IT startaplara yönləndirmək, gələcək yüksək gəlirlər fonunda isə istiqrazların öhdəliklərini qarşılamaq əslində dövlətin vençur və ya angel investordan fəaliyyətini öhdəsinə götürməsi anlamına gəlir (Haislip A., 2011). Bundan əlavə, startapların uğurlu olması üçün lazımı biznes mühitinin formalaşdırılması və aidiyyəti dövlət strukturlarının işinin təşkilinin optimallaşdırılması da dövlətin üzərinə düşən məsuliyyətdir.

Beynəlxalq məhkəmələr vasitəsilə Ermənistandan alınan təzminat vasitəsilə maliyyələşdirmə - bu mövzu iqtisadi araşdırmadan daha çox hüquqi və siyasi araşdırma tələb edir. İllərdir Azərbaycan ərazilərinin talanmasında və dağıdılmasında məsuliyyət daşıyan Ermənistan Azərbaycana vurduğu ziyanı təzminat formasında ödəməlidir. Lakin bunun üçün lazım olan prosedurlar uzun zaman tələb etdiyindən bu yolla maliyyələşməni gözləmək bərpa prosesini ciddi şəkildə yubada bilər. Buna baxmayaraq, bərpa prosesi zamanı yaranmış uzunmüddətli borc öhdəliklərinin gələcəkdə maliyyələşdirilməsi üçün adı çəkilən maliyyələşdirmə üsulundan istifadə etmək mümkündür.

Xarici ölkələr və beynəlxalq təşkilatlar tərəfindən verilən kreditlər hesabına maliyyələşmə - bu formada maliyyələşmə nisbətən baha başa gələ bilər. Əlbəttə ki, neft qiymətlərinin bahalaşması və dünyada təbii qaza tələbin artması fonunda Azərbaycana xarici valyuta axınının artması ölkəmizin kredit reytinginə də müsbət təsirini göstərir. Buna baxmayaraq, “Fitch” reyting agentliyində Azərbaycanın kredit reytingi BB+

(spekulyativ) olaraq qiymətləndirilib. (<https://www.fitchratings.com/search/?query=azerbaijan>, 2022). Bundan əlavə nəzərə almaq lazımdır ki, Azərbaycanın xarici borcu daxili dövlət borcunu üstələyir və bu proses uzun illərdir ki, davam edir. Maliyyə Nazirliyinin və Mərkəzi Bankın yaydığı statistik göstəricilər belə deməyə əsas verir. Belə ki, 2017-ci ildə xarici dövlət borcunun ümumi dövlət borcunda payı 94% faiz təşkil edir. Azalan tendensiya ilə bu rəqəm 2021-ci ildə 82 % olsa da, yenə də daxili dövlət borcunu üstələyir (Cədvəl 3).

Cədvəl 3: Xarici və daxili dövlət borcunun ümumi dövlət borcunda payı

İllər	Xarici dövlət borcu (XDB) (mln. Manatla)	Daxili dövlət borcu (DDB) (mln. Manatla)	XDB/ÜDB	DDB/ÜDB
2017	15978.10	1029.3	94%	6%
2018	15176.00	1320.2	92%	8%
2019	15454.70	1415.6	92%	8%
2020	14996.50	1942.1	89%	11%
2021	13830.7	3068.4	82%	18%

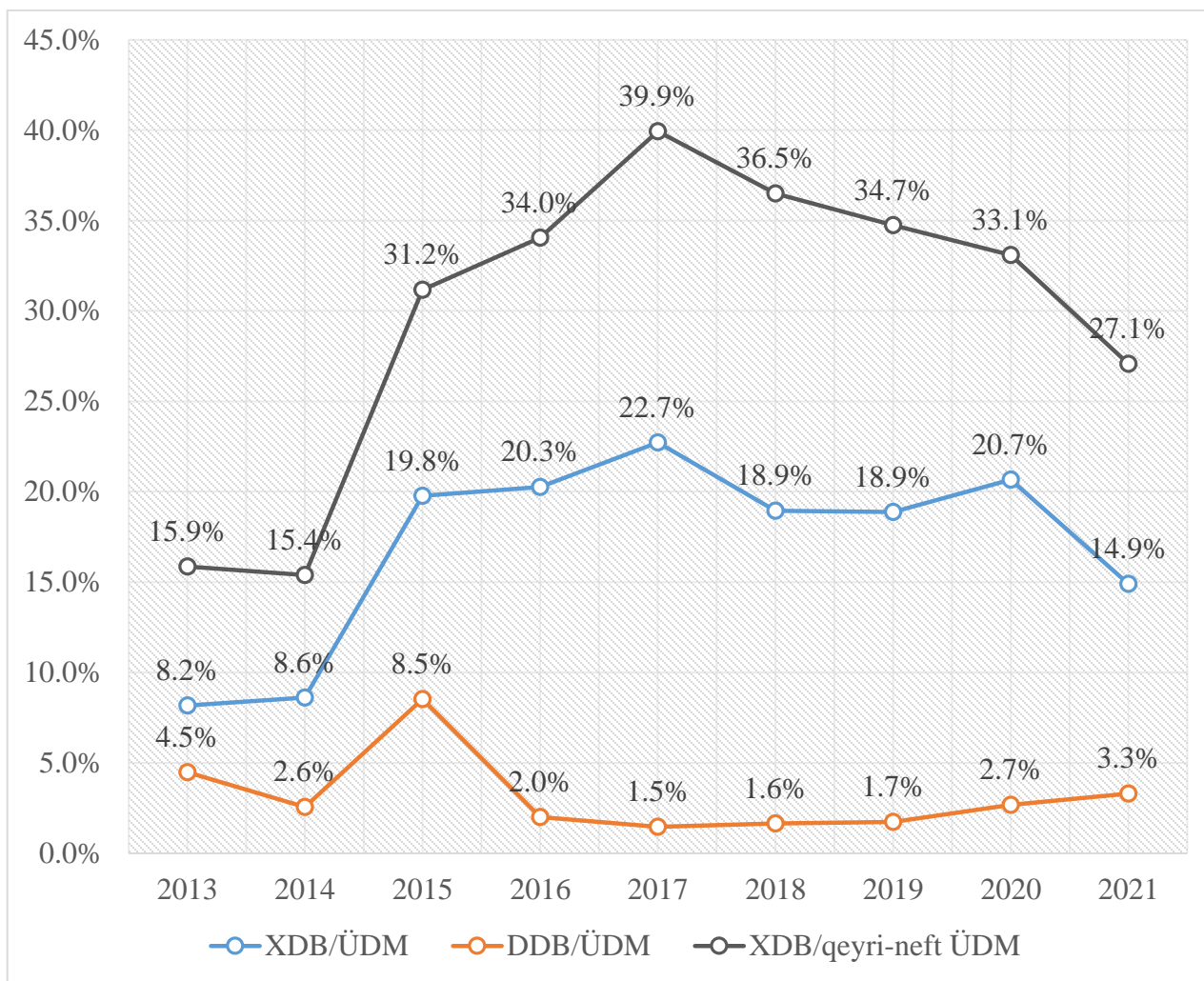
Mənbə: AR Maliyyə Nazirliyi, (<http://www.maliyye.gov.az/static/114/xarici-dovlet-borcu-barede-melumat>)

Xarici dövlət borcunda azalan tendensiya Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2018-ci ildə Sərəncamı ilə təsdiq edilmiş “Azərbaycan Respublikasında dövlət borcunun idarə edilməsinə dair orta və uzun müddət üçün Strategiya”sına (bundan sonra **Strategiya**) əsaslanır (https://static.president.az/upload/Files/2018/08/27/22481n7cgb_DOVLET_BORCU_STRATEQ_YA_.pdf, 2021). Strategiyada qeyd edilir ki, Azərbaycanın 2025-ci ilə qədər xarici dövlət borcunun əhəmiyyətli bir hissəsi daxili dövlət borcları ilə əvəz olunmalıdır. Buna görə də son zamanlar daxili dövlət borcunun artan payını görürük. Proqnozlara görə, Azərbaycanın kredit reytinginə təsir edən risk amilləri stabil qalacaq və daxili dövlət

borclarının xidmət xərcləri uzunmüddətli dövr üçün sabit olacaqdır. Beləliklə, Strategiyaya əsaslanaraq işğaldan azad olunmuş ərazilərin də bərpasında daxili borc istiqrazlarının emissiyası böyük əhəmiyyət kəsb edir və xarici borclanmanın kəskin artırılmasını istisna edir. Lakin, qeyd etmək də yerinə düşər ki, dövlət şirkətlərinin daxili borclanması yuxarıdakı qrafikdə əksini tapmayıb. Strategiyada qeyd edilir ki, bu cür borclanma qarşısında əsas öhdəlik borclanan dövlət müəssisəsi olsa da, dövlətin zəminliyi daxili borcların gələcəkdə gözlənilməz artımı riskini yaradır. Bu cür problemlə qarşılaşmamaq üçün dövlət müəssisələrinin daxili borclanma dinamikası diqqətdə saxlanılmalı və risklər mümkün qədər minimumlaşdırılmalıdır.

Xarici və daxili borcun təhlilində valyuta risklərinin və neft sektorundan asılılığın təsirlərini daha aydın görə bilirik. Qrafik 5-də xarici və daxili dövlət borcunun ÜDM-ə nisbəti, o cümlədən xarici dövlət borcunun qeyri-neft ÜDM-ə nisbəti göstərilmişdir. Xarici dövlət borcunun ÜDM-ə nisbəti 2015-ci ildə 2014-cü ilə nisbətən kəskin artmışdır. Bu hal valyuta riskinin bariz nümunəsidir. Xarici dövlət borcunun xarici valyutalarda, əsasən də ABŞ dollarında olması 2015-ci ilin əvvəlindəki devalvasiya zamanı xarici borcun kəskin artmasına səbəb oldu. Belə ki, devalvasiyadan sonra dollarda olan borcların manat ekvivalenti artıq daha yüksək məbləğə çevrilmiş, ÜDM-in manatda göstəricisi isə kəskin enən neft qiymətləri ilə daha da enmişdi. XDB/ÜDM və XDB/qeyri-neft ÜDM ayrılıqlarının müqayisəsindən isə aydın olur ki, 2017-2021-ci illər üzrə qeyri-neft ÜDM-ə olan nisbət daha stabildir. 2018-də XDB/ÜDM azalsa da, 2020-də artır. Çünki dəyişkən neft qiymətləri ÜDM-ə bu illər ərzində daha çox təsir göstərir. XDB/qeyri-neft ayrısı isə stabil azalan tendensiya nümayiş etdirir.

Qrafik 5: Xarici və daxili borcun ÜDM və qeyri-neft ÜDM-ə nisbəti



Mənbə: AR Heablama Palatası, (https://sai.gov.az/files/REY_ICRA-2015.pdf), AR Mərkəzi Bankı (<https://uploads.cbar.az/assets/09b4f707806fa2f47d4af81b8.xlsx>), AR Maliyyə Nazirliyi (<http://www.maliyye.gov.az/static/114/xarici-dovlet-borcu-barede-melumat>) mənbələrin məlumatları əsasında müəllifin ümumiləşdirməsi.

2015-ci ildə daxili dövlət borcunun ÜDM-ə nisbətində də artım müşahidə edilib. Lakin bu artımı valyuta riskinə aid etmək düzgün olmaz. Belə ki, 2014-cü ildə daxili dövlət borcu ümumilikdə 1 milyard 509 manat təşkil etsə də, 2015-ci ildə bu məbləğ 4 milyard 639 milyon manat təşkil etmişdir. Bu məbləğin də 3 milyard 013 milyon manatı daxili dövlət borcu sayılan şərti öhdəlik olmuşdur. Yəni, dövlətin zəmin durduğu dövlət təşkilatı öhdəliklərini qarşılıya bilməmiş, nəticə etibarilə öhdəliyi dövlət qarşılımışdır. Yuxarıda da qeyd edildiyi kimi, dövlət təşkilatlarının borcu onlar öhdəliyi

qarşılayacağı təqdirdə Maliyyə Nazirliyi tərəfindən daxili dövlət borcu kimi təsnifləşdirilmədiyinə görə belə kəskin artım riskləri vardır. (https://sai.gov.az/files/REY_ICRA-2015.pdf, 2022). Qrafikdən də görüldüyü kimi borc öhdəliyi təmin edildikdən sonra 2016-cı ildən başlayaraq DDB/ÜDM əyrisi stabil trend nümayiş etdirir. Daxili borc öhdəlikləri əsasən manatda olduğu üçün valyuta məzənnəsindəki dəyişikliyə kəskin reaksiya vermir. Nəticə etibarilə, dövlət borcu strategiyasında da qeyd edildiyi kimi, yerli valyutada daxili borclanmanın xarici borclanma ilə əvəz edilməsi dövlət vəsaitləri üçün riskləri azaldır, o cümlədən fond bazarlarında aktivliyin artırılmasına təkan verir. Borc istiqrazlarının emissiyası vasitəsilə dövlət əhalinin qənaət etdiyi, hətta bir çox hallarda xarici valyutada saxladığı vəsaiti milli iqtisadiyyatın inkişafına yönəldərək iqtisadi artımın sürətləndirilməsini təmin edə bilər. Fond bazalarındakı aktivlik qeyri-neft ÜDM-in də artmasına şərait yaradır.

Dövlət Neft Fondunun vəsaitlərinin layihələrə birbaşa yönləndirilməsi hesabına maliyyələşmə – spesifik layihələrə yönəldilməsi mümkün olsa da geniş tətbiqi sual doğurur. Çünki Azərbaycanın dövlət büdcəsinin neft gəlirlərindən ciddi asılılığının olması dövlət neft fondunun digər istiqamətlərdə investisiya imkanlarını məhdudlaşdırır. 2022-ci ildə neft və təbii qaz qiymətlərinin artımının Fondun gəlirlərini ciddi şəkildə artırması müsbət hal kimi qiymətləndirilsə də, büdcənin neftdən asılılığının azaldılması fonunda bu artım işğaldan azad edilmiş ərazilərin bərpaasına və həmən regionda sosial layihələrin icrasına daha çox töhfə verə bilər. Neft fondunun fəaliyyətə başladığı dövrdən cari dövrə qədər (2022-ci ilin əvvəlinə qədər) xərclədiyi vəsaitin icmalına baxsaq xərclərin əsas istiqamətinin dövlət büdcəsinə transfertlər olduğunu görürük (Cədvəl 4).

Cədvəl 4: ARDNF-in cari ilə qədər olmuş xərclərinin istiqaməti

Maliyyəlaşmə istiqamətləri	Yönəldilmiş vəsait (mln. Manat)	Cəmi xərclənən vəsaitdə payı
Neft-qaz investisiya layihələri	3579.1	2.61%
İnfrastruktur layihələri	2997.8	2.19%
Təhsil layihələri	227	0.17%
AR Mərkəzi Bankına transfert	3949.5	2.88%
Dövlət büdcəsinə transfertlər	123490.3	90.11%
Qaçqın və məcburi köçkünlərin sosial-məişət vəziyyətinin yaxşılaşdırılması	2702.7	1.97%
Dövlət İnvestisiya Şirkətinin nizamnamə kapitalı	90	0.07%

Mənbə: AR Dövlət Neft Fondu, (<https://www.oilfund.az/report-and-statistics/recent-figures>)

Cədvəl 4-dən aydın görsənir ki, dövlət büdcəsinə transfertlər 2001-2022-ci illər ərzində təxminən 123,5 milyard manat təşkil etmişdir ki bu da ümumi xərclənən vəsaitin 90,11 faizi deməkdir. Bundan əlavə 3 milyard 950 milyon manata yaxın vəsait (və ya ümumi gəlirlərin 2,88 faizi) Mərkəzi Banka transfert edilmişdir ki, bunun əsas hissəsi manatın məzənnəsinin qorunmasına yönəldilmişdir. Manatın məzənnəsinin neftdən asılı iqtisadiyyata bağlı olması neft qiymətlərinin aşağı olduğu dövrlərdə Fonda əlavə yüklənmə yaradır. Cədvəldən çıxan daha bir maraqlı nəticə odur ki, təxminən 20 il ərzində qaçqın və məcburi köçkünlərin sosial-məişət vəziyyətinin yaxşılaşdırılması və məskunlaşdırılması proseslərinə birbaşa 2 milyard 703 milyon manat (və ya ümumi gəlirlərin 1,97 faizi) xərclənmişdir. Lakin unutmamaq olmaz ki, dövlət büdcəsinə transfert edilən məbləğin də böyük hissəsi məhz sosial layihələrə yönəldilir. Fərz etsək ki növbəti 20 il ərzində bərpa proseslərinə ortalama 3 milyard manata yaxın vəsait birbaşa Neft Fondundan xərclənə bilər, borc istiqrazları ilə maliyyəlaşmə yenidən aktuallaşır. Çünki milyardlarla dollar vəsait tələb edən bərpa prosesi üçün 3 milyard manat kifayət etməyəcək. Eyni zamanda, Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 23 dekabr 2021-ci il “Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondunun 2022-ci il büdcəsi haqqında

Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərmanı”nda 2022-ci ildə dövlət büdcəsinə transfertlərin yuxarı həddi 12 milyard 710 milyon manat müəyyən edilmişdir (<https://www.oilfund.az/fund/documents/fund-budget/75>, 2022). Bu məbləğin 2.2 milyard manatı isə (və ya transfertin yuxarı həddinin 17.3 faizi) işğaldan azad edilmiş ərazilərin bərpasına yönəldilmişdir. Dövlət büdcəsinə edilən transfertin yuxarı həddi isə Neft Fondunun ümumi aktivlərinin (76 milyard 542 milyon 670 min manat) 16,6 faizini təşkil edir ki, bu da suveren fond üçün çox böyük rəqəmdir. Müqayisə üçün qeyd etmək lazımdır ki, Norveçin suveren neft fondunda bu göstəricinin yuxarı həddi 4 faiz qəbul edilib (<https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/economic-policy/economic-policy/id418083/>, 2022). Yəni, Norveçlə müqayisədə Azərbaycan 4 dəfə daha çox vəsaiti suveren fondan dövlət büdcəsinə keçirir. Belə bir şəraitdə bərpa proseslərinin maliyyələşdirilməsi üçün Neft Fondunun vəsaitinə ümid etmək olmaz və yalnız kiçik miqyaslı və ya məhdud saylı layihələrə investisiya etmək üçün Fondun vəsaitlərin istifadə etmək mümkündür.

Beləliklə, yuxarıda qeyd edilən bütün maliyyələşmə mənbələrinin üstün və mənfi tərəflərini cəvəlləşdirərək, həmçinin ümumiləşdirərək xərc gəlir təhlili apara bilərik. Bundan əlavə, adı çəkilən maliyyələşmə mənbələrini xərc gəlir təhlilindən çıxan nəticələr əsasında borc istiqrazlarının daxili emissiyası ilə müqayisə etmək səmərəli olardı (Cədvəl 5).

Cədvəl 5: Müxtəlif maliyyələşmə mexanizmlərinin müqayisəli xərc-gəlir təhlili

Maliyyələşmə mexanizmləri	Qazandıran (müsbət) tərəflər	Çatışmayan (mənfi) tərəflər
Qrantlar və maddi yardımlar	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ucuz başa gəlir ✓ Geniş miqyaslı regional layihələrin maliyyələşdirilməsində əhəmiyyətli ola bilər ✓ Vəsaitin geri ödənilməsi tələb olunmur 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Məhdud məbləğ təmin olunur ○ Siyasi proseslərlə ciddi bağlıdır
Kraudfandinq	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ucuz başa gəlir ✓ Cəmiyyətin tələblərinin öyrənilməsini asanlaşdırır 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Məhdud məbləğ təmin olunur

	<ul style="list-style-type: none"> ✓ İlanələrinin miqdarından asılı olmayaraq hamının ümumi işə töhfə verməsini təmin edir ✓ Kiçik məbləğləri effektiv idarə olunmasını təmin edir 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Stabil gəlir mexanizmi yoxdur ○ Yalnız kiçikmiqyaslı layihələri icra etməyə kömək edir
Xarici şirkətlərin birbaşa investisiyaları	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Böyük miqdarda vəsait tələb edən layihələrin reallaşdırılması ✓ Əhalinin əmanətlərinə qənaət ✓ Dövlət büdcəsinə qənaət ✓ Xarici təcrübənin öyrənilməsi ✓ Elmi-texnoloji yenilik ✓ İqtisadi rəqabətliyi artırması 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Bərpa edilən regiondan gələn mənfəətin və təbii sərvətlərin bir hissəsinin ölkədən kənara axması ○ Gələcəkdə ölkədən kənara kapital axını ○ Yerli sahibkarların bazardan (rəqabətdən) çıxması ○ Sosial layihələrə diqqətin ayrılmaması
Vençur investorlar	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Riskli layihələrin icrasının mümkünlüyü ✓ Gənc sahibkarların və startapların inkişafı ✓ Böyük məbləğli vəsaitin texnoloji startaplara axması 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Mənfəətin gec əldə edilməsi ○ Azərbaycanın maliyyə sistemi üçün əlavə risk ○ Dövlət üçün əlavə xərc
Angel investorlar	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Riskli layihələrin icrasının mümkünlüyü ✓ Gənc sahibkarların və startapların inkişafı 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Vəsaitin və təcrübənin məhdudluğu ○ Azərbaycanın maliyyə sistemi üçün əlavə risk
Xarici kreditlər	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Böyük regional layihələrin maliyyələşdirilməsi imkanları ✓ Bəzi hallarda aşağı faizlə əldə edilməsi 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Valyuta riski ○ Faiz riski ○ Dövlət büdcəsinə gələcək yük
Xaricdə istiqraz emissiyası	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Böyük regional layihələrin maliyyələşdirilməsi imkanları ✓ Bəzi hallarda aşağı faizlə əldə edilməsi 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Valyuta riski ○ Faiz riski ○ Dövlət büdcəsinə gələcək yük
Dövlət Neft Fondunun vəsaiti	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Hazır vəsaitin əlavə xərc olmadan istifadəsi ✓ Sosial layihələrdə istifadə təcrübəsinin bolluğu ✓ Dövlət büdcəsinə qənaət 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Mövcud imkanlarla məhdud məbləğ təmin edilə bilər ○ Dövlət büdcəsi tərəfindən həddindən artıq istifadə edilməsi ○ Neft qiymətlərinə qarşı həssas olması
Daxili borc istiqrazı emissiyası	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Böyük miqdarda vəsaitin cəlb edilməsi imkanı ✓ Ucuz başa gəlməsi 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Əlavə marketing xərcləri

	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Dövlətin bərpa edilən regionda yerli sahibkarlıq və texnoloji stataplara dəstək imkanı ✓ Gələcəkdə yeni istiqrazlar vasitəsilə köhnə öhdəliklərin maliyyələşdirilməsi imkanı ✓ Fond bazarında aktivliyin artırılması 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Fond bazarında dövlət istiqrazlarının dominantlığının artması ○ Dövlət təcrübəsinin məhdudluğu ○ Valyuta, inflyasiya və faiz risklərinin əhaliyə ötürülməsi ○ Xarici valyutanın cəlb edilməsinin çətinliyi
--	--	---

Mənbə: Araşdırmadan əldə olunan məlumatlar əsasında müəllifin ümumiləşdirməsi

Cədvəl 5-dən aydın görünür ki, heç bir maliyyələşmə mənbəyi qüsursuz deyil və gələcək dövr üçün və ya cari dövrdə müəyyən çatışmayan cəhətləri var. Bu çatışmayan cəhətlərin kompensasiya edilməsi üçün maliyyələşmə mənbələrinin divesifikasiyası həyata keçirilməlidir. Yuxarı da qeyd edildiyi kimi, bərpa proseslərində kraudfanding, xarici investisiyalar, Dövlət Neft Fondunun vəsaiti, xarici qrant və maddi yardımlardan istifadə olunur. Halbuki, görünən odur ki, əlavə vəsaitə ehtiyac duyulur. Borc istiqrazlarının daxili emissiyası isə əlavə vəsaitlərin cəlb edilməsi və mövcud maliyyələşmə mənbələrinin diqqətindən kənar qalan hissələrini əhatə etmək üçün ən əlverişli üsuldur. Xarici investisiyaların əsas mənfə cəhəti olan yerli sahibkarların rəqabətdən kənar qalması borc istiqrazlarının emissiyası ilə aradan qaldırıla bilər. Emissiyalardan cəlb edilən milli valyutanın sahibkarların subsidiyalaşdırılmasına yönəldilməsi ilə kənd təsərrüfatında xarici şirkətlərlə yerli sahibkarların rəqabətli mühitini yaratmaq mümkündür. Texnoloji sahədə isə yüksək riskli texno-startapların maliyyələşdirilməsi lazımdır ki, burada dövlət borc istiqrazlarının emissiyası vasitəsilə mövcud maliyyə sektoruna riskli investisiyalar üçün dəstək verə və ya birbaşa özü vençur investor funksiyasını yerinə yetirə bilər. Lakin bazara minimum müdaxilə ilə bu işin özəl maliyyə sektoru vasitəsilə həyata keçirilməsi borc istiqrazlarının daxili emissiyasından daxil olan vəsaitlərə qənaət etməyə şərait yaradır. Buna görə də startapların və, xüsusilə də, texnoloji startapların özəl maliyyə sektorunda

maliyyələşdirilməsi borc istiqrazlarının emissiyasından gələn gəlir vasitəsilə təşviq edilməlidir.

Xarici valyutaya tələbin artdığı zamanlarda xarici valyutada (əsasən ABŞ dollarında) borc istiqrazlarının emissiyası mümkündür. Lakin neft qiymətlərinin artdığı şəraitdə Azərbaycan xarici valyuta tələbini Dövlət Neft Fondu vasitəsilə qarşılaya bilər. Dünya birjalarında neft qiymətlərinin azaldığı şəraitdə isə xarici valyutada, o cümlədən xarici dövlətlərdə dövlət istiqrazlarının satışı valyuta risklərini kəskin artırır. Buna görə də xarici valyutada istiqrazların emissiyası daha çox yüksək gəlirli sahələrə yönəldilməlidir. Buna misal olaraq Qarabağ və Şərqi Zəngəzur iqtisadi rayonlarında yerləşən təbii sərvət yataqlarının işlənməsinin maliyyələşdirilməsini misal göstərmək olar. Kəlbəcər (Zod) və Zəngilan (Vejnəli) rayonları ərazisindəki qızıl yataqlarının istismarına xarici şirkətlər cəlb edilsə də, yataqlara dövlət investisiyasının cəlb edilməsi ehtiyacının xarici valyutada istiqraz emissiyası ilə həyata keçirmək mümkündür (Rəşid L., 2020: s. 9). Ekoloji layihələr üçün isə beynəlxalq təcrübədə tətbiq edilən yaşıl istiqrazlardan istifadə etmək mümkündür. Bu tipli istiqrazlar milli və ya xarici valyutada emissiya edilir və ekoloji problemlərin həllinə istiqamətləndirilir. Növbəti hissədə bu barədə daha ətraflı məlumat veriləcək.

3.2. Borc istiqrazlarının xərclərinin qarşılanma perspektivləri

Borc istiqrazlarının bu fəslin əvvəlində qeyd olunan istiqamətlər üzrə maliyyələşmənin təmin edilməsində istifadəsi təbii olaraq sual doğurur. Bəs istiqrazların xərclərinin qarşılanması hansı forma və mexanizmlərlə mümkündür? Sualın cavabını tapmaq üçün xərclərin istiqamətinə dərinlən nəzər salmalıyıq. Əlbəttə ki, bərpa proseslərinin ilkin və ən vacib mərhələsi minalardan təmizlənmə, o cümlədən tikinti və infrastruktur layihələrin həyata keçirilməsidir. Bu istiqamətdə 2022-ci il dövlət büdcəsindən 2,2 milyard manat vəsait ayrılıb (https://static.president.az/upload/Files/2021/12/24/6b85iyjnsw_QANUN_YENI.pdf, 2022). Xarici

dövlətlər və qurumlar tərəfindən ayrılan maddi yardımlar isə əsasən minadan təmizlənmə fəaliyyətlərinə xərclənir. İnfrastruktur layihələrinə yerli özəl və dövlət şirkətləri də cəlb edilib. Yolların yenidən qurulması ilə “Azərbaycan Avtomobil Yolları” Dövlət Agentliyi (AAYDA), su xətlərinin bərpası ilə “Azərsu” ASC, rabitə-texnoloji avadanlıqların quraşdırılması ilə “Azercell”, “Bakcell”, “Nar”, enerji layihələrinin (SES, İES, enerji xətləri və s.) icrası ilə “Azərişiq” və “Azərenerji” ASC-lər və başqa digər layihələr ilə onlarla özəl və dövlət şirkətləri birgə səy göstərir. Bu proseslərin maliyyələşdirilməsi üçün həmən şirkətlər bərpa proseslərinə yönəlik korporativ istiqrazlar emissiya edə bilərlər. Dövlət şirkətlərinin gördükləri işlər nəticəsində əldə edəcəkləri gəlirlər (məs. enerji və ya su tarifi) istiqrazların maliyyələşdirilməsinə yönəldilə bilər. Lakin bunun üçün effektiv maliyyə nəzarəti qurulmalıdır. Bundan əlavə, Maliyyə Nazirliyi dövlət şirkətlərinin borcuna zəmin dursa da, şirkətlər borc öhdəliklərini özləri təmin edəcəyi müddətcə onlar daxili dövlət borcu hesab edilmir. Bu daha çox ABŞ-ın əvvəldə qeyd edilən agentlik istiqrazlarına bənzəyir. Nəticə etibarilə, dövlət şirkətlərində maliyyə nəzarəti və səmərəliliyi yüksək səviyyəyə çatdırılsa borc istiqrazları vasitəsilə bir çox borcu dövlət borcunu artırmadan vaxtında qarşılamaq mümkün olar. Kommersiya məqsədli layihələrə yönəlik borc istiqrazları isə (özəl sektorun korporativ istiqrazları) dövlət zəmanəti tələb etmir. Lakin, dövlət tərəfindən vergi yükünün azaldılması bu növ istiqrazlara tələbi artırır, bərpa prosesinin maliyyələşdirilməsini sürətləndirir və fond bazarında dövlət istiqrazları dominantlığını bir qədər yumşalda bilər.

Qeyri-kommersiya layihələrinin borc istiqrazları ilə maliyyələşdirilməsi (məsələn yolların salınması, yaşıllıq sahələrin artırılması, sosial rifahın artımına yönəlik layihələr və s.) gələcəkdə borc istiqrazlarının xərclərini birbaşa qarşılıdır. Buna görə borc istiqrazlarından gələn vəsaitin investisiya portfelini qurulmalıdır. Gəlirli investisiyalar, qeyri-kommersiya investisiyalarının xərclərini qarşılamaqda yardımçı olmalıdır. Bəzi qeyri-kommersiya layihələri isə dolayı yolla büdcə daxilolmalarını artıracaq. Buna sosial rifahın artırılmasına yönəlik layihələr daxildir. Bərpa edilən ərazilərdə əhalinin

özünüməşğulluq proqramının maliyyələşdirilməsi gələcəkdə yeni bizneslərin yaranmasına və vergi daxilolmalarının artımına gətirib çıxaracaq (Kindsfaterienė K. və Lukaševičius K., 2008: s. 70-77).

Yerlərdə layihələrin icrasının həyata keçirilməsi üçün bələdiyyə istiqrazlarından istifadə edilməsi səmərəli olar. 2-ci fəsildə qeyd edildiyi kimi bələdiyyə istiqrazlarının gəlirləri vergi yükündən azaddır və nəticədə daha çox maraq cəlb edir. Yerlərdə infrastrukturun bərpasına və ya sosial rifahın yaxşılaşdırılmasına yönəlik layihələr bələdiyyə istiqrazları ilə qarşılana, hətta ərazilərdə məskunlaşma olduqdan sonra isə gələcəkdə yığılan bələdiyyə vergiləri hesabına istiqrazların xərclərinin qarşılmasını həyata keçirmək mümkündür. Beləliklə, yerli səviyyədə dövlət büdcəsinə yük olmadan maliyyələşməni həm təmin edə, həm də xərcləri qarşılamaq mümkündür. Buna baxmayaraq, Azərbaycanada bələdiyyə vergilərinin səmərəliliyi ilə bağlı ciddi problemlər var. Bələdiyyə istiqrazlarının xərclərinin bələdiyyə vergilər vasitəsilə qarşılamaq üçün müvafiq icra hakimiyyəti orqanları bələdiyyələrdə vergi işinin təşkilini həyata keçirməlidirlər. Bu vəziyyətə həll olaraq bələdiyyə vergilərinin yığılması prosesinin Azərbaycan Respublikası İqtisadiyyat Nazirliyi yanında Dövlət Vergi Xidmətinə həvalə olmasını təklif etmək olar.

İşğaldan azad olunmuş ərazilərin təbii sərvətlərinin istismarının borc istiqrazları emissiyası ilə maliyyələşdirilməsi zamanı gələcək xərclərin qarşılamaq daha perspektivlidir. Burada olan zəngin qara və əlvan metalların mövcudluğu metallurgiya sənayesinin inkişafı üçün çox əhəmiyyətlidir. Lakin bu ərazidəki təbii sərvətlər əlvan və qara metallarla bitmir. Əhəngdaşı, çınqıl, mərmər kimi tikinti materialları, mineral sular və digər sərvətlər regionun inkişafında ciddi rol oynaya bilər (Abbasov C., 2005: s. 45-52). Cədvəl 6-da regionun vacib yataqlarının təsnifatı verilmişdir. Bu yataqların istismarından əldə olunan gəlirlə borc istiqrazlarının xərclərini qarşılamaq mümkündür. Hətta təbii ehtiyatların xarici birjalarda satışından əldə edilən gəlirlərlə xarici valyutada olan borc öhdəliklərini də qarşılamaq istisna deyil.

Cədvəl 6: Qarabağ və Şərqi Zəngəzur iqtisadi rayonlarının təbii sərvətləri

Yatağın adı	Yerləşdiyi ərazi	Zəngin olan təbii ehtiyat
Mehmana	Kəlbəcər rayonu	Qurğuşun, mis
Şorbulaq	Kəlbəcər rayonu	Civə
Zod	Kəlbəcər rayonu	Qızıl
Vejnəli	Zəngilan rayonu	Qızıl, mis
Qızılbulaq	Kəlbəcər rayonu	Qızıl
Narzanlı	Laçın rayonu	Civə
Qaşqaçay	Kəlbəcər rayonu	Filiz
Elbəyçay	Kəlbəcər rayonu	Filiz
Ağduzdağ	Kəlbəcər rayonu	Filiz
Şahbulaq	Ağdam rayonu	Əhəngdaşı
Güləblı	Ağdam rayonu	Üzlük daşı
Çəmənli	Ağdam rayonu	Gil
Dəmirli	Kəlbəcər rayonu	Mis
Canyataq-Gülyataq	Kəlbəcər rayonu	Mis

Mənbə: Abbasov C., 2005, kitab əsasında müəllifin ümumiləşdirməsi

Ərazinin zəngin təbiəti turizm biznesinin da inkişafına təkan verir. Borc istiqrazlarının xərclərinin qarşılınması bu istiqamət üzrə vergilərdən gələcək daxilolmalar hesabına da təmin oluna bilər. Zəngin təbiətin və rekreasiya imkanlarının bərpası üçün ilk növbədə ekoloji vəziyyət bərpa olunmalıdır. 30 il ərzində qırılan meşələrin, çirkləndirilən su hövzələrinin bərpası zəruridir. Qoruq və yasaqlıqlardakı bərpa prosesləri də diqqət mərkəzində olmalıdır. Bunun üçün yuxarıda bəhs edilən yaşıl istiqrazlar təcrübəsindən istifadə etmək olar. Yaşıl istiqraz ilk dəfə 2007-ci ildə Avropa İnvestisiya Bankı tərəfindən emissiya edilib və enerjinin səmərəli idarələnməsi layihələrinə yönəldilib. Daha sonra Dünya Bankı layihəyə qoşularaq istiqrazın əhatə dairəsini kənd təsərrüfatı, ekoloji təmiz nəqliyyat su menecmenti və tullantıların idarələnməsi layihələrinə qədər genişləndirib. 2008-ci ildə sadalanan aspektləri əhatə edən yaşıl istiqraz dövrüyyəyə buraxılıb. Hal-hazırda yaşıl istiqrazlar ekoloji-təmiz

layihələrin (ekoloji tarazlığın qorunması, təmiz şəhər, qənaətli enerji və s.) maliyyələşdirilməsi üçün istifadə olunur. İstiqrazların emissiyasında birinci yeri ABŞ tutur (20 milyard dollar). Lakin yaşıl istiqrazları təkcə dövlətlər deyil, özəl sektor da emissiya edə bilər. Belə olan halda istiqrazı emissiya edənlərə vergi güzəştləri və ya azadolmaları tətbiq edilir. Bu da bizneslər arasında yaşıl istiqrazları cəlbedici edir. Yaşıl istiqrazların alıcıları da dövlətlər tərəfindən edilən güzəştlərdən faydalanırlar. Dövlətlər də yaşıl istiqraz emissiya edərkən müəyyən imtiyazlar qazanırlar. Məsələn, 2017-ci ilin məlumatına görə Polşa yaşıl istiqraz emissiya edəndən sonra ölkəyə yatırım edən investorların 61 faizini ekoloji təmiz layihələrə yönələn investorlar təşkil edib. Halbuki, istiqrazın emissiyasından əvvəl Polşa ekoloji məsələlərə həssas investorların diqqətindən kənar qalmışdı (Hoinaru R., Benson C., Stănilă G. O. və başqaları, 2020). Beləliklə, yüksək texnoloji və elmi potensial tələb edən, habelə ekoloji inkişaf yönümlü layihələrə yaşıl istiqrazlar vasitəsilə vəsaitlərin cəlb edilməsi həm bu layihələrə xarici investorların diqqətini çəkmək baxımından, həm də bərpa prosesinin sürətləndirilməsi baxımından çox effektivdir. Kənd təsərrüfatı, turizm-rekreasiya, texnologiya, elm, müasir infrastruktur və digər sosial və ekoloji sayılıq tələb edən layihələrə yaşıl istiqrazlarla maliyyə vəsaitinin cəlb edilməsi onların səmərəli şəkildə xərclərinin qarşılanması da təmin olunmasına şərait yaradacaq. Çünki beynəlxalq kredit təşkilatları da bu cür layihələrə biganə yanaşmırlar. Yaşıl istiqrazlar yerli investorların da diqqətini çəkəcək. Dövlətin xüsusi imtiyazlar tanıdığı bu tip istiqrazlar investorların portfeli üçün yaxşı diversifikasiya imkanı açır. Yaşıl istiqrazlara beynəlxalq diqqətin artdığı bir vaxtda Azərbaycanın belə bir istiqraz emissiya etməsi həm də siyasi dividendlər gətirəcəkdir. Bu yolla dünya ictimaiyyətinin diqqətini Qarabağ həqiqətlərinə çəkmək mümkündür.

İstiqrazların xərclərinin qarşılanma mənbələrindən biri də yüngül sənayedir. İşğaldan əvvəl ərazidə baramaçılıq, pambıqçılıq və heyvandarlığın inkişafı ipək, pambıq və yun parça istehsalına təkan vermişdir. Tarixi ənənələrə dayanan xalçaçılıq da regionda bərpa edilməli sahələrdəndir. Beləliklə, kənd təsərrüfatının inkişafına

qoyulan investisiya yüngül sənayenin inkişafını sürətləndirəcək və borc istiqrazlarının xərclərinin qarşılmasına öz töhfəsini verəcəkdir. Borc istiqrazlarından toplanan vəsaitin özünüməşğulluq proqramına yönəldilməsi zamanı yüngül sənaye diqqətdə saxlanılmalıdır. Sosial layihələr nəticəsində yaranacaq kiçik bizneslər gələcəkdə istiqraz xərclərinin qarşılamaı üçün vergi daxilolmalarının artımını təmin edə bilər.

Əgər bütün yuxarıda sadalananları ümumiləşdirsək belə bir nəticəyə gələrik ki, Qarabağ və Şərqi Zəngəzur iqtisadi rayonlarının iqtisadi və ekoloji potensialı borc istiqrazları xərclərinin qarşılamaı üçün kifayət edir. Sadəcə istiqrazların emissiyasından yığılan vəsaitin idarəolunması ədalətli, şəffaf və operativ olmalı, o cümlədən maliyyə nəzarəti mexanizmləri düzgün tətbiq edilməlidir.

NƏTİCƏ VƏ TƏKLİFLƏR

Təhlil əsasında aşağıdakı nəticələr müəyyən edilmişdir:

- ✓ Azərbaycanda istiqrazların emissiyası üçün şərait olsa da, yeniliklərin tətbiqi və maliyyə savadlılığı ilə bağlı problemlər mövcuddur
- ✓ Azərbaycan maliyyə institutlarının proaktiv olması və yeniliklərə açıq olması zəruridir
- ✓ Beynəlxalq təcrübədə olan və ölkəmizdə tətbiq edilməli olan aspektlər mövcuddur
- ✓ İnsanların borc istiqrazlarına yönəlməsini təmin etmək üçün marketing imkanları nəzərdən keçirilməlidir
- ✓ Biznes mühitinin inkişafı və fond bazarlarında əməliyyatların artırılmasına ehtiyac var
- ✓ Bank sisteminin rəqabətliliyi təmin edilməlidir
- ✓ Sığorta sektorunda inkişafa ehtiyac var
- ✓ İstiqrazların cəlb edici olması üçün bazara yeni növ alətlərin buraxılması vacibdir
- ✓ Bərpa proseslərinin maliyyələşməsində fərqli sahələr üzrə fərqli istiqrazların tətbiqi mexanizmləri daha effektivdir.
- ✓ Borc istiqrazlarının digər maliyyələşmə növləri ilə birgə tətbiqi daha effektivdir
- ✓ Borc istiqrazlarının xərclərinin qarşılınması perspektivləri biznes mühitinin formalaşmasından asılıdır.

Yuxarıdakı nəticələrdən belə qənaətə gəlmək olar ki, borc istiqrazları azad edilmiş rayon və şəhərlərin bərpasında nə qədər vacib olsa da, onların tətbiqi digər faktorlardan ciddi şəkildə asılıdır. Bunlardan biri vergi siyasətidir. Borc istiqrazları ilə bağlı dünya təcrübəsindən də aydın olur ki, bələdiyyə istiqrazları kimi vergidən azad edilmiş alətlər bazarda cəlbediciliyi artırır. Əlavə dəyər vergisinin geri qaytarılması ilə kölgə iqtisadiyyatının həcmnin azaldılması kimi uğurlu yerli təcrübələr bu istiqamətdə də tətbiq edilsə borc istiqrazları daha uğulu olar. Daha bir faktor isə biznes mühiti ilə

bağlıdır. Startapların təşfiqi, sahibkarlığın inkişafı kimi addımlar azad edilmiş bölgələrdə iqtisadiyyatın canlanmasına və borc istiqrazlarının xərclərinin qarşılınmasına töhfə verir. Bu da birbaşa bizneslə bağlı dövlət siyasətinə dayanır. İstiqrazların valyutasını da nəzərdən keçirərək balanslaşdırılmış şəkildə istiqrazların xarici və yerli valyutada buraxılması zəruridir. Yüksək inflyasiya şəraitinə investorlar manat nominallı istiqrazlardan yan keçə bilər. Eyni zamanda manatın məzənnəsi riski ilə bağlı böyük məbləğdə xarici valyutada istiqrazların buraxılması özündə valyuta riskini ehtiva edir. Belə olan halda ABŞ təcrübəsində olduğu kimi yerli valyutada, lakin gəlirləri inflyasiyaya indeksləşdirilən valyutaların emissiyası vəziyyətdən çıxış yoludur.

Ekoloji, yenilikçi-innovativ tədbirlərin, qismən də tarixi abidələrin bərpasının maliyyələşdirilməsi isə daha çox qeyri-ənənəvi istiqrazlarla həyata keçirilməlidir. Tədqiqat zamanı məlum olmuşdur ki, yaşıl istiqrazların emissiyası ilə beynəlxalq arenada ölkəmizin ekoloji terrora məruz qaldığını göstərmək və daha çox diqqət qazanaraq iqlim dəyişikliyinə həssas investorların bərpa işlərinə kütləvi surətdə cəlb edilməsinə nail olmaq mümkündür. Bundan əlavə innovasiyaların tətbiqi sahəsində xarici investorların vacibliyini nəzərə alsaq yaşıl istiqrazlar unikal vasitədir. Lakin bu sahədə birbaşa xarici investisiyaların da payının yüksək olduğunu nəzərə alsaq, yuxarıda qeyd edilən müxtlif maliyyələşmə mənbələrinin istiqrazlarla bərabər tətbiqinin əhəmiyyətini görürük. Bunu nəzərə alaraq onu da qeyd etmək lazımdır ki, sosial layihələrin əsasən Neft Fondu vəsaitləri ilə həyata keçirilməsini borc istiqrazlarından gələn gəlirlə azaltmaq və onsuz da çox olan Fond xərclərinə qənaət etmək olar.

Ümumilikdə nəzərə almaq vacibdir ki, borc istiqrazlarının xərclərinin qarşılınması bərpa olunan regionun iqtisadiyyatının inkişaf tempinə bağlıdır. Düzgün dövlət strategiyası ilə maliyyə vəsaitlərinin effektiv xərclənməsi müxtəlif sektorlar üzrə dövlətin gəlirlərinin kəskin artımına və istiqrazların xərclərinin asanlıqla qarşılınmasına şərait yaradacaq. Belə olan halda dövlət maliyyə nəzarəti

mexanizlərinin inkişafına zərurət yaranır. Maliyyə nəzarətinin düzgün inkişaf etdirilməsi, dövlətdən ayrılan vəsaitin effektiv xərclənməsini təmin edir. Korrupsiya və səmərəsiz layihələrə yönələn xərclər borc istiqrazları ilə maliyyələşmənin birbaşa uğursuzluğuna səbəb olan faktorlardır. Xərclərin qarşılmasının düzgün planlaşdırılmaması neftdən asılı olan iqtisadiyyat üçün böyük risk təşkil edir, o cümlədən gələcəkdə istiqrazlar üzrə defoltu istisna etmir.

İSTİFADƏ OLUNMUŞ ƏDƏBİYYAT SİYAHISI

Azərbaycan dilində

1. Abbasov A., (2007), Qiymətli Kağızlar və Onlarla Əməliyyatlar, Bakı, “İqtisad Universiteti”, 166 səh.
2. Abbasov C., (2005), Azərbaycan Respublikasının İqtisadi və Sosial Coğrafiyası, Bakı, AzTU-nun mətbəəsi, 151 səh.
3. Bağırov Orxan, (mart, 2020), “Azad edilmiş ərazilərdə bərpa prosesinin əsas istiqamətləri”, Beynəlxalq Münasibətlərin Təhlili Mərkəzi, 9 səh., <https://aircenter.az/uploads/files/orxan%20tehlil%20mart.pdf>.
4. Həsənov Əli, “Azərbaycanda fond bazarlarının problemləri və inkişaf perspektivləri”, Geostrategiya beynəlxalq elmi-nəzəri jurnal, № 2 (68), 2022, s. 94-97.
5. Leyla Rəşid, (9.12.2020), “İşğaldan azad edilmiş rayonların iqtisadi potensialı və inkişaf perspektivləri”, Xalq qəzeti, səh. 9.
6. Yaqub Mahmudov (baş redaktor), (2004), “Azərbaycan Xalq Cümhuriyyəti Ensiklopediyası”, 1-ci cild, Bakı, “Lider Nəşriyyatı”, 440 səh.

İngilis dilində

1. Adams Robin J.C. and Nikšaitė Vaida, “Ethnic fundraising in America and the Irish and Lithuanian wars of independence, 1918–1923”, Historical Journal, 2022, vol 65, p. 707-729.
2. Addison Tony, Le Billion Philippe, Murshed Mansoob, “Finance in Conflict and Reconstruction”, Journal of International Development, 2001, vol.13, p. 951-964.
3. Aristei David and Gallo Manuela, “Financial knowledge, confidence, and sustainable financial behavior”, Sustainability (Switzerland), 2021, № 13(19).

4. Babu S. Harish, “SWOT analysis for opening of FDI in Indian retailing”, *European Journal of Business and Management*, 2012, № 4(3), p. 55-65.
5. Bodie Z., Kane A., Marcus J.A., (2014), *Investments – 10th edition*, New York, “McGraw-Hill Education”, 1080 p.
6. Dibrova Alina, “Business Angel Investments: Risks and Opportunities”. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 2015, № 207, p. 280–289.
7. Donelli Carolina, Mozzoni Isabella, Badia Francesco, and Fanelli Simone, “Financing Sustainability in the Arts Sector: The Case of the Art Bonus Public Crowdfunding Campaign in Italy”, *Sustainability (Switzerland)*, 2022, № 14(3), 1641.
8. Flandreau Marc and Juan Flores H., “Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820-1830”, *Journal of Economic History*, 2009, № 69(3), p. 646–684.
9. Haislip A., (2011), *Essentials of Venture Capital*, Hoboken, New Jersey, “John Wiley & Sons, Inc”, 338 p.
10. Hoinaru Răzvan, Benson Cedine, Stănilă Georgiana Oana, Dorbe Florin, Buda Daniel, “Green Bonds: Between economic incentives and eco-change”, *Proceedings of the International Conference on Business Excellence*, 2020, vol. 14, iss. 1, p. 236 – 245.
11. Howard Beebe, “Municipal Bonds as Popular Investments”, *National Civic Review*, 1915, vol. 4, iss. 2, p. 245-253.
12. Kindsfaterienė Kristina, Lukaševičius Kazys, “The Impact of the Tax System on Business Environment”, *Engineering Economics Journal*, 2008, № 57(2), p. 70-77.
13. Linehan E. J., (1991), *A History of the United States Savings Bonds Program*, Washington, “U.S. Savings Bonds Division Department of the Treasury”, 64 p.
14. Luo Huiying, Liu Xiaohui, Wu Aiqi, and Zhong Xiaotong, “Is it possible to escape? Local protectionism and outward foreign direct investment by Chinese

- privately-owned enterprises”. *Asia Pacific Journal of Management*, 2021, № 38(4), p. 1499–1524.
15. Mishkin F.S., Matthews K., Guiliodori M., (2013), *The economics of money, banking and financial markets - European edition*, Barcelona, “Pearson”, 625 p.
 16. Pop Cornelia, “The Financial Crisis of 2007 – 2008 a Review of The Timeline and of Its Causes”, *Journal Studia Universitatis Babes-Bolyai Negotia*, 2009, iss. 2, p. 55-74.
 17. Sander Priit and Kõomägi Margus “The Allocation of Control Rights in Financing Private Companies: Views of Estonian Private Equity and Venture Capitalists”, *TRAMES: A Journal of the Humanities & Social Sciences*, 2007, vol 11, iss. 2, p. 189–205.
 18. Singla Akheil, Shumberger Jason, and Swindell David, “Paying for infrastructure in the post-recession era: Exploring the use of alternative funding and financing tools.” *Journal of Urban Affairs*, 2021, № 43(4), p. 526–548.
 19. Streib Gordon, “Idealism and War Bonds: Comparative Study of the Two World Wars”, *The Public Opinion Quarterly*, 1948, vol.12, p. 272-279.
 20. Turner Arthur, “British holdings of French war bonds: an aspect of Anglo-French relations during the 1920s”, *Financial History Review*, 2008, vol.3, p. 153-174.
 21. Zhou Sha, Ma Tao and Liu Zheng, “Crowdfunding as a screener for collective investment”. *Electronic Commerce Research*, 2021, № 21(1), p. 195–221.

Rus dilinda

1. Немогай Виталий, «Государственные ценные бумаги послевоенного времени», *Банкаўскі веснік - Информационно-аналитический и научно-практический журнал Национального банка Республики Беларусь*, 2015, номер 625, стр. 70-71.
2. Твердюкова Елена, (19 июня 2018), «Финансовая удавка. Добровольные займы в СССР», *Российское историческое общество*,

<https://historyrussia.org/tsekh-istorikov/finansovaya-udavka-dobrovolnye-zajmy-v-sssr.html>).

3. Толмачева Ольга В., «Исторический опыт выпуска государственных бумаг России», Известия Уральского государственного университета, 2011, сер. 3, номер 94, стр. 103-114.

Internet resurslari

1. <http://www.e-qanun.az/framework/5309>, 2022
2. <http://www.e-qanun.az/framework/8422>, 2022
3. <http://www.e-qanun.az/framework/12111>, 2022
4. <https://www.cbar.az/law-81/decision-no-422>, 2022
5. <https://www.bfb.az/az/dovlet-qiymetli-kagizlari-ve-merkezi-bank-notlari>, 2022
6. <http://www.maliyye.gov.az/static/114/xarici-dovlet-borcu-barede-melumat>, 2022
7. <https://uploads.cbar.az/assets/09b4f707806fa2f47d4af81b8.xlsx>, 2022
8. <https://www.oilfund.az/report-and-statistics/recent-figures>, 2022
9. <https://www.oilfund.az/fund/documents/fund-budget/75>, 2022
10. https://static.president.az/upload/Files/2021/12/24/6b85iynjsw_QANUN_YENI.pdf, 2022
11. <https://www.fitchratings.com/search/?query=azerbaijan>, 2022
12. <https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/economic-policy/economic-policy/id418083/>, 2022
13. <https://www.bfb.az/az/view-file/2021-illik-hesabat.pdf>, 2022
14. <https://uploads.cbar.az/assets/d701bfa769e508299fbf2354c.pdf>, 2022
15. <https://uploads.cbar.az/assets/3d4395ca54fd67f0c08367fe4.xlsx>, 2022
16. <https://uploads.cbar.az/assets/7fa5ba275fdce597384ae2b3e.xlsx>, 2022
17. https://gflec.org/wp-content/uploads/2015/11/Finlit_paper_16_F2_singles.pdf, 2022

18. https://sai.gov.az/files/REY_ICRA-2015.pdf, 2022
19. <https://az.usembassy.gov/az/anama-us/>, 2021
20. [https://static.president.az/upload/Files/2018/08/27/22481n7cgb DOVLET BORCU STRATEQ YA .pdf](https://static.president.az/upload/Files/2018/08/27/22481n7cgb_DOVLET_BORCU_STRATEQ_YA.pdf), 2021
21. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US>, 2021
22. <https://uploads.cbar.az/assets/09b4f707806fa2f47d4af81b8.xlsx>, 2021
23. <https://www.bfb.az/az/view-file/illik-hesabat.pdf>, 2021

Cədvəllərin siyahısı

Cədvəl 1: SSRİ uduşlu istiqrazları siyahısı (1941-1957).....	20
Cədvəl 2: Xarici investisiyanın GZİT analizi.....	51
Cədvəl 3: Xarici və daxili dövlət borcunun ümumi dövlət borcunda payı	54
Cədvəl 4: ARDNF-in cari ilə qədər olmuş xərclərinin istiqaməti.....	58
Cədvəl 5: Müxtəlif maliyyələşmə mexanizmlərinin müqayisəli xərc-gəlir təhlili.....	59
Cədvəl 6: Qarabağ və Şərqi Zəngəzur iqtisadi rayonlarının təbii sərvətləri.....	65

Şəkillərin siyahısı

Şəkil 1: Azərbaycan Xalq Cümhuriyyəti dövründə buraxılmış bələdiyyə istiqrazı.....	30
Şəkil 2: 1993-cü ildə buraxılmış 250 manatlıq dövlət istiqrazı.....	32

Qrafiklərin siyahısı

Qrafik 1: Gəlir əyrisi	26
Qrafik 2: Tərs gəlir əyrisi	27
Qrafik 3: BFB-də ticarət dövriyyəsi.....	36
Qrafik 4: Ümumi əməliyyatların həcmi görə top 3 birja üzvü.....	37
Qrafik 5: Xarici və daxili borcun ÜDM və qeyri-neft ÜDM-ə nisbəti.....	56