

**AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ**  
**XƏZƏR UNİVERSİTETİ**

**Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın fiskal siyasətdə rolu**  
**(Azərbaycanın borclanması təmsalında) mövzusunda**

**DİSSERTASIYA İŞİ**

**Tələbə :** Məmməd zadə Toğrul Firuddin oğlu  
**MBA - Maliyyə, 2-ci kurs**

**Elmi rəhbər:** Fəlsəfə elmləri doktoru, professor İncilab Əhmədov



Bakı - 2022

## Mündəricat

Təşəkkürnamə.....	3
Giriş.....	4
FƏSİL 1. DÖVLƏT BORCLANMASININ MAHIYYƏTİ VƏ YARANMA SƏBƏBLƏRİ.....	8
1.1. Dövlət borclanmasının mahiyyəti.....	8
1.2. Dövlət borclanmasının yaranma səbəbləri.....	21
1.3. Dövlət borclanmasının idarə edilməsi.....	23
FƏSİL 2. DÖVLƏTİN ƏSAS BORCLANMA MEXANİZMİ KİMİ DÖVLƏT İSTİQRAZLARI.....	29
2.1. Dövlət İstiqrazları anlayışı və onun mahiyyəti.....	29
2.2. Dövlət İstiqrazlarının emissiyası və tədavülü.....	33
2.3. İnkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatda dövlət istiqrazlarının fiskal siyasətə təsirinin araşdırılması.....	42
FƏSİL 3. DÖVLƏT BORCLANMASININ İDARƏ EDİLMƏSİ VƏ FİSKAL SİYASƏT.....	49
3.1. Qlobal borc problemi və milli iqtisadiyyatlar üçün risklər.....	49
3.2. Dövlət borclanmasının artımının fiskal siyasətə təsiri.....	61
3.3. Azərbaycanın dövlət borcları və onların idarə edilməsi.....	67
NƏTİCƏ.....	81
ƏDƏBİYYAT.....	84

## **Təşəkkürnamə**

İlk öncə diplom işimi hazırladığım müddətdə dəstəyi və rəhbərliyi üçün elmi rəhbərim – fəlsəfə elmləri doktoru, professor İncilab Əhmədov - müəllimə öz təşəkkürümü bildirirəm.

Bu müddətdə göstərdiyi yardımı üçün biz tələbələrə daim dəstək olmuş universitetin rəhbərliyinə və bütün müəllimlərimə xüsusilə minnətdarlığımı bildirirəm. Göstərmiş olduğunuz köməklərə görə çox sağ olun.

## Giriş

Mövzunun aktuallığı. Hər bir dövlətin sistemində makroiqtisadi səviyyədə dövlət borcu mühüm rol oynayır. Bunu onunla izah etmək olar ki, dövlət borcunun formalaşması, ona xidmət göstərilməsi və ödənilməsi ilə bağlı münasibətlər iqtisadiyyatın müxtəlif kateqoriyalarının vəziyyətinə, məsələn, dövlət maliyyəsi, pul dövriyyəsi, iqtisadiyyatda investisiya mühiti, istehlak normaları, sərvətlər, dövlət borcları, pul dövriyyəsi və s. kateqoriyalara təsir edir. Gəlir və xərclər arasında tarazlığı təmin etməyən dövlət siyasətinin aparılması dövlət borcunun yaranmasının səbəblərindən biri ola bilər. Dünya təcrübəsi göstərir ki, bir çox dövlətlər büdcə xərclərini maliyyələşdirmək üçün borc vəsaitlərindən geniş istifadə edirlər. Eyni zamanda alimlər qeyd ediblər ki, tarixən dövlətin daxili və xarici borclanması prosesi dövlət büdcəsinin kəsiri ilə bağlı olub.

Dövlət borcunun artmasında 2 əsas təhlükə var:

- 1) dövlətin kreditorlardan asılı vəziyyətə düşmə ehtimalı;
- 2) borc yükünün artması təhlükəsi.

Dövlət borcunun artması nəticəsində dövlətin üzləşə biləcəyi problemlərin qarşısını almaq üçün dövlət borcunu düzgün və səmərəli idarə etmək lazımdır. Dövlət borcunun idarə edilməsi 3 mərhələyə bölünə bilən bir prosesdir:

- 1 - maliyyə resurslarını cəlb etmək üçün dövlət istiqrazlarının yerləşdirilməsi;
- 2 - dövlət borcunun ödənilməsi,
- 3 - dövlət borcuna xidmət xərclərinin çəkilməsi.

Azərbaycanda dövlət borcunun hazırkı səviyyəsi nisbətən aşağı risk qrupuna daxil edilə bilər. Beləki, borcun ümumi milli gəlirə nisbəti Azərbaycanda bir çox ölkələrlə müqayisədə daha yaxşı hesab edilə bilər.

2021-ci ildə Azərbaycan dünya təcrübəsinə uyğun olaraq dövlət büdcəsinin həcmi genişləndirirmişdir, 19-cu əsrdə inkişaf etmiş ölkələrdə dövlət xərcləri ÜDM-in 8 faizini təşkil etsə də, hazırda bu rəqəm 40%-ə çatmaqdadır. Azərbaycanda 2021-ci il ərzində dövlət xərclərinin ÜDM-də payı 37,7 faiz

olmuşdur. Bununla bağlı Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankının inkişaf etməkdə olan ölkələr haqqında hesabatında “dövlət geri qayıdır” ifadəsi işlənmişdir.

2021-ci il üzrə dövlət büdcəsinin qarşısında duran ən vacib məqsəd "Vətən müharibəsi" sonrası ölkədə müdafiənin və təhlükəsizliyin gücləndirilməsi, işğaldan azad olunan ərazilərin reintegrasiyası, iqtisadi artımın bərpası və əhalinin sosial rifahının təşkili olmuşdur. Buna əsasən də 2021-ci ildə dövlət xərcləri 28,5 milyard manat olmaqla, 2019-cu ilə münasibətdə 16,9 faiz, 2020-ci ilə münasibətdə isə 5,9 faiz çox olmuşdur.

2021-ci ildə dövlət büdcəsində qeyri-neft sektorundan gəlirlərin artım tempi 15 faiz olmuşdur. Bu gəlirlərin 7,6 faizini və ya 880 milyon manatını dövlət borclanması və zəmanəti üzrə öhdəliklərin Təminat Fondundan transfert, 2,1 faizini və ya 250 milyon manatını Mərkəzi Bankın mənfəətindən ayırmalar təşkil etmişdir. <sup>1</sup>

Problemin öyrənilmə səviyyəsi: Hazırda Azərbaycanda dövlət borcunun ÜDM-ə nisbəti 23,3 faiz təşkil etməklə, strategiyada nəzərdə tutulandan – 30 faizdən aşağıdır.

Beynəlxalq Valyuta Fondunun “fiskal fəza romb”una uyğun olaraq Azərbaycan gələcəkdə xərclərin səmərəliliyinin artırılması və gəlirlərin mobilizasiyası istiqamətində getməklə “fiskal fəza”dan daha yaxşı istifadə edə bilər. Fiskal genişlənmə və yumşaq monetar siyasət, həmçinin əlverişli biznes mühiti və təşviqlər hesabına ölkəyə sərmayə cəlbi stimullaşdırılmalıdır.

Son dövrlərdə dünya iqtisadiyyatında baş verən global maliyyə-iqtisadi böhran, dünya valyutalarının qeyri-sabitliyi, enerji qiymətlərindəki dalğalanmalar Azərbaycan hökuməti qarşısında xarici borcların idarə edilməsinin səmərəliliyinin artırılması məsələsini qoyur. Məlum olduğu kimi, Azərbaycan valyuta gəlirlərinin əsas hissəsini enerji resurslarının ixracından əldə edir və neft

---

<sup>1</sup> Azərbaycan Respublikası İqtisadi İslahatların Təhlili və Kommunikasiya Mərkəzinin rəsmi internet sahifəsi, 2022, <https://ereforms.gov.az/az/media/xeberler/vu-sal-qasimli-2021-ci-ilin-do-vlet-bu-dcesi-iqtisadi-artimi-berpa-edecekdir-7>.

ixracından əldə edilən gəlirlərin azalması ölkə hökumətinin xarici kreditləri cəlb etməsinin səbəblərindən birinə çevrilə bilər.

Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri: Bu işin məqsədi “dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın fiskal siyasətə nə dərəcədə təsir etməsi”, “dövlət istiqrazlarının borclanmadakı əhəmiyyəti və mahiyyətinin nədən ibarət olması”, “Azərbaycanın fiskal siyasətində dövlət borclanmasının necə idarə edilməsi və risk faktorlarının nə dərəcədə olması” suallarını araşdırmaqdan ibarətdir.

Tədqiqatın obyektı Azərbaycan Respublikasının dövlət istiqrazları hesabına borclanması və dövlətin fiskal siyasətidir. Tədqiqatın predmeti isə dövlət borcunun idarə edilməsindən yaranan maliyyə-iqtisadi münasibətlərdir.

Tədqiqatın nəzəri və metodoloji əsasını iqtisadi nəzəriyyənin müddəaları, bu sahədə iqtisadi və sosial prosesləri tənzimləyən qanunvericilik və normativ hüquqi aktlar təşkil etmişdir.

Dissertasiya işinin elmi yeniliyi olaraq, analizlərin aparılması ilə ölkəmizdə dövlət istiqrazları hesabına borclanma və fiskal dayanıqlılığın təsir mexanizmi öyrənilmiş, asılılıq dərəcəsinin səviyyəsi aydınlaşdırılmış və bununla da, tətbiq olunan fiskal siyasətin istiqamətləri dəyərləndirilmişdir. Buradan əldə edilən nəticələr iqtisadi proseslərin gedişində dövlət borcunun rolunu dəyərləndirməyə əsas verir.

Dolayısıyla da, fiskal dayanıqlılıqla bağlı təhlükələrin qiymətləndirilməsi və qarşısının alınması yolunda qərarların verilməsində önəmli yer tutur. Eyni zamanda, tədqiqat işində Azərbaycan Respublikasının dövlət borcunun idarə edilməsində maliyyə nəzarətinin təkmilləşdirilməsi yolları nəzərdən keçirilmişdir.

İşin praktiki əhəmiyyəti ondan ibarətdir ki, aparılan tədqiqatların nəticələri gələcəkdə dövlət borcunun səmərəli idarə olunmasının təşkilində istifadə edilə bilər.

Tədqiqat işinin strukturu giriş, 3 bölmə, nəticə və ədəbiyyat siyahısından ibarətdir.

**FƏSİL 1. DÖVLƏT BORCLANMASININ MAHİYYƏTİ VƏ YARANMA  
SƏBƏBLƏRİ**

## 1.1. Dövlət borclanmasının mahiyyəti

Müasir iqtisadiyyat borc üzərində qurulmuşdur, çünki əksər ölkələrin cari balansı maliyyələşdirmək, dövlət büdcəsinin kəsirini ödəmək, sosial-iqtisadi islahatlar aparmaq və borc öhdəliklərini yerinə yetirmək üçün kifayət qədər öz resursları yoxdur.

Beynəlxalq təcrübədə xarici maliyyə resursları, bir qayda olaraq, dövlət tərəfindən ölkə iqtisadiyyatının inkişafı üçün əlavə mənbələr kimi istifadə olunur. Ümumiyyətlə, xarici borc xarici kredit vəsaitlərinin daxil olduğu yerdən - xaricdən və ya borcalanın ölkəsindən asılı olmayaraq istənilən valyutada qeyri-rezidentlərə olan borc məbləğidir. Borcun dəyəri ilə borcun səviyyəsi arasındakı bu əlaqə sadəcə kiçik bir narahatlıq deyildir. Bunun yüksək borcu olan ölkələr üçün, xüsusən də hər bir hökumətin öz borcuna görə fərdi olaraq cavabdeh olduğu Avro bölgəsindəki yüksək borc ölkələri üçün dərin təsirləri vardır.

Dövlət borclarının müxtəlif formaları və növləri var. Bunlar aşağıdakılardır:<sup>2</sup>

- 1) Daxili dövlət borcu: verilmiş və ödənilməmiş daxili dövlət kreditləri hesabına;
- 2) Xarici dövlət borcu: ölkənin müəyyən tarixə xarici kreditlərə münasibətdə maliyyə öhdəlikləri;

Xarici dövlət borcu aşağıdakı borclardan ibarətdir:

- 1) beynəlxalq inkişaf təşkilatları tərəfindən maliyyələşən;
- 2) xarici idarəetmə institutları tərəfindən maliyyələşən;
- 3) digər xarici borclar;
- 4) qiymətləndirmələrdəki fərqlərlə bağlı düzəlişlər.

Daxili borc isə aşağıdakı borclardan ibarət ola bilər:

- 1) ümumi dövlət sektorunun sahələri tərəfindən maliyyələşən;
- 2) pul-kredit tənzimlənməsi orqanları tərəfindən maliyyələşən;

---

<sup>2</sup> Voronin, Yu.V. Dövlət borcunun idarə edilməsi / Yu. V. Voronin, V. A. Kabaşkin // İqtisadçı. 2006. - №1. səh 58 - 67.



- 3) depozit bankları tərəfindən maliyyələşən;
- 4) digər daxili borclar;
- 5) xərclər smetasında fərqlərlə bağlı düzəlişlər.

Dövlət borclanması zamanı aşağıdakı halları nəzərə almaq məqsədəuyğundur:<sup>3</sup>

- 1) Borcların iqtisadiyyata təsiri;
- 2) Borca görə çəkiləcək xərclər;
- 3) Borclanmada gizli risk.

Dövlət borcunun göstəricilərini təhlil edərkən onların dəyəri Beynəlxalq Valyuta Fondu və Dünya Bankı tərəfindən təsdiqlənmiş Maastricht Müqaviləsindəki rəqəmlərlə müayisə olunur. Bu limit həddi aşılıqda dövlət borcu həmin dövlət üçün təhlükəli bir hal alır. Bu limit həddləri aşağıdakı kimidir:

Cədvəl 1.

#### Dövlət borcunun qəbul edilən səviyyəsinin qiymətləndirilməsi

Meyarlar	Meyarların izahı	Qəbul edilən limitlər
Dövlət borcu və ÜDM nisbəti	Ölkənin iqtisadi dayanıqlılıq səviyyəsini təmin edir.	<60% ÜDM (Maastricht anlaşması meyarı)
Xarici borc və ÜDM nisbəti	Ölkənin borclarını geri qaytarma potensialını dəyərləndirir.	≤30% (BVF)
Dövlət borcları üçün ödənilmiş faizlər və hökumət xərcləri nisbəti	Ölkənin borc yükünü dəyərləndirir.	≤10% (BVF)
Büdcə defisiti və ÜDM nisbəti, %	Ölkənin maliyyə vəziyyətini dəyərləndirir.	>3% (Maastricht anlaşması meyarı)

Yüksək dövlət borclanması daha yüksək risklərə səbəb olduğu məlumdur. Beynəlxalq Maliyyə Fondunun göstəricilərinə əsasən qeyd edə bilərik ki, borc müəyyən həddi keçdikdə, dövlət borcunun risk dərəcəsi borc səviyyəsi ilə mütənasib olaraq (ÜDM-də faizlə) artır. Beynəlxalq Maliyyə Fondunun Borc

<sup>3</sup> Danilov, Y.A. Dövlət borc bazarları: dünya tendensiyaları / Y.A. Danilov - M.: MAKS Press, 2008.- 432 s.

Limitləri Siyasətinə əsasən Borcun ÜDM-ə nisbətinin 60%-dən yuxarı olan hər bir faiz artımı risk faktorunu artırır.

Borc Limitləri Siyasəti (DLP) Beynəlxalq Valyuta Fondunun dəstəklədiyi proqramlarda borc zəifliklərini aradan qaldırmaq üçün kəmiyyət şərtindən istifadə üçün çərçivəni müəyyən edir. 2020-ci ilin oktyabr ayında İdarə Heyəti 30 iyun 2021-ci il tarixində qüvvəyə minən DLP-də islahatları təsdiqlədi. Burada 2014-cü ildə təsdiq edilmiş əvvəlki DLP-də Borc Davamlılığı Təhlilləri əsasında borc şərtliyini təyin etmək üçün riskə əsaslanan yanaşma saxlanılmışdır. İslahatların məqsədi ölkələrə praktikada daha çox maliyyə çevikliyi təmin etməkdir. Xüsusilə, Beynəlxalq Valyuta Fondunun dəstəklədiyi proqramlarda borc şərtinin nə vaxt təmin olunduğu və borc limitlərinin təyində ölkəyə xas halların necə nəzərə alınacağı da daxil olmaqla, DLP-ni əsaslandıran əsas prinsipləri təsvir edir.<sup>4</sup>

Borc şərtinin spesifikasiyası ölkəyə xas olan şəraiti müvafiq şəkildə əks etdirməlidir. Müvafiq amillərə dövlət sektorunun maliyyələşdirilməsinin tərkibi, Fond tərəfindən dəstəklənən proqramın məqsədləri, borc zəifliyinin miqyası və növü, ölkənin dövlət sektorunun mühasibat uçotu sistemi tərəfindən hazırlanan maliyyə məlumatlarının keyfiyyəti və vaxtında olması və üzvün digər makroiqtisadi şəraiti daxildir. Şəraitdən asılı olaraq və borc limitləri üzrə təlimatlara uyğun olaraq borc limitləri ümumi dövlət borcuna və ya dövlətin xarici borcuna görə müəyyən edilə bilər.

Beynəlxalq Valyuta Fondunun statistikasına əsasən illər üzrə Azərbaycanın xarici dövlət borcunun ÜDM-a faiz nisbəti aşağıdakı qrafikdə əks olunmuşdur. Qrafikə əsasən olan statistik rəqəmlər isə cədvəl 2-də verilmişdir.



Şəkil 1. Beynəlxalq Valyuta Fondunun statistikasına əsasən illər üzrə  
Azərbaycanın xarici dövlət borcunun ÜDM-a faiz nisbəti

Cədvəl 2.

Beynəlxalq Valyuta Fondunun statistikasına əsasən illər üzrə  
Azərbaycanın xarici dövlət borcunun ÜDM-a faiz nisbəti<sup>5</sup>

<b>İllər</b>	<b>Xarici dövlət borcunun ümumi daxili məhsula faiz nisbəti</b>
2000	22.8
2001	24.4
2002	23.0
2003	21.8
2004	9.7
2005	6.9
2006	5.3
2007	4.0
2008	3.2
2009	4.7
2010	5.0
2011	5.0
2012	5.8

<sup>5</sup> Federal Ehtiyatlar İqtisadi Məlumatlarının rəsmi internet səhifəsi, Azərbaycan Respublikası barədə statistika, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/data/AZEDGDPGDPPT.txt>

2013	6.2
2014	8.5
2015	18.0
2016	20.6
2017	22.5
2018	18.7
2019	17.7
2020	21.3
2021	26.4
2022	15.9 (proqnoz)
2023	14.5 (proqnoz)

Xarici dövlət borcu üzrə qonşu ölkələrə nəzər salaraq. Beynəlxalq Maliyyə fondunun statistikalarına əsasən Gürcüstan, Ermənistan və Rusiya üzrə xarici dövlət borcunun ÜDM-a faiz nisbətləri aşağıdakı müvafiq cədvəllərdə əks olunmuşdur.

Cədvəl 3.

Beynəlxalq Valyuta Fondunun statistikasına əsasən illər üzrə Gürcüstanın xarici dövlət borcunun ÜDM-a faiz nisbəti<sup>6</sup>

<b>İllər</b>	<b>Xarici dövlət borcunun ümumi daxili məhsula faiz nisbəti</b>
2004	44.3
2005	35.3
2006	28.3
2007	22.5
2008	26.3
2009	33.6

<sup>6</sup> Federal Ehtiyatlar İqtisadi Məlumatlarının rəsmi internet sahifəsi, Gürcüstan barədə statistika, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/series/GEODGDPGDPPT>

2010	31.9
2011	28.4
2012	28.8
2013	29.5
2014	30.9
2015	36.7
2016	40.3
2017	39.4
2018	38.9
2019	40.4
2020	60.2
2021	49.5
2022	50.3 (proqnoz)
2023	47.3 (proqnoz)

Qeyd: 2000-2004-cü illər üzrə Gürcüstanın xarici borcları üzrə məlumatlar statistikada əks olunmamışdır.

Cədvəl 4.

Beynəlxalq Valyuta Fondunun statistikasına əsasən illər üzrə Ermənistanın xarici dövlət borcunun ÜDM-a faiz nisbəti<sup>7</sup>

<b>İllər</b>	<b>Xarici dövlət borcunun ümumi daxili məhsula faiz nisbəti</b>
2000	39.06
2001	38.1
2002	38.2
2003	33.0
2004	26.4

<sup>7</sup> Federal Ehtiyatlar İqtisadi Məlumatlarının rəsmi internet səhifəsi, Ermənistan barədə statistika, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/series/ARMDGDPGDPPT>

2005	20.5
2006	16.2
2007	14.2
2008	14.6
2009	34.1
2010	33.8
2011	35.7
2012	35.6
2013	36.3
2014	39.4
2015	44.1
2016	51.9
2017	53.7
2018	51.2
2019	50.1
2020	63.5
2021	60.3
2022	63.7 (proqnoz)
2023	61.9 (proqnoz)

Cədvəl 5.

Beynəlxalq Valyuta Fondunun statistikasına əsasən illər üzrə Rusiyanın xarici dövlət borcunun ÜDM-a faiz nisbəti<sup>8</sup>

<b>İllər</b>	<b>Xarici dövlət borcunun ümumi daxili məhsula faiz nisbəti</b>
2000	55.9
2001	44.44

<sup>8</sup> Federal Ehtiyatlar İqtisadi Məlumatlarının rəsmi internet sahifəsi, Rusiya barədə statistika, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/series/GGGDTARUA188N>

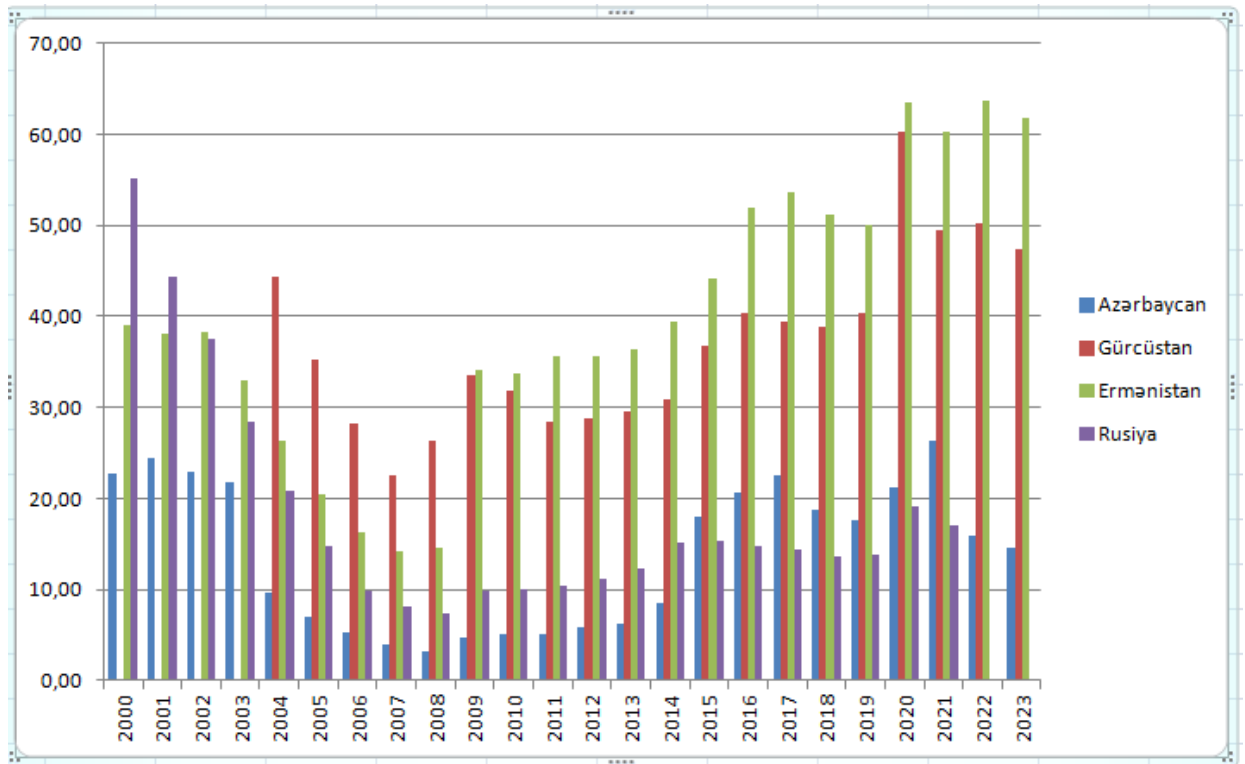
2002	37.58
2003	28.33
2004	20.83
2005	14.85
2006	9.80
2007	8.03
2008	7.44
2009	9.92
2010	10.10
2011	10.34
2012	11.17
2013	12.35
2014	15.14
2015	15.28
2016	14.85
2017	14.31
2018	13.62
2019	13.75
2020	19.22
2021	17.02
2022	-
2023	-

Qeyd: Rusiya-Ukrayna müharibəsi ilə əlaqədar 2022-2023-cü illər üzrə proqnoz göstəriciləri statistikada əks olunmamışdır.

Verilmiş məlumatlar əsasında, Azərbaycanla qonşu dövlətlər arasında xarici dövlət borcu üzrə müqayisəli təhlil aparsaq şəkil 2-dəki qrafikdə əks olunmuş nəticəyə gəlmiş olarıq.

Azərbaycanın xarici dövlət borcunu qonşu dövlətlərdən Gürcüstanla müqayisə etsək görürük ki, 2020-ci il üzrə rəqəmlər Azərbaycanda daha yüksəkdir. Lakin 2019-cu illə müqayisədə Azərbaycanın xarici borcunda azalma müşahidə olunsa da, Gürcüstanın xarici dövlət borcunda artım gözə çarpmışdır.

Belə ki, 2020-ci il üzrə Azərbaycanın birbaşa xarici dövlət borcu 8 milyard 100,4 milyon ABŞ dolları və ya ÜDM-in 19 faizini, ümumilikdə xarici dövlət borcu 8 milyard 821,5 milyon dollar və ya ÜDM-in 20,7 faizini təşkil etmişdir.



Şəkil 2. Xarici dövlət borcu üzrə qonşu dövlətlərlə müqayisəli təhlil

Gürcüstanda isə, ölkənin xarici dövlət borcu 2020-ci ildə 7,5 milyard dollar təşkil edib. Gürcüstanın xarici dövlət borcu uzun illər ərzində tədricən artmışdır. Gürcüstanda borcun 2020-ci ildə artmasına əsasən COVID-19 virusunun yayılmasının qarşısının alınması məqsədilə tətbiq olunan qapanmalar və dövlətin əhəlinin aztəminatlı təbəqəsinə pandemiya dövründəki əlavə yardımları səbəb olmuş, dövlətin əhəliyə yardımı nəticəsində dövlət büdcəsində 8 faiz kəsir yaranmışdır.



Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın vəziyyətinin məqbuluğunu qiymətləndirmək üçün istifadə olunan əsas makroiqtisadi parametrlər bunlardır:<sup>9</sup>

- dövlət borcuna xidmət əmsalı (ölkənin borcuna xidmət üzrə ödənişlərin onun ixracından əldə edilən gəlirə nisbəti);
- dövlət borcunun ÜDM-ə nisbəti;
- dövlət borcunun vergi daxilolmalarının həcminə nisbəti;
- öhdəliklərin orta ödəmə müddəti;
- xarici valyutada ifadə olunmuş dövlət borcunun payı;
- xarici borcun qızıl-valyuta ehtiyatlarının həcminə nisbəti.

Bu parametrlərə əlavə olaraq, istiqraz emissiyalarının yerləşdirilməsinin səmərəliliyinə inflyasiyanın cari və gözlənilən səviyyələri, pul məzənnəsinin ardıcılığı təsir göstərir.

Böhran şəraitində dövlət borc portfelinin effektiv idarə olunmasının əhəmiyyəti əhəmiyyətli dərəcədə artır. Çox vaxt bu, antiböhran proqramlarını maliyyələşdirmək üçün vəsait tapmaq ehtiyacı ilə bağlıdır. Ölkənin borc portfeli menecerləri tərəfindən görülən tədbirlər mövcud vasitələrdən, kadr təcrübəsindən və xarici amillərdən asılı olaraq bir ölkədən digərinə fərqlənir. Ümumiyyətlə, dövlət orqanlarının antiböhran tədbirlərini üç qrupa bölmək olar:

— büdcə kəsirinin digər (əvvəllər istifadə olunmamış) mənbələrdən maliyyələşdirilməsi vasitələrinin tapılması yolu ilə borc bazarına təzyiqlin azaldılması;

— dövlət borc qiymətli kağızlarına cari tələb əsasında yeni dövlət borclarının ödəmə müddətləri strukturunda dəyişikliklərin edilməsi;

— bazarı sabitləşdirmək üçün qiymətlərin idarə edilməsi üçün texniki vasitələrdən istifadə etmək.

Birinci qrup tədbirlərə daha yaxından nəzər salmaq. Borc bazarına təzyiqlin azaltmaq üçün qeyri-bazar mənbələrindən vəsaitlərin alınması üç mexanizmdən ibarətdir:

---

<sup>9</sup> Əzizova G.A. Dövlətin sərmayə-innovasiya startegiyaları/ Dərs vəsaiti. Bakı 2012, s. 214 .

- dövlət sektorundan vəsaitlərin cəlb edilməsi;
- çoxtərəfli təşkilatlardan resursların cəlb edilməsi (əsasən BVF və Dünya Bankının kreditləri);
- yeni borc alətlərinin və əvvəllər istifadə olunmamış paylama kanallarının istifadəsi (məsələn, İndoneziyada “samuray” istiqrazlarının buraxılmasını, istehlak qiymətləri indeksi ilə əlaqəli üzən faiz dərəcəsi ilə üç illik istiqrazların istifadəsini göstərmək olar).

Dövlət istiqrazları hesabına borclanma bazarında qiymətlərin qeyri-sabitliyi halında, onun üzərində tədavül üçün mövcud olmayan alətlərdən istifadə etmək və yalnız ilkin bazarla məhdudlaşmaq mənə kəsb edir. Belə qiymətli kağızlara misal olaraq ABŞ əmanət istiqrazlarını (United States Saving Bonds) və sıfır kuponlu xəzinədarlıq istiqrazlarını (Sıfır kuponlu Xəzinə İstiqrazları), Rusiyada GSO-nu göstərmək olar.

Zaman keçdikcə borc ölkənin imkanlarından kənara çıxır və bu, büdcənin investisiya və sosial məqsədlər üçün, o cümlədən dövlət borcunun ödənilməsi və ona xidmət göstərilməsi ilə bağlı olmayan məqsədlər üçün xərclər hissəsinin azaldılması zərurətini doğurur. Ölkənin valyuta, büdcə və borc siyasəti bir-biri ilə çox sıx qarşılıqlı əlaqədədir: dövlət borcu iqtisadi artıma, pul vəsaitlərinin hərəkətinə, inflyasiyaya, yenidən maliyyələşdirmə dərəcəsinə, işsizlik səviyyəsinə, bütövlükdə dövlət iqtisadiyyatına investisiyaların həcminə və ölkənin real sektoruna təsir göstərir. Bu, eyni zamanda, iqtisadiyyata, həmçinin iqtisadiyyatda investisiya resurslarının azalmasına və reproduktiv proseslərin məhvinə, iqtisadi inkişafın azalmasına təsir göstərir.

Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın yüksək artımı ölkə iqtisadiyyatının təhlükəsizliyinə və büdcə sisteminin sabitliyinə təhlükə yaradır. Dövlətin əsassız pul-kredit, məzənnə və büdcə siyasəti maliyyə bazarında investisiya mühiti ilə bağlı narahatlıq yaradır və investorları daha yüksək risk mükafatları tələbləri irəli sürməyə sövq edir. Bu, əsasən, kreditorların uzunmüddətli öhdəlikləri qəbul etməkdən imtina etmək hüququna malik olduğu

qiymətli kağızlar bazarlarını inkişaf etdirən və formalaşdıran ölkələrə aiddir və bu, maliyyə bazarının formalaşmasına və iqtisadi artıma mənfi təsir göstərə bilər.

Eyni zamanda, inkişaf etmiş ölkələrdə borc və büdcə kəsirləri iqtisadi inkişafın və dirçəlişin iqtisadi tsiklində qurulmuş amillərdir. Vətəndaşlardan, təşkilatlardan, banklardan, habelə digər maliyyə-kredit təşkilatlarından borc götürülmüş pul vəsaitləri qeyd olunan kreditorların aktivləri statusuna malikdir. Dövlət borcunu “millətin özünə olan krediti” kimi qiymətləndirmək olar və onun əhalinin məcmu sərvətinin ümumi həcminə təsir göstərmədiyini söyləmək olar.

Geniş mənada xarici dövlət borcu dedikdə dövlətin ödənilməmiş xarici kreditlər üzrə borcları və onlar üzrə ödənilməmiş faizlər nəzərdə tutulur. Xarici dövlət borcu dövlətin beynəlxalq və dövlət banklarına, hökumətlərə, özəl xarici banklara olan borcundan ibarətdir. Cari xarici dövlət borcu - ödəmə tarixi cari və ya növbəti maliyyə ilinə çatan borc; kapital - ödəmə müddəti hələ çatmamış kapitaldır.<sup>10</sup>

Kredit reytingi aşağı olan ölkələr özəl milli borcalanlara geniş şəkildə dövlət zəmanətləri verməyə məcbur olurlar və bununla da onların müflisləşməsi halında dövlət büdcəsinə yük düşür. Belə ölkələrin xarici borclarının strukturunda özəl qeyri-dövlət zəmanətli borclarının payı nisbətən azdır. İnkişaf etməkdə olan və inkişaf etməkdə olan bazarları olan ölkələrdə xarici borcun böyük hissəsi dövlət və hökumət tərəfindən təminatlı borcudur, inkişaf etmiş ölkələrdə isə özəl sektorun qeyri-rezidentlərə borcları üstünlük təşkil edir.

## **1.2. Dövlət borclanmasının yaranma səbəbləri**

Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın formalaşması və artmasının əsas səbəbi ilk növbədə büdcə kəsiri hesab edilir ki, bu da dövlət xərclərinin gəlirlərdən

---

<sup>10</sup> Çuvaxina L.Q., Konovalov V.V. Maliyyə qeyri-sabitliyi şəraitində dövlət borcunun idarə edilməsinin məqsəd və üsulları. VƏ. Vernadski. - 2012. - No 3, s. 41.

artıq olması deməkdir. Əhali arasında sərbəst vəsaitlərin olması da dövlət borcunun formalaşmasının əsas səbəblərindən biridir. İstehsal prosesində müvəqqəti olaraq sərbəst buraxılan vəsaitlər dövlət kreditlərinə yerləşdirilir, burada bu kreditlərin məbləği dövlət borcunun məbləğinə daxil edilir.

Həmçinin, dövlət borcunun artmasının səbəbləri hərbi əməliyyatlar və digər gözlənilməz vəziyyətlər dövründə dövlət xərclərinin artması, iqtisadiyyatın sabitləşdirilməsi üçün resursların cəlb edilməsinin zəruri olduğu iqtisadi tənəzzül dövrləri və vergitutma kimi alternativ gəlir mənbələrinin azaldılması ola bilər.

Dövlətin xarici borcunun formalaşmasında ən mühüm amil beynəlxalq iqtisadi münasibətlərin, valyuta və vergi rejimlərinin liberallaşdırılmasıdır. Dövlət qiymətli kağızlarının buraxılması yolu ilə dövlət öhdəliklərinin formalaşmasının digər səbəbi hökumətin büdcə kəsirinin birbaşa maliyyələşdirilməsini qadağan etməsi olmuşdur.

Hazırda dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın artması dövlətin mövcud sosial-iqtisadi problemləri həll etmək imkanlarını təmin edən iqtisadi inkişafın amili kimi qiymətləndirilir. Dövlət borcu dövlətin maliyyə iqtisadiyyatında normal bir hadisə olsa da, iqtisadi imkanlarla ehtiyaclar arasında uyğunsuzluqdan xəbər verir.

Dövlət istiqrazları hesabına borclanma sosial-iqtisadi inkişafa təsir edən həm müsbət, həm də mənfi nəticələrə gətirib çıxarır. Borclanmanın müsbət təsiri ondan ibarətdir ki, onlar dövlət orqanlarının büdcə kəsirinin maliyyələşdirilməsində əsasən qeyri-inflyasiya mənbəyidir. Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın cəlb edilməsi ilə dövlət tərəfindən maliyyə resurslarının formalaşması məcmu tələbin artmasına səbəb olmur, sadəcə olaraq onun strukturunu dəyişir.

Perspektivli müəssisələrə, xüsusən də kiçik və orta biznesə dövlət kreditləri və kreditlərə zəmanət verməklə, dövlət sosial-iqtisadi inkişafa töhfə verir.

Dövlət borc öhdəliklərini verməklə əhalinin yığım və əmanətlərinin həcminə və müvəqqəti sərbəst vəsaitlərin investisiyasına, habelə ölkədə pul

dövriyyəsinin sabitləşməsinə təsir göstərir. Əhali öz vəsaitlərinə qənaət etmək üçün yüksək likvid və etibarlı üsul əldə edir, sahibkarlıq subyektləri isə gələcəkdə gəlir gətirə biləcək aktiv əldə edirlər.

Dövlət istiqrazları hesabına borclanma maliyyə tənzimlənməsinin vergidən kənar alətidir. Dövlət borcunun formalaşması və xidmətinin düzgün təşkili ilə hökumət vergi yükünü ölkə əhalisi və sonrakı nəsillər arasında səmərəli şəkildə bölüşdürə bilər. Bu şərtlərdə borcun əsas məbləğinin və bu borc üzrə faizlərin ödənilməsi hələ uzun illər davam edir.

Dövlət borc bazarının həddindən artıq inkişafı dövlət borcunun sosial-iqtisadi inkişafa təsirinin mənfi nəticələrinə gətirib çıxarır ki, bu da milli iqtisadiyyatda investisiya proseslərinin məhdudlaşdırılmasına səbəb ola bilər. Bu fenomen onunla izah olunur ki, dövlət borc vəsaitlərini cəlb etməklə, dövlət qiymətli kağızlarının yüksək gəlirliliyi ilə iqtisadiyyatın real sektorunun inkişafı üçün potensial olaraq istifadə edilə bilən maliyyə resurslarının bir hissəsini geri götürür, mənfi təsir yalnız güclənir. Həmçinin, dövlət istiqrazları üzrə gəlirliliyin yüksək faizi kreditlər üzrə faiz dərəcəsinin artmasına səbəb ola bilər.

Beynəlxalq kreditlərin həddindən artıq cəlb edilməsi ilə eyni vəziyyət yaranır ki, dövlətlər nəinki daxili maliyyə sisteminin vəziyyətindən beynəlxalq maliyyə sisteminin vəziyyətindən asılı olur, həm də siyasi müstəqilliklərini itirirlər.

### **1.3. Dövlət borclanmasının idarə edilməsi**

Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın idarə edilməsi vasitələri - borc öhdəliklərinin ödənilməsinə və ölkənin inkişafı üçün əlverişli sosial-iqtisadi şəraitin yaradılmasına yönəldilmiş borc münasibətlərindən istifadə üzrə ölkənin pul-kredit tədbirlərinin məcmusudur. Həm də ölkənin xarici və daxili pul bazarlarında borcalan və zəmin kimi fəaliyyəti ilə bağlı dövlətin maliyyə-büdcə siyasi fəaliyyətinin istiqamətlərindən biridir.

Dövlət qiymətli kağızların və ya digər mənbələrin yerləşdirilməsi, borc öhdəliklərinin ödənilməsi və onlara xidmət göstərilməsi yolu ilə vəsaitlərin cəlb

edilməsini nəzərə alır. Dövlət borclanması zamanı ən yaxşı yol onu vaxtında qaytarmaq və faizləri ödəməkdir. Lakin ölkənin planları heç də həmişə real imkanlarla üst-üstə düşmür. Maliyyə, sosial və ya siyasi problemlər səbəbindən bəzi gözlənilməz hallar yarana bilər.

Faizlərin ödənilməsi və ya borcun əsas məbləğinin ödənilməsinin təxirə salınmasına, kredit üçün meyarların dəyişdirilməsinə, hətta bəzən ödəməkdən mütləq imtinaya ehtiyac yaranır. Borc böhranının açıq əlaməti ödəniş cədvəllərindəki əhəmiyyətli defoltrlardır. Bunun üçün də hökumət dövlət borcunu tənzimləmək üçün müxtəlif üsullara əl atmağa məcburdur.

Dövlət istiqrazları hesabına borclanma üzrə ödəmələrə yardımçı olan proseslərə aşağıdakılar daxildir:<sup>11</sup>

- 1) xarici və daxili kreditlərin ödənilməsi;
- 2) təminatların verilməsi;
- 3) verilmiş kreditlərin şərtlərində dəyişikliklər;
- 4) yeni dövlət istiqrazlarının buraxılması və yerləşdirilməsi meyarlarının müəyyən edilməsi və s.

Bu proseslərin yerinə yetirilməsi dövlət borcunun idarə edilməsi prosesində faktiki olaraq borcun həcmnin və strukturunun təhlilinə, mövcud vəziyyətinin obyektiv qiymətləndirilməsinə əsaslanan əsaslandırılmış qərarların qəbul edilməsindən asılıdır. Bu zaman mütləq və nisbi göstəricilərdən istifadə olunur.

Mütləq göstəricilər daxili və xarici dövlət borcunun valyuta ifadəsində məbləğini, onun ödənilməsi və xidmət göstərilməsi ilə bağlı xərclərin dəyərini əks etdirir. İnzibati qərarların qəbul edilməsinə və dövlət borcunun idarə edilməsi yollarının seçilməsinə əhəmiyyətli dərəcədə təsir edən əsas şərti xüsusiyyətlərə aşağıdakılar daxildir:<sup>12</sup>

- 1) borcun məbləği ilə ÜDM arasında faiz uyğunluğu;

---

<sup>11</sup> Danilov, Y.A. Dövlət borc bazarları: dünya tendensiyaları / Y.A. Danilov - M.: MAKS Press, 2008.- 432 s.

<sup>12</sup> Voronin, Yu.V. Dövlət borcunun idarə edilməsi / Yu. V. Voronin, V. A. Kabaşkin // İqtisadçı. 2006. - №1. səh 58 - 67.

2) dövlət borcunun ödənilməsi və ona xidmət göstərilməsi xərclərinin büdcə xərclərinin ümumi məbləğində xüsusi çəkisi.

Dövlət borcunun idarə edilməsi 3 mərhələdən ibarət davamlı prosesdir:

1) birinci mərhələdə başqa büdcə ili üçün dövlət borclarının və girovlarının maksimum həcmi rəhbər tutulur, resursların cəlb edilməsi və onlardan istifadənin səmərəliliyinin artırılması alətləri seçilir;

2) ikinci mərhələ dövlət qiymətli kağızlarının buraxılması və yerləşdirilməsi, kreditin alınması və ya bələdiyyə zamanətlərinin verilməsi yolu ilə xarici və ya daxili pul bazarlarına resurslar cəlb edilir və bundan sonra bu üsullar cari büdcə xərclərinin və ya investisiya planlarının maliyyələşdirilməsinə yönəldilir;

3) üçüncü mərhələ dövlət borcunun ödənilməsi, ümumi itkilərin azaldılması, borc vədlərinin vaxtında yerinə yetirilməsi üçün maliyyə resursları mənbələrinin axtarışından ibarətdir.

Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın idarə edilməsi yollarını inzibati və maliyyə idarəetməsinə bölmək olar.

İnzibati üsullar dövlət hakimiyyəti və idarəetmə orqanlarının ayrı-ayrı qərarlarının tez və dəqiq icrasına əsaslanır, onlar maliyyə fəaliyyətinin qiymətləndirilməsini və dövlət borcunun idarə edilməsi üzrə tədbirlərin nəticələrini nəzərdə tutmur.

Maliyyə üsulları pul göstəricilərinin təhlilindən istifadə etməklə dövlət borcunun ödənilməsinə təmin etmək üsullarının və formalarının seçilməsindən ibarətdir və cəlb edilmiş kreditlərin ödənilməsi və onlara xidmət göstərilməsi ilə bağlı ən aşağı xərclə təsirini maksimuma çatdırmağa yönəlib.

Borc böhranı kontekstində, hökumət dövlət borcunun ödənilməsi və ona xidmət göstərilməsi üzrə əvvəllər götürdüyü öhdəliklərin yerinə yetirilməsi ilə bağlı problemlərlə üzləşdikdə, müvafiq vasitələrdən istifadə olunur.

Yenidən maliyyələşdirmə əvvəllər buraxılmış vekselləri ödəmək üçün yeni kreditlərin verilməsidir. Dövlət borcunun yenidən maliyyələşdirilməsinin 3 üsulu var:<sup>13</sup>

- 1) köhnəlmiş öhdəliklərin ödənilmiş öhdəliklərə ekvivalent olan yeniləri ilə əvəz edilməsi;
- 2) bəzi öhdəliklərin daha uzun ödəmə müddəti olan digərləri üçün vaxtından əvvəl dəyişdirilməsi;
- 3) daxilolmalar hesabına yeni istiqrazların satışı və vaxtı keçmiş istiqrazların ödənilməsi.

Kreditin konvertasiyası dövlət borcunun dövlət iqtisadiyyatı üçün ən az yükü olan digər növ hallarla əvəzlənməsini təmin edən müxtəlif mexanizmlərdən istifadə edilməsidir. Konvertasiyanın daha çox yayılmış növləri borcun səhmlərə dəyişdirilməsi, borcun məhsulla əvəz edilməsi, borcalan tərəfindən borcun xüsusi şərtlərlə geri alınması hesab oluna bilər.

Kreditlərin konsolidasiyası - əvvəllər verilmiş kreditlərin şərtlərinin dəyişdirilməsi kimi başa düşülür. Ləğv etmə anlayışı isə əvvəllər verilmiş kreditlər üzrə bütün öhdəliklərdən imtina deməkdir. Amma bu üsuldən istifadə ölkənin borcalan kimi reputasiyasına düzəlməz ziyan vurur.<sup>14</sup>

Borcların restrukturizasiyası borcların eyni vaxtda həyata keçirilməsi ilə borc öhdəliklərinin ödənilməsidir.

Beləliklə, dövlət borcunun idarə edilməsi bilavasitə maliyyə bərpasına, inflyasiyaya, kredit faizlərinə, məşğulluğa, bütövlükdə dövlətin iqtisadiyyatına və iqtisadiyyatın real sektoruna investisiyaların həcminə təsir göstərir.

Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın idarə edilməsi prosesi bir sıra riskləri ehtiva edir.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Braginskaya, L. S. Dövlət borcu: idarəetmə sisteminin təhlili və onun effektivliyinin qiymətləndirilməsi / L. S. Braginskaya - M.: Universitetskaya kniga, 2007. - 78 s.

<sup>14</sup> Çuvaxina L.Q., Konovalov V.V. Maliyyə qeyri-sabitliyi şəraitində dövlət borcunun idarə edilməsinin məqsəd və üsulları. VƏ. Vernadski. - 2012. - No 3, s. 41.

<sup>15</sup> Braginskaya, L. S. Dövlət borcu: idarəetmə sisteminin təhlili və onun effektivliyinin qiymətləndirilməsi / L. S. Braginskaya - M.: Universitetskaya kniga, 2007. - 78 s.



- 1) Bazar riski. Bu, əmtəə qiymətlərində, valyuta məzənnələrində, faiz dərəcələrində, borclara xidmət xərclərinin dəyişməsi riskidir. Borc sabit faizlə yenidən maliyyələşdirildikdə və borc dərəcələrinə üzən məzənnə ilə yenidən baxıldıqda, faiz dərəcələrinin dəyişməsi yeni emissiyalar üzrə borcun xidmət xərclərinə təsir göstərir. Buna görə də, qısamüddətli borc (və ya dəyişkən məzənnə ilə) adətən sabit faizlə uzunmüddətli borcdan daha riskli hesab edilir. Son dərəcə uzunmüddətli və sabit faizli borcun həddindən artıq konsentrasiyası da gələcək maliyyə ehtiyaclarının qeyri-müəyyənliyi səbəbindən risklə doludur. Xarici valyutada ifadə edilmiş və ya indeksləşdirilmiş borc həm də məzənnənin dəyişməsi ilə əlaqədar olaraq, daxili valyuta ilə ölçülən borclara xidmət xərclərinin dəyişkənliyini artırır. Daxil edilmiş satış opsiyonu olan qeydlər bazarın kəskinləşməsi və rollover risklərinə səbəb ola bilər.
- 2) Uzatma riski. Bu, borcun geri qaytarılmaması və ya “rollover” qiymətinin "qeyri-adi" yüksək olması riskidir. Qismən bu risk bazar riskləri qrupuna aid edilə bilər, çünki bu, onların nəticəsidir, üstəlik, iqtisadiyyatı inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Borc yükünün artması böhranın kəskinləşməsinə səbəb ola bilər.
- 3) Likvidlik riski. Likvidlik riskinin iki növü var. Bunlardan biri, əməliyyatlarda iştirak edənlərin sayının kəskin azalması və ya müəyyən bazarda kifayət qədər potensialın olmaması səbəbindən investorların mövqeyini bağlamağa çalışarkən çəkdiyi xərclərə və ya cərimələrə aiddir. Bu risk daha çox borcun idarə edilməsi çərçivəsinə likvid aktivlərin idarə edilməsi və ya törəmə müqavilələrdən istifadə daxil olduqda tətbiq edilir. Likvidlik riskinin ikinci forması gözlənilməz cari pul öhdəlikləri və ya borc götürmə yolu ilə pul vəsaitlərinin tez cəlb edilməsində potensial çətinliklər nəticəsində likvid aktivlərin həcmnin sürətlə azalması vəziyyətində yarana bilər.

- 4) Kredit riski. Bu, borcalanların defolt riskidir, dövlət tərəfindən buraxılmış qiymətli kağızların hərraclarında ərizələrin qəbulu zamanı aktualdır.
- 5) Hesablaşma riski, qarşı tərəfin defoltdan başqa hər hansı səbəbdən ödəniş edə bilməməsi riskidir.
- 6) Əməliyyat riski. Buraya hesablamalarda, köçürmələrdə, əməliyyatların qeydiyyatında səhvlərin baş verməsi, habelə fors-major halları ilə bağlı digər risklər daxildir.

BVF-nin Borcların İdarə Edilməsi Qaydalarına əsasən, hökumətlər borclara xidmət xərclərini və orta və uzunmüddətli perspektivdə məqbul risk səviyyəsində likvid aktivlərin saxlanması ilə bağlı xərcləri minimuma endirməyə çalışmalıdırlar. Dövlət qiymətli kağızları bazarları yüksək tutumlu və yüksək likvidlik ilə xarakterizə olunan inkişaf etmiş bazar iqtisadiyyatlı ölkələrdə stress testləri və portfel modelləri ilə ölçülən bazar riskinə ən çox diqqət yetirilir. İnkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatlarda xarici kapitalla çıxışda mümkün çətinliklər və daxili borc qiymətli kağızları bazarının inkişaf etməməsi səbəbindən dövrüyyə riskinə daha çox diqqət yetirilməlidir. Bəzi hallarda hökumətin əsas vəzifələri sırasında borc alətləri üçün daxili bazarın inkişafına yardım göstərilməlidir. Bu tapşırıq xüsusilə bazar məhdudiyətlərinin pul maliyyələşdirməsinə yeganə alternativin qısamüddətli üzən məzənnəli və ya xarici valyutada borc olduğu ölkələr üçün aktualdır.

## **FƏSİL 2. DÖVLƏTİN ƏSAS BORCLANMA MEXANİZMİ KİMİ DÖVLƏT İSTİQRAZLARI**

### **2.1. Dövlət İstiqrazları anlayışı və onun mahiyyəti**

Dünyada ilk dövlət qiymətli kağızları feodalizmin dərinliklərində meydana çıxmışdır. 17-18-ci əsrlər dövründə onlar dövlətlər tərəfindən müvəqqəti sərbəst maliyyə resurslarının cəlb edilməsində alternativ alət rolunu oynamağa başladılar. Onların meydana çıxma səbəbləri daim artan dövlət xərclərinin maliyyələşdirilməsi, dövlətlərarası kreditlərin verilməsi və digər məqsədlərlə bağlı idi. İlk dövlət qiymətli kağızlarının meydana çıxması onların dövriyyəsi üçün bazarların yaradılmasını vacib etdi. İlk qiymətli kağız bazarları eyni dövrdə Qərbi Avropanın inkişaf etmiş ölkələrində yaranmışdır.

Maliyyə sistemi dövlətin müəyyən şəkildə qurulan və təşkil edilən maliyyə münasibətləridir və aşağıdakıları əhatə edir:<sup>16</sup>

- iqtisadiyyatın müxtəlif subyektləri ilə dövlətin maliyyə münasibətləri;
- dövlətin pul vəsaitləri;
- dövlətin maliyyə sistemini tənzimləyən qaydalar, qanunlar, normativ aktlar;
- maliyyə qurumları - Maliyyə Nazirliyi, Vergilər Xidməti, Hesablama Palatası və s.

Dövlət büdcəsi dövlətin maliyyə sistemində mərkəzi yer tutur. İstənilən ölkənin milli gəlirinin əhəmiyyətli hissəsi dövlət büdcəsindən keçir.

Müxtəlif ölkələrdə dövlət büdcələrinin təşkili prinsipləri müxtəlifdir. Vahid dövlət büdcəsi unitar struktura malik olan ölkələrdə mövcuddur.

İqtisadi cəhətdən inkişaf etmiş hər bir ölkənin maliyyə sisteminin ayrılmaz atributu bütövlükdə fond bazarının tərkib hissəsi olan dövlət istiqrazları bazarıdır. Dövlət istiqrazları, dünya təcrübəsindən göründüyü kimi, məqbul şərtlərlə əhəmiyyətli vəsait cəlb etməyə imkan verən daxili borclanmanın əsas alətləridir. Kredit müqavilələri, zəmanət müqavilələri və s. ilə yanaşı, onlar borc öhdəliklərinin əsas formalarından biridir. Bundan əlavə, dövlət istiqrazları bazarından mərkəzi banklar tərəfindən pul siyasətinin həyata keçirilməsində,

---

<sup>16</sup> Əzizova G.A. Dövlətin sərmayə-innovasiya startegiyaları/ Dərs vəsaiti. Bakı 2012, s. 214 .

xüsusən dövriyyədə olan pul kütləsinin, bank sisteminin likvidliyinin və faiz dərəcələrinin səviyyəsinin tənzimlənməsində alət kimi geniş istifadə olunur.

Qiymətli kağızların təsnifatı aşağıdakı qaydada aparılır:

Cədvəl 6.

Qiymətli kağızların təsnifatı

TƏSNİFAT ƏLAMƏTİ	QIYMƏTLİ KAĞIZ NÖVÜ
Müddətinə görə	Müddətli Müddətsiz
Mənşəyinə görə	İlkin Təkrar
Formasına görə	Kağız və ya sənədli Kağız olmayan və ya sənədsiz
Milli mənsubiyyətinə görə	Milli Xarici
İstifadəsinə görə	İnvestisiya olunan İnvestisiya olunmayan
Sahib olma qaydasına görə	Təqdim olunana Adlı
Buraxılış forması	Emisiya olunan Emisiya olunmayan
Mülkiyyət forması	Dövlət qiymətli kağızları Qeyri-dövlət qiymətli kağızları
Dövriyyə xarakteri	Bazar və ya sərbəst dövriyyəli Qeyri-bazar
Risk səviyyəsi	Risksiz Riskli
Gəlirliyi	Gəlirli Gəlirsiz
Vəsait qoyuluşu forması	Borc Sahibkar payı
İqtisadi mahiyyəti (hüquq forması)	Səhm İstiqraz Veksel və s.

Dövlət və yerli özünüidarəetmə orqanları (bələdiyyələr) tərəfindən qiymətli kağızlar bazarına maliyyə resurslarının cəlb edilməsinin əsas məqsədlərindən biri də müvafiq büdcələrin kəsirinin maliyyələşdirilməsi, nəticədə dövlət və bələdiyyə borclarının formalaşmasıdır. Büdcə kəsirinin maliyyələşdirilməsi üçün xarici və daxili borclardan istifadə olunur, ona görə də borcların xarici və daxili olaraq təsnifatı əsasdır. Xarici və daxili borclar müəyyən sosial fərqlərə malikdir. Xarici borc ölkənin başqa ölkələrə və beynəlxalq maliyyə-kredit təşkilatlarına olan borcudur.

Daxili borc - dövlət və yerli özünüidarəetmə orqanlarının (bələdiyyələrin) bazar subyektlərindən və fiziki şəxslərdən borclarıdır. Hər iki borc növü sosial iqtisadi münasibətlərin obyektiv reallığıdır.<sup>17</sup>

Dövlət istiqrazları bazarının səmərəli işləməsi üçün onun yüksək likvidliyi mühüm şərtidir ki, bu da investorların öz portfellerinin idarə edilməsində risklərini, habelə əməliyyatların bağlanması zamanı xərclərini azaldır. Likvid təkrar bazar dövlət istiqrazlarının ilkin yerləşdirilməsi xərclərini əhəmiyyətli dərəcədə azalda bilər, eləcə də mərkəzi bankları effektiv pul siyasətinin aparılması üçün geniş alətlərlə təmin edə bilər. Buna görə də dövlət istiqrazları bazarının likvidliyinin artırılması problemləri əksər ölkələrin səlahiyyətli orqanları üçün aktualdır.

Dövlət istiqrazları - istiqrazların emitenti olan ölkə hökumətinin öz sahiblərinə müəyyən məbləğdə və ya digər ekvivalentində borcunu təsdiq edən qiymətli kağızlardır. Müxtəlif ölkələrin maliyyə nazirlikləri və ya xəzinədarlıqları dövlət istiqrazlarını öz zamanətləri ilə buraxırlar.<sup>18</sup>

Dövlət istiqrazlarının emissiyasının məqsədləri dövlət büdcəsinin ümumi kəsirinin ödənilməsidir. Büdcənin ümumi kəsirini ödəmək üçün hökumətlər orta və uzunmüddətli istiqrazlar buraxırlar. Qısamüddətli istiqrazlar isə büdcədəki pul boşluqlarını ödəmək üçün buraxılır.

Böyük dövlət layihələrinin həyata keçirilməsi üçün kapitalın artırılması məqsədi ilə də dövlət istiqrazlarının emissiyası həyata keçirilir. Bu zaman dövlət ünvanlı istiqrazlar buraxır, məsələn, dövlət yollarının tikintisini, iqtisadiyyatın müəyyən sahələrinin inkişafı üçün və s. misal göstərilə bilər.

Dövlət istiqrazları digər maliyyə alətləri ilə müqayisədə ən az riskli və ən az gəlirli hesab olunur. Buna baxmayaraq, dünya praktikasında dövlətə məxsus emitentlərin borc öhdəliklərini yerinə yetirməkdən imtinası (defolt elanı) ilə bağlı

---

<sup>17</sup> Berezina Y.A. Qiymətli kağızlar bazarı: tarixi inkişafı və hazırkı vəziyyəti, URL:<https://elibrary.ru/item.asp?id=37172488>.

<sup>18</sup> Danilov, Y.A. Dövlət borc bazarları: dünya tendensiyaları / Y.A. Danilov - M.: MAKS Press, 2008.- 432 s.

presedentlər mövcuddur. Gəlirlər ölkələr və dövlət istiqrazları üzrə əhəmiyyətli dərəcədə dəyişir. İnkişaf etmiş ölkələrdə bu, əlbəttə ki, inkişaf etməkdə olan ölkələrdən aşağıdır. Bundan əlavə, istiqrazların ödəmə müddəti gəlirlilikdən asılıdır. Ödəmə müddəti nə qədər uzun olsa, gəlirlilik də bir o qədər yüksəkdir.

Bələdiyyə istiqrazları xüsusən böyük şəhərlərdə bələdiyyə mülkiyyətinin zamanəti ilə buraxılır. Onlar dövlət istiqrazlarına bənzəyir, lakin təyinatına və buraxılış həcminə görə fərqlənirlər.

Dövlət istiqrazlarının likvidliyinin artırılması aşağıdakı imkanları verə bilər:<sup>19</sup>

- bazardan müvafiq büdcələrin kəsirini ödəmək üçün sabit və ucuz mənbə kimi istifadə etmək;

- iqtisadi cəhətdən inkişaf etmiş əksər ölkələrdə axtarılan xarici borclanmadan daha sərfəli daxili borclanmaya tədricən istiqamətləndirmənin həyata keçirilməsi;

- Azərbaycan sənayesinin modernləşdirilməsi üzrə dövlət məqsədli proqramlarının həyata keçirilməsi üçün daha çox investisiya cəlb etmək;

- maliyyə sisteminin səmərəli iqtisadi tənzimlənməsini həyata keçirmək;

- vəsaitin bir hissəsinin valyuta bazarından çıxarılmasını təmin etmək, bununla da milli valyutaya təzyiqi azaltmaq;

- ölkənin pensiya sistemində aparılan islahatlarla əlaqədar institusional investorları uzunmüddətli yüksək etibarlı aktivlərlə, xüsusilə də pensiya fondları ilə təmin etmək.

## **2.2. Dövlət İstiqrazlarının emissiyası və tədavülü**

Dövlət istiqrazlarının buraxılması və tədavül texnologiyaları borc alətlərinin konkret növlərindən asılı olaraq fərqlənir. Əvvəla, fərqlər istiqrazların

---

<sup>19</sup> Qaraxanov N.N. Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin qarışması // İqtisadiyyat və Maliyyə jurnalı No3 (142). 2008.

bazar və ya qeyri-bazar xarakteri ilə bağlıdır. Daxili və xarici dövlət borcları alətlərinin buraxılması və dövriyyəsi mexanizmləri də müxtəlifdir. Dövlət istiqrazları hazırda Azərbaycanda daxili dövlət borclanmasının əsas alətləridir. Dövlət istiqrazlarının növlərinin böyük əksəriyyəti bazar xarakteri daşıyır, yəni təkrar bazarda satılır. İstisna olan dövlət istiqrazları - qeyri-bazar alətləri olan fiziki şəxslər üçün istiqrazlardır.

Dövlət istiqrazlarının emissiyası aşağıdakı vəzifələrin həllinə yönəldilmişdir:<sup>20</sup>

- dövlət büdcəsinin kəsirinin ödənilməsi;
- büdcədəki nağd pul boşluqlarının örtülməsi;
- iri layihələrin həyata keçirilməsi üçün maliyyə resurslarının cəlb edilməsi;
- digər dövlət istiqrazları üzrə borcların ödənilməsi üçün vəsaitlərin cəlb edilməsi.

Emissiya məqsədindən asılı olaraq dövlət istiqrazlarının aşağıdakı növləri fərqləndirilir:<sup>21</sup>

- 1) Borc istiqrazları ildən-ilə dövr edən dövlət büdcəsinin daimi kəsirini ödəmək üçün nəzərdə tutulmuşdur. Bu qiymətli kağızlar adətən orta və uzunmüddətli olur.
- 2) Müvəqqəti büdcə kəsirlərinin ödənilməsi üçün qiymətli kağızlar. Nağd pul fərqi bir tərəfdən dövlət xərclərinin sabit olması, digər tərəfdən isə vergilərin qeyri-bərabər alınması ilə əlaqədar yaranır. Nəticədə, vaxtaşırı (adətən rübün sonunda və ya əvvəlində) müvəqqəti büdcə kəsiri yaranır, bunun aradan qaldırılması üçün qısamüddətli qiymətli kağızlar buraxılır. Bu növ qiymətli kağızlara ABŞ-da 50 gün müddətinə buraxılmış pul vəsaitlərinin idarə edilməsi qeydləri və Yaponiyada 60 gün müddətinə dövriyyədə olan maliyyə qeydləri daxildir.

---

<sup>20</sup> Berezina Y.A. Qiymətli kağızlar bazarı: tarixi inkişafı və hazırkı vəziyyəti, URL:<https://elibrary.ru/item.asp?id=37172488>.

<sup>21</sup> Voronin, Yu.V. Dövlət borcunun idarə edilməsi / Yu. V. Voronin, V. A. Kabaşkin // İqtisadçı. 2006. - №1. səh 58 - 67.

- 3) Konkret layihələrin həyata keçirilməsi üçün buraxılmış məqsədli istiqrazlar. Məsələn, Böyük Britaniyada nəqliyyat istiqrazları nəqliyyatın milliləşdirilməsi üçün zəruri maliyyə resurslarının yaradılması üçün buraxılırdı. Yaponiyada tikinti istiqrazları irimiqyaslı tikinti layihələrinin həyata keçirilməsi üçün buraxılır.
- 4) Müəssisələr tərəfindən dövlət borcunun ödənilməsi üçün qiymətli kağızlar. Adətən büdcə kəsiri kontekstində bu xəzinə öhdəlikləri dövlət tərəfindən dövlət sifarişi əsasında görülən işlərin ödənilməsi üçün istifadə olunur. Dövlət qiymətli kağızlarının buraxılması məqsədləri aşağıda qeyd olunmuşdur.



Şəkil 3. Dövlət qiymətli kağızlarının buraxılması məqsədləri

Dövlət qiymətli kağızlarının növləri isə aşağıdakı kimidir:

- Dövlət qısamüddətli istiqraz vərəqələri
- Dövlət uduşlu istiqrazlar
- Xəzinə vekselləri
- Dövlət özəlləşdirmə çekləri
- Milli Bankın notları və.s



Dövlət qiymətləri kağızlarından hesab olunan veksellərin quruluşu aşağıdakı şəkildə əks olunmuşdur.

**SADƏ VEKSEL**

AAS No 000002

\_\_\_\_\_ Ödənişin ödəyicisi \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

Veksəlverən \_\_\_\_\_ Ödənişin ödəyicisi

Bu veksəl üzrə \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu pul məbləğini bələdiyyə \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

ve ya onun əməli digər müəssisə (vələndapı) jəhic bədimək öhdəlikini üzərinə götürür.

Bu veksəl növbəti müddətdə \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

\_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

Ödəniş yeri \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

Veksəlverən \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu M.Y. \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

\_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

**AVAL ÜÇÜN**  
(veksəl təqdimatı)

Kim üçün verilir \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

Avalı \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

İmza \_\_\_\_\_ M.Y. \_\_\_\_\_

Tarix \_\_\_\_\_

**KÖÇÜRMƏ VEKSEL**

AAK No 000001

\_\_\_\_\_ Ödənişin ödəyicisi \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

Veksəlverən \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

Ödəyicisi \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

Taklif (Əmr) edir ki, \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

\_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

\_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu \_\_\_\_\_ Ödənişin qəbulçusu

#### Şəkil 4. Veksel nümunəsi

Dövlət istiqrazlarının köməyi ilə iqtisadiyyatın inkişafını tənzimləyir, aşağıdakı vəzifələri həll edilir:<sup>22</sup>

- pul kütləsinin tənzimlənməsi;
- inflyasiyanın tənzimlənməsi;
- məzənnəyə təsir;
- qiymətli kağızlar üzrə gəlirlilik səviyyəsinin formalaşması;

---

<sup>22</sup> Çuvaxina L.Q., Konovalov V.V. Maliyyə qeyri-sabitliyi şəraitində dövlət borcunun idarə edilməsinin məqsəd və üsulları. VƏ. Vernadski. - 2012. - No 3, s. 41.

- maliyyə bazarının bir segmentindən digərinə kapital axınının təmin edilməsi;
- digər sosial-iqtisadi problemlərin həlli.

Dünya təcrübəsində dövlət istiqrazları bazarının tənzimlənməsi sistemində hüquqi aktlar, habelə dövlət tənzimləmə və nəzarət orqanları daxildir. Hər bir ölkənin spesifik tənzimləmə üsulları və alətləri var, lakin müxtəlif dövlətlərin dövlət borc bazarlarının tənzimlənməsinə xas olan bir sıra ümumi elementlər mövcuddur. Bu elementlər bunlardır:<sup>23</sup>

- Qiymətli kağızların vəziyyəti və borcalanların statusu;
- Emissiyanın həcmi və borc öhdəliklərinin gəlirliliyi;
- İstiqrazların buraxılması və yerləşdirilməsi qaydası;
- Peşəkar bazar iştirakçılarının və investorların fəaliyyəti;
- Bazarda fəaliyyətdən əldə edilən gəlirinvergiyə cəlb edilməsi.

Azərbaycanda dövlət istiqrazları bazarına nəzarət və tənzimləmə həm qanunvericilik, həm də icra hakimiyyəti orqanları tərəfindən həyata keçirilir. Tənzimləmə istiqamətləri bunlardır:<sup>24</sup>

- Hüquqi tənzimləmə;
- Tənzimləyicilərin yaradılması və səlahiyyətlərinin artırılması;
- Vergi tənzimlənməsi.

Dövlət istiqrazları vasitəsilə maliyyə resurslarının cəlb edilməsi tranşlar, yəni ard-arda kreditin taksitləşdirilməsi şəklində həyata keçirilə bilər. Bu, hökumətin bir anda bütün kredit məbləğini almasına ehtiyac olmadığı zaman baş verir. Əlavə buraxılışlar əvvəlkilərin uğuru nəzərə alınmaqla həyata keçirilir. Qismən ödənişli istiqrazların buraxılışı, investor tələb olunan məbləğin bir hissəsini ilk dəfə ödədikdə, qalan hissəsinin isə sonradan ödənilməsinə zəmanət verildikdə də istifadə edilə bilər. Bu halda, emitent istiqraz üzrə daha aşağı gəlir təyin edir ki, bu da investor üçün daha aşağı risk səviyyəsi ilə əlaqələndirilir.

<sup>23</sup> Rubtsov B.B. Dünya maliyyə bazarı//Portfel investoru. -2009, № 10.

<sup>24</sup> Əzizova G.A. Dövlətin sərmayə-innovasiya startegiyaları/ Dərs vəsaiti. Bakı 2012, s. 214 .

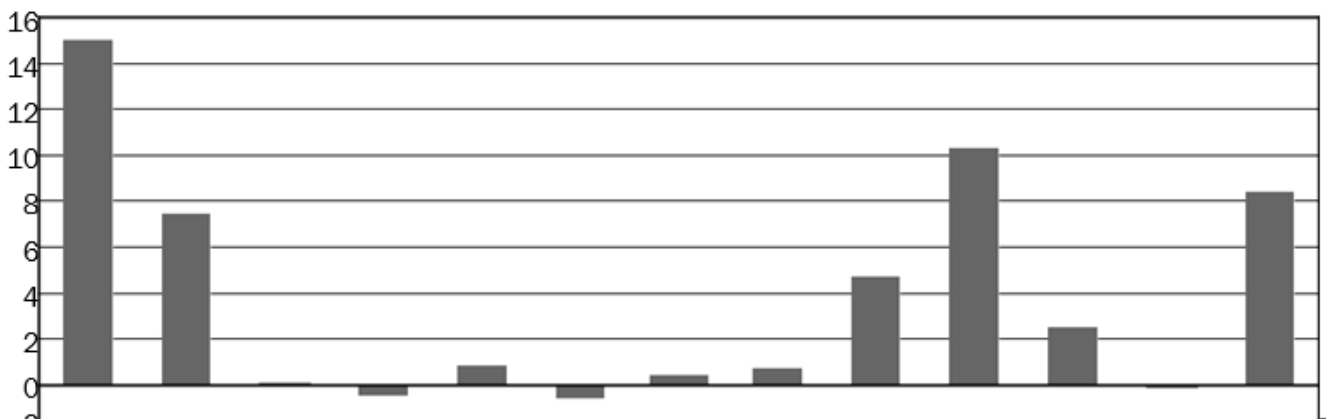
İstiqraz satıldıqdan sonra məbləğin qalan hissəsini ödəmək öhdəliyi yeni sahibinə keçir.

Planlaşdırılan növbəti istiqrazlı kreditin uğuru üçün hökumət obyektiv qiymətləndirmək və öz maraqlarını potensial investorların maraqları ilə birləşdirməyə məcburdur. Söhbət dövlət istiqrazları üzrə müəyyən edilmiş faiz dərəcəsindən gedir, onun ölçüsü bir sıra amillərdən asılıdır. Onlardan biri investorun dövlət borc alətlərinə etimadının dərəcəsidir ki, bu da hökumətin borc öhdəliklərini yerinə yetirməsinin uzunmüddətli sabitliyi ilə bağlıdır. Kredit reytingi nə qədər yüksək olarsa, faiz dərəcəsi də bir o qədər aşağı investorları qane edər. Digər amil ölkədəki inflyasiyanın səviyyəsidir ki, bu da cəmiyyətdəki bütün borc münasibətlərinə qlobal təsir göstərir. İnflyasiya nə qədər aşağı olarsa, kreditorlar bir o qədər aşağı faiz dərəcəsini qəbul edəcəklər.

İnkişaf etmiş ölkələrdə dövlət istiqrazlarının milli bazarlarının təşkili bir çox cəhətdən oxşardır və eyni zamanda, hər bir ölkənin özünəməxsus xüsusiyyətləri vardır.

ABŞ dünyanın ən böyük dövlət istiqrazları bazarına malikdir. Ölkə bazarı üç seqmentə bölünür: qısamüddətli, ortamüddətli və uzunmüddətli dövlət istiqrazları. Qısamüddətli seqment sıfır kuponlu diskont alətləri olan xəzinə vekselləri və dövlət istiqrazları ilə təmsil olunur. Xəzinə istiqrazları və T-Bondlar orta müddətli seqmenti təmsil edir. Onlar 2 ildən 10 ilə qədər ödəmə müddəti olan kupon kağızlarıdır. Uzunmüddətli seqment 10 ildən artıq müddətə buraxılmış kuponlu xəzinə istiqrazları və T-Bond ilə təmsil olunur. Ödəmə müddətinə qalan vaxtdan asılı olmayaraq, onlar xəzinə istiqrazları statusuna malik olmağa davam edirlər.<sup>25</sup>

Xarici ölkələrin 2018-2019-cu il üzrə iki illik dövlət istiqrazlarının gəlirliliyi Şəkil 3-də əks olunmuşdur.



Braziliya  
Hindistan  
İtaliya  
Almaniya  
Portuqaliya  
İsveçrə  
Böyük  
Britaniya  
ABŞ  
Meksika  
Rusiya  
Çin

Şəkil 5. Xarici ölkələrin 2018-2019-cu illər üzrə iki illik dövlət istiqrazlarının gəlirliliyi, %

Bazar iştirakçıları ABŞ Federal Ehtiyat Sistemi (FRS) tərəfindən tanınan əsas dilerlərdir. ABŞ Xəzinədarlığı Departamenti iki növ təklif təqdim etməklə iştirak etdikləri hərracları keçirir, yəni: rəqabətli və qeyri-rəqabətli. Rəqabətli təkliflərdə ilkin dilerlər almaq istədikləri qiymətli kağızların sayını və onlardan arzu olunan gəlir dərəcəsini göstərir. Qeyri-rəqabətli tender təklifləri yalnız rəqabətli təkliflər üçün müəyyən edilmiş orta gəlirlilik dərəcəsi ilə alınacaq qiymətli kağızların sayını ehtiva edir.

Təkrar bazarda market-meyker kimi tanınan ilkin dilerlərin vəzifəsi ilkin bazarda hərraclarda alınmış dövlət qiymətli kağızları üçün ikitərəfli kotirovkalar təqdim etməkdir. Təkrar bazarda, həmçinin topdansatış əməliyyatlarının anonimliyində maraqlı olan iri dilerlər arasında vasitəçilik edən dilerlərarası brokerlərin kiçik bir kateqoriyası da mövcuddur.

Böyük Britaniya, ABŞ kimi, üç segmentə bölünmüş dövlət istiqrazları bazarına malikdir. Fərq ondadır ki, qısamüddətli qiymətli kağızların ödəmə müddəti 5 ilə qədər, ortamüddətli - 15 ilə qədər və uzunmüddətli - 30 ilə qədərdir.

Böyük Britaniyanın birinci dərəcəli dövlət qiymətli kağızları "qızıl kənarlı" istiqrazlar adlanır (qiymətli kağızların sertifikatlarında qızılı rəngli haşiyə var).<sup>26</sup>

Xatırladaq ki, ölkədə bazarların müvəqqəti bölgüsü istiqrazların buraxıldığı vaxtdan deyil, onların geri alınmasına qədər qalan müddətdən asılı olaraq müəyyən edilir. Bundan əlavə, Britaniya Xəzinədarlığının hələ 18-ci əsrdə buraxılmış müddətsiz istiqrazları dövrüyyədədir. Hazırda rekord aşağı gəlirlilik dərəcəsi ilə 100 illik və yeni müddətsiz dövlət istiqrazlarının buraxılması imkanları nəzərdən keçirilir. Britaniya dövlət istiqrazlarının dövlət departamentini və ya buraxılış məqsədini göstərən müəyyən adları var, məsələn - Konversiya, Xəzinədarlıq, Maliyyə, Müharibə kreditləri və s.

Böyük Britaniyanın dövlət qiymətli kağızları bazarının strukturu, 1986-cı ildə Maliyyə Xidmətləri Aktının qəbulundan sonra ABŞ bazarı ilə çoxlu oxşarlıqlara malikdir.

Yaponiya, Böyük Britaniya kimi, kreditlərin təyinatı ilə bağlı müəyyən adlarla dövlət istiqrazları buraxır, məsələn, tikinti kreditləri, büdcə kəsirinin maliyyələşdirilməsi üçün kreditlər və s. kimi nümunələri göstərmək olar. Onların statusu fərqlənmir. Əvvəllər ənənəvi olaraq 10 il olan uzunmüddətli istiqrazların tədavül müddəti indi uzadılmışdır.

Banklar, institusional investorlar və qiymətli kağızlar üzrə ixtisaslaşmış ticarət şirkətləri - anderrayterlər növbəti dövlət krediti məbləğinin əksəriyyətinə (60%) abunə olurlar. Anderrayterlərin imza atmadığı kreditin kiçik bir hissəsi hərrac şəklində geniş investorlara satılır. Anderrayterlərə təklif olunan qiymətli kağızların alış qiyməti nisbətən aşağı anderraytinq mükafatı ilə azaldılmış hərraca təqdim edilmiş rəqabətli təkliflərin orta qiyməti əsasında müəyyən edilir.

Almaniya əsasən tədavül müddəti 10 il və ya daha çox olan uzunmüddətli dövlət istiqrazları buraxır. Yaxın keçmişdə, ölkə birləşdikdən sonra, dövlət qondarma buraxmağa başladı. Bütün növ istiqrazların ölkənin fond birjalarında

---

<sup>26</sup> Qaraxanov N.N. Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin qarışması // İqtisadiyyat və Maliyyə jurnalı No3 (142). 2008.

rəsmi kotirovkaları var, lakin Yaponiya kimi, əməliyyatların çoxu birjadankənar bazarda baş verir, burada iştirakçı qismində iri banklar çıxış edir.

### 2.3. İnkişaf etməkdə olan iqtisadiyyatda dövlət istiqrazlarının fiskal siyasətə təsirinin araşdırılması

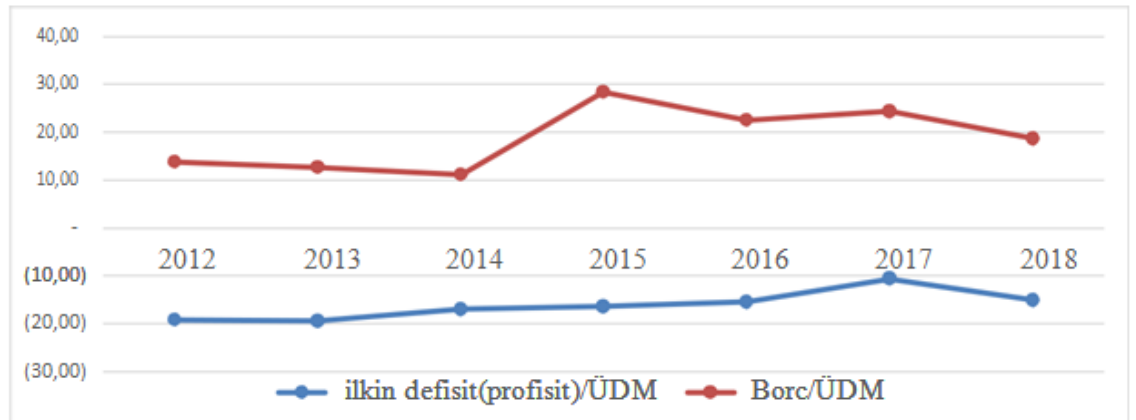
Fiskal siyasətin aparılmasının əsas prinsiplərindən biri də fiskal siyasətin davamlılığı prinsipidir. O, tələb edir ki, bütün vaxtlarda dövlət borcunun yığılmış həcmi gələcək büdcə profisitinin cari dəyəri ilə təmin olunsun. Öz növbəsində, inflyasiyanın dinamikası ümumi qəbul edilmiş monetar yanaşma çərçivəsində qurulur. Fiskal siyasət və dövlət istiqrazlarının qarşılıqlı təsirinin təhlilinə iki əsas yanaşmanı - inflyasiyanın fiskal nəzəriyyəsini və qiymət səviyyəsinin müəyyən edilməsinin fiskal nəzəriyyəsini nəzərdən keçirmək lazımdır.

Azərbaycanda fiskal dayanıqlılığın qiymətləndirilməsi məqsədi ilə altı formada hesablamalar aparılır. Bu hesablamalar aşağıdakılardır:



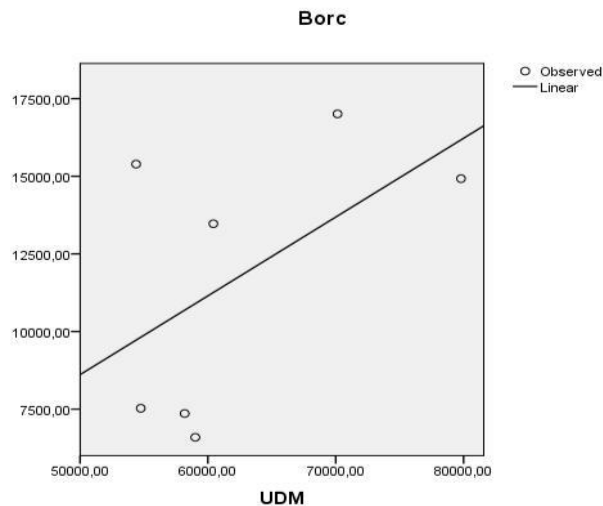
Şəkil 6. Azərbaycanda fiskal dayanıqlılığın formaları

Fiskal dayanıqlıq əsasən ilkin balans və borcun ÜDM-ə nisbətindən asılıdır. Azərbaycan üzrə bu asılılıq 2012-2018-ci illər üzrə aşağıdakı qrafikdə əks olunmuşdur.



Şəkil 7. İlk balans və borcun ÜDM-ə nisbəti

Fiskal dayanıqlığı təhlil edərkən, müşahidə olunmuşdur ki, borc və ÜDM arasında uyğunluq mövcuddur. Borc və ÜDM arasındakı əlaqəni aydınlaşdırmaq məqsədilə SPSS proqramının köməyi ilə reqressiya analizi aparılmış və aşağıdakı qrafik əldə olunmuşdur.



Şəkil 8. Borc və ÜDM reqressiya analizi

Borc və ÜDM nisbətindən əlavə vergi gəlirləri ilə borca xidmət xərcləri arasında da əlaqə müəyyən edilmişdir. Belə ki, vergi gəlirləri ilə borca xidmət xərclərinin nisbəti sırf vergi gəlirləri ilə borcun hansı səviyyədə ödənilə biləcəyini analiz etməyə imkan verir. Azərbaycanda vergi gəlirləri və borca



xidmət xərcləri 2012-2018-ci illər üzrə tədqiq edilmiş və aşağıdakı şəkildə ümumiləşdirilmişdir.

Cədvəl 7.

Vergi gəlirləri və borca xidmət xərcləri münasibəti

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cəmi vergidən gəlirlər	6696600.0	7958200.0	8858000.0	9099200.0	8677000.0	10565000.0	11264000.0
Dövlət borcuna xərclər	624822.6	1561375.1	1561004.1	1549404.3	2499470.3	3283599.4	4525555.0
Vergi gəlirləri/Dövlət borcuna xərclər	10.7	5.1	5.7	5.9	3.5	3.2	2.5

İqtisadi ədəbiyyatda fond bazarları adətən üç böyük qrupa bölünür:<sup>27</sup>

- inkişaf etmiş bazarlar;
- inkişaf edən bazarlar;
- inkişaf etməkdə olan bazarlar.

Fond bazarının inkişafı ölkə iqtisadiyyatının inkişafı ilə paralel həyata keçirilir.

Formalaşmaqda olan fond bazarı dedikdə, bazar iştirakçıları, onun alətləri və əməliyyatları nöqtəyi-nəzərindən öz strukturunun formalaşması prosesində olan fond bazarı başa düşülür. İnkişaf etməkdə olan birja dedikdə isə strukturunun transformasiyası, böyüməsi və mürəkkəbliyi prosesində olan, xüsusiyyətləri bütövlükdə ölkə iqtisadiyyatının inkişaf edən xarakteri ilə müəyyən edilən ölkənin az və ya çox formalaşmış fond bazarı başa düşülür.

<sup>27</sup> Rubtsov B.B. Dünya maliyyə bazarı//Portfel investoru. -2009, № 10.

İnkişaf etmiş fond bazarı dedikdə, öz növbəsində yüksək inkişaf etmiş struktur səviyyəsində olan, inkişaf etmiş ölkənin iqtisadiyyatına tam adekvat olan birja başa düşülür.

İqtisadi nəzəriyyə və praktikada müəyyən bir ölkənin fond bazarının inkişafının hansı kateqoriyasına aid olduğunu müəyyən etməkdə fərqlər var və buna uyğun olaraq vahid qəti standartlar yoxdur. Bununla əlaqədar olaraq, müvafiq ölkənin fond bazarının yuxarıda göstərilən üç kateqoriyadan hansına aid olduğunu müəyyən etmək mümkün olan meyarları daha dəqiq müəyyən etmək lazımdır.

Fikrimcə, inkişaf etməkdə olan bazar anlayışı yalnız “yaradılma” mərhələsinə aid olan birja anlayışıdır, lakin fond bazarlarının inkişaf etməkdə olan və inkişaf etməkdə olanlara bölünməsi ilə bağlı anlayış deyil. Artıq formalaşmış və fəaliyyət göstərən hər bir fond bazarı ya inkişaf etməkdə olan, ya da inkişaf etmiş bazardır. Buna görə də birlikdə nəzərdən keçirilən üç anlayış fond bazarının inkişaf prosesinə istinad edir, əvvəlcə bazar formalaşır, daha sonra inkişaf edir və fond bazarının inkişaf dərəcəsi asılı olaraq, birjanın inkişaf mərhələsindən asılı olaraq, birjanın inkişafı prosesi gedir. Lakin formalaşmaqda olan və inkişaf etməkdə olan fond bazarı anlayışları inkişaf etməkdə olan bazar anlayışından ayrı götürülərək yalnız fond bazarının inkişaf dərəcəsini xarakterizə edir.

Dövlət istiqrazları bazarının inkişaf dərəcəsi, öz növbəsində, konkret kəmiyyət və keyfiyyət göstəriciləri ilə müəyyən edilir.

Əsas kəmiyyət göstəriciləri aşağıdakılar ola bilər: <sup>28</sup>

- iqtisadiyyatın maliyyə dərinliyi;
- pul kütləsinin ÜDM-ə nisbəti;
- daxili kreditin ÜDM-ə nisbəti;
- səhmlərin kapitallaşmasının ÜDM-ə nisbəti;
- qiymətli kağızların borcunun ÜDM-ə nisbəti;

---

<sup>28</sup> Qaraxanov N.N. Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin qarışması // İqtisadiyyat və Maliyyə jurnalı No3 (142). 2008.

– iqtisadiyyatın mövcudluğu və inkişaf səviyyəsi.

İqtisadiyyatın maliyyə dərinliyi fond bazarının inkişaf səviyyəsini müəyyən edən əsas kəmiyyət göstəricisidir. Nə qədər dərin olarsa, birjanın kapitallaşması bir o qədər yüksək olar və buna görə də birja bir o qədər inkişaf etmiş olar. Maliyyə dərinliyi iqtisadiyyatın inkişafı nəticəsində formalaşır, müvafiq olaraq, ölkə nə qədər çox inkişaf edirsə, iqtisadiyyatda pul kütləsi də bir o qədər çox olur.

Fond bazarının inkişaf səviyyəsini müəyyən edən keyfiyyət göstəriciləri maliyyə institutlarının sayı və etibarlılığı, fond bazarının tənzimlənməsi sisteminin səmərəliliyi, adekvat qanunvericiliyin mövcudluğu, bazarda iştirak üçün sadələşdirilmiş şərtlər, yüksək texnoloji səviyyədir. infrastruktur. Bu keyfiyyət göstəricilərinin mövcud olduğu şəraitdə fond bazarı səmərəli fəaliyyət göstərir və bununla da onun yüksək inkişaf dərəcəsini əks etdirir.

Fond bazarının fəaliyyəti iqtisadiyyatda mülkiyyət strukturu ilə sıx bağlıdır. Müasir dünya iqtisadiyyatında mülkiyyət strukturunun iki qütübü mövcuddur:

1 - iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsinə dövlətin nisbətən az təsiri olan fraksiya və ya “pərakəndə” struktur. Bu tip mülkiyyət strukturu ən çox ABŞ və Böyük Britaniyada inkişaf etdiyi üçün bu modeli Anglo-Amerika modeli (“səhmdar kapitalizmi”) adlandırırlar.

2 - mülkiyyət strukturunda və iqtisadiyyatın maliyyələşdirilməsində şirkətlərin, bankların və dövlətin əhəmiyyətli payı olan, “toplu” xarakter daşıyan mülkiyyət strukturu. Bu model Yaponiya, Fransa və Almaniya kimi ölkələr üçün xarakterikdir (“paydaş kapitalizmi”).

Dünya fond bazarlarının əksəriyyəti Anglo-Sakson modelindən fərqli olaraq borc üzərində qurulur. Və həqiqətən də, 65 ölkədən 49-nun (75%) təhlilində daxili kredit fond bazarının kapitallaşmasından çoxdur. Birja fond bazarlarının təxminən 45-50%-i, istiqrazların həcmi birjanın ölçüsünü üstələyir.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> Rubtsov B.B. Dünya maliyyə bazarı//Portfel investoru. -2009, № 10.

Səhm kapitalının mülkiyyətinin təmərküzləşməsi, onların kütləvi və likvid fond bazarının formalaşmasına mane olan “toplu” strukturunun yaradılması ilə bağlı oxşar tendensiyalar MDB üzvü olan ölkələr, o cümlədən Azərbaycan üçün də xarakterikdir.

Dünya Bankının məlumatına görə, aydındır ki, bu ölkələrdə nəzarət edən sahiblər kimi menecerlərin nisbəti son vaxtlar artıb. Səhmdarlıqda işçilərin iştirakının azalması ilə pərakəndə investorların payı olduqca kiçikdir.

Aparılmış müqayisəli təhlil göstərir ki, Azərbaycanda daha çox parçalanmış və pərakəndə satışda olan anqlosakson modelinin əvəzinə, iri korporativ, daha sonra isə ailə mülkiyyətçilərinin üstünlüyünə əsaslanan topdansatış mülkiyyət strukturunun yaradılması tendensiyası mövcuddur. Bu tendensiya sırf regional hadisə deyil. Bu, əksər ölkələr, ilk növbədə keçid iqtisadiyyatı və ya inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün xarakterikdir.

İqtisadiyyatın mülkiyyət strukturunun təməlində böyük ölçüdə əhalinin sosial-iqtisadi davranışı durur. Əhalinin milli xarakter, din və ənənə kimi ənənəvi dəyərləri, öz növbəsində, birja və digər maliyyə bazarlarında subyektlərin sözdə iqtisadi davranışına təsir göstərir. Müvafiq olaraq, fond bazarının inkişafı təkcə sırf iqtisadi meyllərdən deyil, həm də bir sıra sosial-mədəni amillərdən asılıdır. Əsas sosial-mədəni amillərə milli davranış xüsusiyyətləri, mədəni və dini ənənələr daxildir.

Borcun əsas hissəsini daxili borclar təşkil edən yüksək inkişaf etmiş ölkələrdən fərqli olaraq, ikinci halda bu, əsasən xarici borcdur. Ən böyük borcu olanlar arasında Afrika və Latın Amerikasına ölkələri var. Əksər Afrika ölkələrinin borcları ən az təminatlı olanlar arasında idi. Xüsusilə, onların çoxu SSRİ-yə silah tədarükünə görə borclu idi. 2008-ci ilin iyulunda Rusiya tərəfindən Afrika ölkələrinin 16 milyard dollarlıq borcları silindi. Latın Amerikasına gəlicə, 80-

90-cı illərdəki bir sıra böhranlardan sonra regionun ən böyük ölkələrinin xarici borcu artıb və böyüməkdə davam edir.<sup>30</sup>

Hər bir ölkə üçün daxili və xarici borcun limitləri hər il hökumətin hər bir səviyyəsində qanunlar və büdcə qərarları ilə müəyyən edilir.

---

<sup>30</sup> Bryuxovetskaya S.V. və Rubtsov B.B.,Maliyyə bazarları: dərslik, red.. -M.: KNORUS, 2018.

## **FƏSİL 3. DÖVLƏT BORCLANMASININ İDARƏ EDİLMƏSİ VƏ FİSKAL SİYASƏT**

### **3.1. Qlobal borc problemi və milli iqtisadiyyatlar üçün risklər**

Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın formalaşmasının əsas səbəbi dövlət büdcəsinin kəsiridir.

Dövlət istiqrazları hesabına borclanma üzrə yığılmalar vergi yükünün gələcək nəsillərin üzərinə keçməsinə, gəlirlərin əhali arasında yenidən bölüşdürülməsinə, habelə dövlət qiymətli kağızlarının buraxılması hesabına özəl investisiyaların azalmasına səbəb ola bilər.

Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın idarə edilməsi dedikdə, kreditlərə gəlirlərin ödənilməsi, həmçinin kreditlərin ödənilməsi, artıq verilmiş kreditlərin şərtlərinin dəyişdirilməsi və yeni dövlət qiymətli kağızlarının buraxılması şərtlərinin müəyyən edilməsi üzrə dövlət tədbirlərinin məcmusu başa düşülür. Bu, dövlətin maliyyə siyasətinin istiqamətlərindən biridir. Dövlət borcunun idarə edilməsi prosesi aşağıdakı funksional elementləri əhatə edir:<sup>31</sup>

- borclanmanın planlaşdırılması, dövlət borc öhdəliklərinin buraxılması və yerləşdirilməsi qaydasının, şərtlərinin müəyyən edilməsi;
- kreditlərin yerləşdirilməsi, onlar üzrə faiz gəlirlərinin ödənilməsi, borcun yenidən maliyyələşdirilməsi və ödənilməsi üzrə əməliyyatların aparılması yolu ilə borc öhdəliklərinə xidmət göstərilməsi;
- dövlət borcunun vəziyyətinə nəzarət.

Dünya praktikasında dövlət borcunun idarə edilməsinin ən mühüm istiqamətlərindən biri ümumi borcun sabit məbləği ilə dövlət borcunun tərkibinin və strukturunun idarə olunmasıdır. Borcların idarə edilməsinin tənzimlənməsinin obyektləri bunlardır:<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Əzizova G.A. Dövlətin sərmayə-innovasiya startegiyaları/ Dərs vəsaiti. Bakı 2012, s. 214 .

<sup>32</sup> Voronin, Yu.V. Dövlət borcunun idarə edilməsi / Yu. V. Voronin, V. A. Kabaşkin // İqtisadçı. 2006. - №1. səh 58 - 67.

- müxtəlif borc öhdəliklərinin tədavül şərtlərinin strukturunu dəyişdirməklə dövlət öz borcunu qismən və ya tamamilə restrukturizasiya etməyə nail olur;
- kreditorların strukturu, ondakı rezidentlərin və qeyri-rezidentlərin nisbəti, habelə müəyyən kateqoriyalı kreditorlar üçün nəzərdə tutulmuş bazar və qeyri-bazar kreditlərinin nisbəti;
- ümumi dövlət borcunun məbləği.

Dövlətin daxili və xarici borcunun məbləğinin tənzimlənməsi və məqbul səviyyədə saxlanması dövlət borcunun idarə edilməsində müəyyənəddici məqamdır ki, bu da praktikada bir sıra məhdudiyyətlərin müəyyən edilməsində reallaşır. Xüsusilə, pul ittifaqına daxil olmaq istəyən ölkələr üçün büdcə meyarları (Maastrixt kriteriyaları) maraq doğurur. Avropa İttifaqında qəbul edilmiş Maastrixt standartına əsasən, borc yükü nisbətinin ÜDM-in 60%-dən çox olmaması tövsiyə olunur. Bu həddlər keçərsə, hökumətlər Aİ tərəfindən cəzaların tətbiqi imkanlarını nəzərdən keçirməlidirlər (məsələn, əvvəlcədən təsdiq edilmiş prosedura uyğun olaraq cərimələrin ödənilməsi). Eyni zamanda, iqtisadiyyatda “ciddi tənəzzül” adlanan vəziyyət (ÜDM-in ildə 2%-dən çox azalması ilə) zamanı dövlət büdcəsinin kəsirini cərimələr tətbiq etmədən də artırmaq olar.<sup>33</sup>

Dünyada dövlət borcunun idarə edilməsinin ən geniş yayılmış üsullarından biri dövlət borcunun yenidən maliyyələşdirilməsidir ki, bu da yeni kreditlərin yerləşdirilməsi yolu ilə dövlət borcunun bir hissəsinin ödənilməsinə nəzərdə tutur. Kredit üzrə gəlirlərin ödənilməsi və onların ödənilməsi büdcə vəsaiti hesabına həyata keçirilir, lakin dövlət borcunun əhəmiyyətli dərəcədə artması və artan büdcə çətinlikləri şəraitində dövlət dövlət borcunu yenidən maliyyələşdirməyə məcbur ola bilər. Bu üsul borc götürən hökumətdən yüksək maliyyə reputasiyası tələb edir. Qlobal maliyyə bazarında borc alan ölkələrin nüfuzu beynəlxalq

---

<sup>33</sup> Gulyaeva O. S., Usmanskaya V. G. Dövlət borcu: mahiyyəti, nəticələri və qaytarılma imkanı / Universitetin iqtisadi bülleteni. Alim və aspirantların elmi məqalələr toplusu, No 29.1, 2016, səh.222.

reytinq agentlikləri tərəfindən beynəlxalq reytinq qaydalarına uyğun olaraq onlara verilən reytinqlərlə ifadə olunur.

Maliyyə böhranı şəraitində borcun restrukturizasiyasına ehtiyac var. Borcların restrukturizasiyası dövlət və ya bələdiyyə borcunu təşkil edən borc öhdəliklərinə müqavilə əsasında xitam verilməsi və bu borc öhdəliklərinin öhdəliklərə xidmət göstərilməsi və ödənilməsi üçün müxtəlif şərtləri nəzərdə tutan digər borc öhdəlikləri ilə əvəz edilməsidir. Əsas borcun məbləğinin qismən silinməsi (azaldılması) ilə borcun restrukturizasiyasını tətbiq etmək mümkündür.

Çətin iqtisadi vəziyyətdə, artan kəsir, borcları tam və vaxtında ödəmək iqtidarında olmadıqda hökumət dövlət borcunun konsolidasiya, konvertasiya, ödənişin təxirə salınması, unifikasiyası, ləğvi kimi tədbirlərə əl ata bilər.

Borclu ölkələr şərti olaraq iki qrupa bölünür:

1. Yüksək həyat səviyyəsi və inkişaf etmiş iqtisadiyyatı olan borclu ölkələr;
2. iqtisadiyyatı zəif inkişaf etmiş borclu ölkələr.

2020-ci il korona böhranı ən azı yarım əsrdə qlobal borcun illik ən yüksək artımına səbəb oldu və bu zirvə onilliklər boyu davam edən borc artımı dalğasını izlədi. Dünya Bankının baş iqtisadçısı Carmen Reinhart və Harvard professoru Kennet Rogoffun müəllifi olduğu Dünya Bankının sorğusuna görə, inkişaf etmiş ölkələr üçün aşağı dərəcələri nəzərə alınmaqla, borclara xidmət idarəolunan görünsə də, qabaqcıl iqtisadiyyatlar üçün hesablamalar inkişaf etməkdə olan bazarlara aid deyil.

Birinci pandemiya ilində qlobal borc ÜDM-in 29 faizindən ÜDM-in 262%-nə çatması ən azı yarım əsrdə ən böyük artımdır. Borc artımı geniş miqyasda olmuşdur və həm dövlət, həm də özəl sektor borcları, həm daxili, həm də xarici borcları əhatə etmişdir. İnkişaf etməkdə olan ölkələrin borcu ÜDM-nin 206%-nə, inkişaf etmiş ölkələrin borcu ÜDM-in 300%-nə çatmışdır. Yəni, qlobal borcun beşdə ikisi inkişaf etmiş ölkələrin payına düşür.<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyi, URL: [www.maliyye.gov.az](http://www.maliyye.gov.az).



Bununla belə, inkişaf etmiş ölkələrin aşağı göstəricilərini nəzərə alaraq, borclara xidmət onlar üçün idarə edilə bilər. Məsələn, ABŞ-da hökumət borcunun dərəcələri 2021-ci ilin iyulunda qlobal maliyyə böhranından əvvəl 2%-dən mənfi 1%-ə düşüb. İnkişaf etmiş ölkələr üçün iqtisadi artım tez-tez dövlət borcunun dərəcələrini üstələyir. İqtisadçılar bildirirlər ki, onların bəzilərində borclara xidmət xərcləri hətta azalıb.

İnkişaf etməkdə olan ölkələr üçün 2014-cü ildən bəri, hətta dərəcələr iqtisadi artım templərindən aşağı qaldıqda belə, dövlət borcuna xidmətin faiz xərcləri davamlı olaraq artmışdır. Bundan əlavə, son illərdə bir çox suveren reytinglər aşağı salındı və bu, pandemiya ilə gücləndirilmiş bir tendensiya olan borcun dəyərini artırdı. İnkişaf etmiş ölkələrdə pul siyasətinin normallaşdırılması qlobal faiz dərəcələrinin artmasına səbəb olarsa, inkişaf etməkdə olan ölkələrin borclarına xidmət yükü daha da arta bilər.

Bundan əlavə, çox yüksək borc səviyyəsi aşağı artıma uyğun gəlir. Birincisi, inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün yüksək borc adətən yüksək borclara xidmət xərcləri deməkdir - artan borclanma, daha yüksək vergilər və dövlətin əsas funksiyaları da daxil olmaqla (səhiyyə və təhsil daxil olmaqla) aşağı dövlət xərclərinin kombinasiyası ilə maliyyələşdirilir. İkincisi, yüksək borc iqtisadi və siyasi qeyri-müəyyənliyi gücləndirə bilər ki, bu da artımı zəiflədir - məsələn, özəl investisiyaları azaltmaqla.

Bundan əlavə, aşağı faiz dərəcələri dövrləri qəfil sona çata bilər və bu, inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün inkişaf etmiş ölkələrlə müqayisədə daha böyük problemdir: yüksək borc səviyyəsinə malik olan ölkələrdə, adətən, artım və faiz arasında daha yüksək uçurum olur və bu, daha sürətlə pisləşir.

Dünya Bankının sorğusunun müəllifləri belə qənaətə gəlirlər ki, sürətli iqtisadi artım amilinə əsaslanaraq ehtiyatla aparılmalıdır. Birincisi, keçmişdə iqtisadi artımı üstələyən borcun azaldılması epizodlarını tez-tez şoklar nəticəsində borcun genişlənməsi dövrləri izlədi. İkincisi, son beş onillikdə üstünlük təşkil edən əlverişli artım tempi növbəti 10 ildə yox ola bilər: hətta koronavirusdan

əvvəl qlobal iqtisadiyyat onillikdə məhsuldarlığın yavaşlaması və zəif investisiya artımı ilə üzləşdi və pandemiya potensialın yavaşlamasını daha da gücləndirə bilər. Üçüncüsü, inflyasiya təzyiqi səbəbindən faiz dərəcələri yüksəlməyə başlaya bilər.

Fiskal konsolidasiya büdcə xərclərini azaltmaqla və ya vergiləri artırmaqla onun gəlirlərini artırmaqla borc vəziyyətini yaxşılaşdırma bilər. Müəlliflər yazır ki, növbəti bir neçə ildə bir çox ölkə pandemiyanın yaratdığı rekord kəsirlərdən sonra bəzi maliyyə konsolidasiyasını planlaşdırır. Fiskal balansların pisləşməsi də geniş yayılmışdı və ölkələrin 80%-dən çoxunu əhatə etmişdir.<sup>35</sup>

İnkişaf etmiş iqtisadiyyatlarda üç xüsusiyyətə malik yeni fiskal siyasət konsensusu yaranmışdır:

- birincisi, iqtisadi artımı dəstəkləmək üçün stimül lazımdır;
- ikincisi, stimül fiskal olmalıdır, çünki əksər iri iqtisadiyyatlarda pul siyasəti dərəcələri sıfır aşağı həddə yaxındır;
- üçüncüsü, borcun davamlılığı ilə bağlı narahatlıqlar faiz dərəcələrinin artımdan aşağı qalacağı ehtimalı ilə azaldılır.

İnkişaf etməkdə olan ölkələrdən fərqli olaraq, reallıq inkişaf etməkdə olan ölkələr üçün fərqli görünür və bəziləri üçün maliyyə konsolidasiyası borc yükünü azaltmaq üçün məqbul həll ola bilər. Birincisi, inkişaf etməkdə olan ölkələrdə iqtisadi artım və dərəcələrlə bağlı qeyri-müəyyənlik daha yüksəkdir. İkincisi, maliyyə bazarının gərgin olduğu dövrlərdə inkişaf etməkdə olan ölkələr inkişaf etmiş iqtisadiyyatlarla müqayisədə bazara çıxışı itirmək ehtimalı daha yüksəkdir və fiskal konsolidasiya qaçılmaz olur.

Özəlləşdirmə qısamüddətli likvidlik çatışmazlığının aradan qaldırılmasında faydalı ola bilər, lakin dövlət aktivlərinin özəl mülkiyyətə verilməsindən əldə edilən səmərəlilik artımı ilə müşayiət olunmasa, dövlət maliyyəsinin uzunmüddətli trayektoriyasını yaxşılaşdırma bilməz. Məsələn, Yunanıstanda son

---

<sup>35</sup> Bryuxovetskaya S.V. və Rubtsov B.B., Maliyyə bazarları: dərslik, red.. -M.: KNORUS, 2018.

özəlləşdirmələr qarışıq nəticələr verdi: su xidmətlərinin özəlləşdirilməsi investisiya və ya xidmətlərə çıxışı yaxşılaşdırmadı, hava limanlarının özəlləşdirilməsi isə onların səmərəliliyini artırdı.

Bundan əlavə, xarici investorlar da daxil olmaqla bazara daha asan giriş və daha yaxşı tənzimləmə kimi tamamlayıcı siyasətlər özəlləşdirmənin uğuru üçün vacibdir, lakin bu, inkişaf etməkdə olan ölkələrin inkişaf etmiş ölkələrdən geri qaldığı sahələrdir.

İnflyasiyanın sürətlənməsi - nominal büdcə xərclərini dərəcələrin artımından daha tez artırdıqda - real borcun yükünü azalda bilər. Məsələn, ABŞ-da İkinci Dünya Müharibəsindən sonra inflyasiya on il ərzində dövlət borcunun həcmi üçdə bir azaldı. Latın Amerikasında 1980-ci və 1990-cı illərin əvvəllərində hiperinflyasiya dövlət borcunu əhəmiyyətli dərəcədə azaldı.<sup>36</sup>

Lakin kifayət qədər yüksək inflyasiya yaratmaq mümkün olsa belə - son onilliklərdə onu nəzarətdə saxlayan struktur amillərinin əksinə olaraq - o zaman həqiqətən yüksək artım tələb olunacaq və inflyasiyanın aşağı və sabit səviyyəyə qayıtması üçün sonrakı azalma buna səbəb olacaq. Bundan əlavə, xarici valyutada borcun yüksək payı ilə milli valyutanın inflyasiya səbəbindən ucuzlaşması yalnız borclara xidmət xərclərini artıracaq. Nəhayət, yüksək inflyasiya investorların inamını sarsıdır və gözləntilərə təsir etməyə başlayanda, əlavə maliyyə repressiyaları ilə müşayiət olunmasa, borcun azaldılması vasitəsi kimi faydasız olur.

Maliyyə repressiyası hökumət tərəfindən başqa borcalanlara yönəldilən vəsaitlərdən istifadəyə, yəni maliyyə sektoru hesabına vəsaitlərin büdcənin xeyrinə yenidən bölüşdürülməsinə yönəlmiş siyasətdir. Bu, məsələn, məcburi dövlət istiqrazlarının geri alınması tələbləri, dövlət layihələrinə məcburi yönəldilmiş kreditlərin verilməsi, həmçinin tənzimləmə – faiz dərəcələrinin hədləri, portfelin normalaşdırılması, yüksək ehtiyat tələbləri, kapitala nəzarət

---

<sup>36</sup> Gulyaeva O. S., Usmanskaya V. G. Dövlət borcu: mahiyyəti, nəticələri və qaytarılma imkanı / Universitetin iqtisadi bülleteni. Alim və aspirantların elmi məqalələr toplusu, No 29.1, 2016, səh.222.

vasitəsilə həyata keçirilir. Aşağı nominal faiz dərəcələri borcun xidmət xərclərini azaltmağa kömək edir, mənfə real dərəcələr isə onun real dəyərini aşağı salır. İnflyasiya kimi, bu üsul yalnız daxili valyuta borcları üçün işləyir.

İkinci Dünya Müharibəsindən sonra 12 qabaqcıl iqtisadiyyatda maliyyə repressiyaları dövlət borcunu mənfə dərəcələrə görə aradan qaldıraraq onu hər il ÜDM-in 1-5%-i qədər azaldıb. Məsələn, Fransada real faiz orta hesabla mənfə 9% olan müharibədən sonra demək olar ki, dördü bir əsr ərzində istiqraz sahiblərinin sərvətini maliyyə repressiyası məhv etdi. Mənfə real məzənnələrə görə dünya rekordçusu Argentinadır, burada 1946-1980-ci illərdə iki il istisna olmaqla, hamısı mənfə idi.<sup>37</sup>

2007-2009-cu illərdə global maliyyə böhranından sonra ölkələrin həyata keçirdikləri tədbirlərin bəziləri maliyyə repressiya xüsusiyyətlərinə malik idi. Məsələn, mərkəzi bankların balansında olan külli miqdarda dövlət borcunu, eləcə də avrozonada böhran zamanı bank aktivlərinin daxili dövlət istiqrazlarının xeyrinə dəyişməsinə belə hesab etmək olar. Eyni şəkildə, maliyyə sabitliyi ilə bağlı narahatlıqlar, lakin bank aktivlərinin milli borclar istiqamətində yenidən bölüşdürülməsi və ya inkişaf etməkdə olan ölkələrdə milli aktivlərin xeyrinə əmanətlərin “ələ keçirilməsinə” səbəb olan pensiya fondunun investisiyalarına və kapitala nəzarətə qoyulan məhdudiyyətlərdən irəli gələn makroprudensial tənzimləmələr maliyyə ilə əlaqələndirilir.<sup>38</sup>

Keçmişdə maliyyə repressiyaları borcların azaldılmasında mühüm rol oynasa da, bu, borcları azaltmaq üçün baha başa gələn bir üsuldur, çünki bu, əmanətlərin daha məhsuldar istifadəsinə mane olur. Faiz dərəcələrinə nəzarət investisiyaların azalmasına, aktivlərin bölüşdürülməsində təhriflərə, kiçik borcalanların maliyyəyə çıxışının azalmasına, daha qısa borclara keçidə və bank

---

<sup>37</sup> Bryuxovetskaya S.V. və Rubtsov B.B., Maliyyə bazarları: dərslik, red.. -M.: KNORUS, 2018.

<sup>38</sup> Gulyaeva O. S., Usmanskaya V. G. Dövlət borcu: mahiyyəti, nəticələri və qaytarılma imkanı / Universitetin iqtisadi bülleteni. Alim və aspirantların elmi məqalələr toplusu, No 29.1, 2016, səh.222.

mənfəətinin azalmasına gətirib çıxarır. Maliyyə repressiyaları 1960-1985-ci illərdə Latın Amerikasını ölkələrinin aşağı artımını da qismən izah edir.

Eyni zamanda, maliyyə repressiyasını geri qaytarmaq çox çətinidir. Bu tədbirlər ləğv edildikdən sonra bir neçə il ərzində dərəcələr aşağı qalır və borcun yığılmasına təkan verir. Üstəlik, bu gün bu cür tədbirlərə fərqli institusional mühit və borc strukturu mane olur: məsələn, inkişaf etmiş iqtisadiyyatlar üçün orta hesabla dövlət borcunun təxminən üçdə biri qeyri-rezidentlərə məxsusdur və onlar öz mövqelərini asanlıqla azalda bilirlər.

Qlobal maliyyə böhranı bütün maliyyə institutları, ilk növbədə banklar tərəfindən qlobal səviyyədə sistemli tənzimləmənin olmadığını nümayiş etdirdi. Bu, maliyyə sektorunda uzun müddət davam edən “özəl oyunçuların xeyrinə güc eroziyası” prosesinin nəticəsi idi. Qlobal səviyyədə qeyri-kafi tənzimləmənin nəticəsi sistemin qeyri-sabitliyi və riskliliyinə çevrildi. Maliyyə sektorunun nəzarətsiz eksponensial artımı və sürətli qloballaşma endogen risklərin eyni dərəcədə sürətlə artmasına səbəb olmuşdur.

Bank işinin tənzimlənməsi maliyyə tənzimlənməsinin əsas elementidir. Nəzəri olaraq bank xidmətləri iqtisadi artımı təmin etmək üçün maliyyə və real sektorlar arasında əlaqə üçün lazımi şərait yaratmalıdır.

Reallıqda bank sektorunun özü maliyyə sektorunu real sektordan daha da ayıraraq artan risklər, o cümlədən maliyyə köpüyü mənbəyinə çevrilib. Təminatlı bankçılıq iqtisadi artıma kömək etmək əvəzinə onu təhdid etməyə başladı. Banklar və real sektor arasında əlaqə getdikcə daha çox maliyyə sektoruna yönəlmiş banklar üçün əhəmiyyətini itirir. İqtisadi artımı stimullaşdırmaq üçün banklara faizlərin istehsalçılara qaytarılması tənzimləyicilər üçün ciddi problemə çevrilib. Maliyyə qeyri-sabitliyinin əsas günahkarı banklar kimi göründüyü üçün bu riskin azaldılması mühüm vəzifəyə çevrilir.

Banklar maliyyə sabitliyinin təməli daşdır. Əgər “müvəffəq olmaq üçün çox böyük” banklar risk altındadırsa, dövlətlər vergi ödəyicilərinin maraqlı

hissəsini qorumaq üçün dövlət büdcəsindən vəsait istifadə etməkdən çəkinmirlər. Lakin belə çıxır ki, dövlətlər eyni vergi ödəyicilərinin pulları hesabına banklara qənaət edir, bu isə sosial ədaləti pozur. Bu, inklüzivlik prinsipinə ziddir və DİM-lərə uyğun gəlmir.

Spekulyativ əməliyyatlar banklar üçün ən yüksək risk mənbəyidir, eyni zamanda, ən yüksək gəlir mənbəyidir. Ona görə də spekulyativ investisiyaları kredit fəaliyyətindən ayırmaq məqsədəuyğundur. Artırılmış kapital tələblərinin tətbiqi, genişləndirilmiş bank nəzarəti və stress testinin tətbiqi üçün qlobal və milli səviyyədə tədbirlər artıq görülüb. Bununla belə, görülən tədbirlər yeni iflaslardan qorunmaq üçün kifayət deyil. Maliyyə sabitliyini təmin etmək üçün ən məqsədəuyğun tədbir spekulyativ əməliyyatlara görə verginin tətbiqi və bankların öz vəsaitləri hesabına antiböhran fondlarının yaradılmasıdır. Bu tədbirin lehinə olan arqumentimiz ondan ibarətdir ki, o, risklərin azaldılmasını sosial ədalətin və inklüzivliyin təşviqi ilə birləşdirir.

Bir ölkədə və ya bir qrup ölkədə verginin tətbiqi istənilən effekti verməyəcək. Tədbir qlobal səviyyədə davam etdirilərsə, kifayət qədər effektiv olacaqdır. Ona görə də qlobal qurumlar bu təşəbbüsün həyata keçirilməsi üçün platforma yarada bilər və etməlidir. Bu verginin tətbiqinə töhfə verə biləcək qurumlardan biri də G20-dir. G20-nin fəaliyyəti maliyyə sabitliyinin səviyyəsini yüksəldə və əhali arasında o qədər də populyar olmayan qlobal maliyyə institutlarını ictimailəşdirə bilər. Təəccüblüdür ki, verginin tətbiqi ideyası qlobal gündəmdə prioritet məsələlər sırasında deyil, çünki onun tətbiqi xərcləri təklif olunan aşağı dərəcəyə görə o qədər də yüksək deyil. Biz maliyyə əməliyyatlarına verginin tətbiqi ideyasını dəstəkləyirik və bu tədbirin zəruriliyi barədə elmi dairələr və geniş ictimaiyyət arasında məlumatlılığı artırmaq üçün onun lehinə daha çox arqumentlər təqdim edirik.

Bu problemin digər cəhəti də ondan ibarətdir ki, risklərin əksəriyyəti qlobal xarakter daşıyır, lakin milli səviyyədə həll edilir. Maliyyə bazarları çoxdan transmilli olub, lakin tənzimləmə və nəzarət əsasən milli çərçivədə qalır. Bu

boşluğun nəticəsi qlobal maliyyə sisteminin zəif tənzimlənməsi olmuşdur və xarici investisiyaları cəlb etməyə çalışan ölkələrdə maliyyə bazarlarının liberallaşdırılması ilə daha da kəskinləşmişdir. Qlobal səviyyədə müstəqil nəzarət sistemi yaratmaq cəhdləri ayrı-ayrı ölkələr və kart-blanşla maraqlanan bank dairələri tərəfindən müqavimətlə qarşılır və sistemin qlobal tənzimlənməsi ideyasını dəstəkləmir.

Maliyyə qloballaşması və sürətlə artan borc səviyyələri böhranın yayılma sürətinin əhəmiyyətli dərəcədə artması deməkdir. Xarakterik haldır ki, borc həm inkişaf etmiş, həm də inkişaf etməkdə olan ölkələrdə, özəl və dövlət sektorunda və qeyri-maliyyə bazarının əksər seqmentlərində artır. Borc total fenomenə çevrilir. O, iqtisadi inkişaf üçün yeni təhlükə yaradır və davamlı artım məqsədlərinə nail olmaq üçün ciddi maneədir. BVF-nin 2016-cı ilin oktyabr ayında açıqladığı Maliyyə Monitorinqi hesabatına əsasən, qlobal qeyri-maliyyə sektorunun borcu 152 trilyon dollara çataraq, qlobal ÜDM-in 225%-ni təşkil edir. Borcun hansı səviyyəsinin çox böyük hesab oluna biləcəyi ilə bağlı hələ də konsensus yoxdur. Amma sadəcə təsəvvür etmək lazımdır ki, dünyanın bütün ölkələri, bütün mal və xidmət istehsalçıları bu cür borcları ödəmək üçün iki il üç ay nə işləməli, yeməli, içməli, nə də heç nə xərcləməməlidirlər. Təbii ki, bu qeyri-realdır.<sup>39</sup>

Brexit inkişaf etmiş iqtisadiyyatlardan investisiya axınını dəyişdirən digər mühüm amil olmuşdur. Böyük Britaniya Aİ-dən çıxmaq üçün səs verdiyi vaxtdan beynəlxalq investorlar inkişaf etməkdə olan bazarların dollar istiqrazlarına 18 milyard dollardan çox sərmayə qoyublar. Kreditlərin verilməsində lider mövqeləri Çin və Səudiyyə Ərəbistanı tutur. Belə böyük korporativ borc dövlət maliyyəsinə əlavə təzyiq yaradır. İqtisadi aktivliyin aşağı olması halında, dövlət milli korporasiyalara kömək etmək məcburiyyətində qaldıqda, borc yükü artacaqdır.

---

<sup>39</sup> Bryuxovetskaya S.V. və Rubtsov B.B., Maliyyə bazarları: dərslik, red.. -M.: KNORUS, 2018.

ABŞ dünyanın ən böyük dövlət borcunun sahibidir. Bu gün ABŞ-ın dövlət borcu 18 trilyon dollardan çoxdur. Qeyd etmək olar ki, borclar iki qrupa bölünür: Federal Hökumət Assounts və Rublis. Federal Hökumət Assounts müxtəlif büdcədənkənar sosial fondlar və büdcə təşkilatları tərəfindən saxlanılan “qeyri-bazar borcları”dır.<sup>40</sup> Bu borclar bazarda satılmır, dövlət sektorunda daxili borclanma nəticəsində yaranır. Sahibləri maliyyə bazarında ABŞ Xəzinədarlığının borc qiymətli kağızlarının alıcılarıdır.

Bazar borcu, öz növbəsində, Fed borcuna və digər borclara bölünür. Xəzinədarlıqlarda saxlanılan borcların payı sürətlə artır. 2008-ci ildə dövlət borcunun ümumi məbləğinin 65,2%-i xəzinə qiymətli kağızlarında qeydə alınmışdır. 2013-cü ildə dövlət borcunda xəzinə qiymətli kağızlarının payı 75%-ə yüksəlib. ABŞ Xəzinədarlıqları həm rezidentlər, həm də qeyri-rezidentlər tərəfindən saxlanıla bilər. Son altı ildə FED-in payı ən əhəmiyyətli dərəcədə artıb: 2008-ci ildən (7,8%) 2013-cü ilin ortalarına qədər 16,6%-ə qədər artıb.<sup>41</sup>

ABŞ-ın qeyri-rezidentlərdən borclarına gəlincə, bunlar əsasən mərkəzi bankların və digər ölkələrin maliyyə nazirliklərinin balansında olan sənədlərdir. Bunlar ABŞ hökumətinin bazar borcunun rəsmi sahibləridir. Özəl investolar ABŞ Xəzinədarlıqlarına sərmayə qoymağa daha az həvəslidirlər, çünki sonuncuların gəliri aşağıdır.

ABŞ-ın dövlət borcu artır, bu o deməkdir ki, ona xidmət xərcləri artır və büdcə kəsiri də onu izləyir. Texniki defoltdan qaçmaq üçün ABŞ hökuməti yeni və yeni borclar üçün milli borcun “tavanını” qaldırmağa məcburdur. Ancaq fikrimcə, ABŞ dövlət borcunu idarə edəcək vəziyyətdə deyil, çünki dövlət borcunun idarə edilməsi üçün lazımi proqrama malik deyil və bunu ABŞ-ın dövlət borcunun illik göstəriciləri sübut edir.

---

<sup>40</sup> Gultseva A. V. Dövlət borcu: onun tənzimlənməsi və sosial-iqtisadi nəticələri / Yamal bülleteni, No 2 (3) 2015, s. 102-107.

<sup>41</sup> Gultseva A. V. Dövlət borcu: onun tənzimlənməsi və sosial-iqtisadi nəticələri / Yamal bülleteni, No 2 (3) 2015, s. 102-107.



### **3.2. Dövlət borclanmasının artımının fiskal siyasətə təsiri**

İntibah dövründə özəl kapitalın toplanması ilə dövlətlər kəsirlərin pulunu aşağı salmadan maliyyələşdirmə üsullarını inkişaf etdirdilər.

Kapital bazarlarının inkişafı o demək idi ki, hökumət müharibəni və ya genişlənməni maliyyələşdirmək üçün daha az iqtisadi çətinlik yaradaraq borc pul ala bilərdi. Bu, müasir fiskal siyasətin başlanğıcı idi. Bu dövrdə bazarlar özəl şirkətlərə özəl təşəbbüsləri maliyyələşdirmək üçün istiqrazlar satmağı asanlaşdırdı.

İqtisadi siyasət amillərinin əksəriyyətini həm fiskal siyasətə, həm də vergi və xərclərə və ya pul kütləsi və faiz dərəcələri ilə bağlı mərkəzi bankın hərəkətlərinə aid olan pul siyasəti ilə bağlı hökumət fəaliyyətlərinə bölmək olar.

Bu cür siyasətlər çox vaxt Beynəlxalq Valyuta Fondu və ya Dünya Bankı kimi beynəlxalq qurumlardan, eləcə də tərəflərin siyasi rəylərindən və sonrakı siyasətlərindən asılıdır.

Hökumətin demək olar ki, hər bir sahəsi mühüm iqtisadi komponentə malikdir. Mövcud iqtisadi siyasət növlərinə bir neçə nümunə göstərmək olar:<sup>42</sup>

1) Həddindən artıq inflyasiyaya səbəb olmayan və biznes dövriyyəsinə hamarlaşdırmağa çalışan pul kütləsinin artım tempini saxlamağa çalışan makroiqtisadi sabitləşdirmə siyasəti;

2) Tariflərə, ticarət müqavilələrinə və onları idarə edən beynəlxalq qurumlara aid olan ticarət siyasəti.;

3) İqtisadi artımın yaradılmasına yönəlmiş siyasətlər;

4) İqtisadiyyatın inkişafı ilə bağlı siyasətlər;

5) Gəlirlərin, əmlakın və ya sərvətin yenidən bölüşdürülməsi ilə bağlı siyasətlər.

---

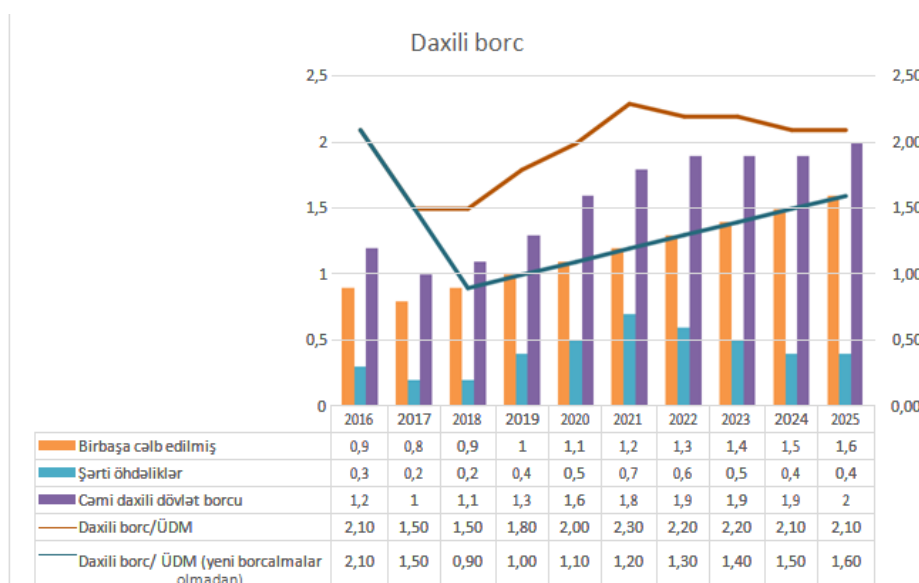
<sup>42</sup> Çuvaxina L.Q., Konovalov V.V. Maliyyə qeyri-sabitliyi şəraitində dövlət borcunun idarə edilməsinin məqsəd və üsulları. VƏ. Vernadski. - 2012. - No 3, s. 41.

Həmçinin tənzimləmə siyasəti, terrorla mübarizə siyasəti, sənaye siyasəti və texnologiyaya əsaslanan iqtisadi inkişaf siyasətini misal göstərmək olar.

Stabilləşdirmə siyasəti iqtisadiyyatı tənəzzüldən çıxarmağa və ya həddindən artıq inflyasiyanın qarşısını almaq üçün pul təklifini məhdudlaşdırmağa çalışır.

Tez-tez Keynes iqtisadiyyatı ilə əlaqəli olan maliyyə siyasəti iqtisadiyyata rəhbərlik etmək üçün dövlət xərcləri və vergilərdən istifadə edir.

Azərbaycan üçün proqnozlaşdırılmış daxili borc aşağıdakı qrafikdə əks olunmuşdur:



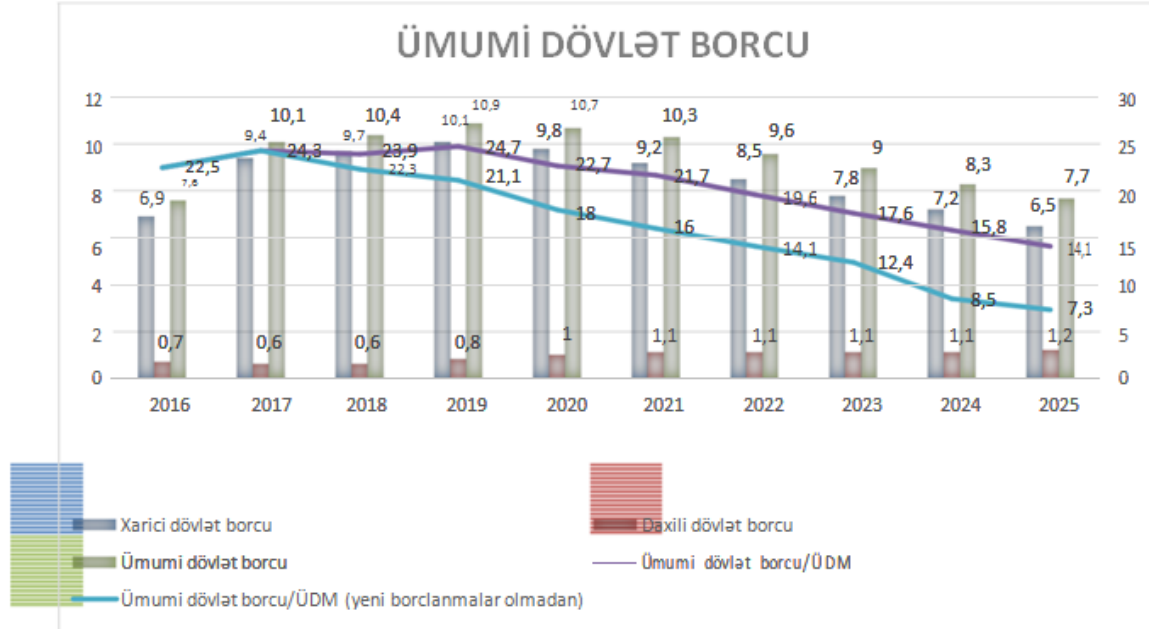
Şəkil 9. Azərbaycan üzrə proqnozlaşdırılan daxili borc

Azərbaycanda iqtisadi yüksəliş dövrü yüksək olmuşdur və ən mühüm siyasət istiqaməti fiskal siyasət olmuşdur. Bu dövrdə fiskal göstəricilər xeyli yaxşılaşmış, dövlətin böyük töhfəsi olmuşdur ki, bu da kəskin iqtisadi artıma səbəb olmuşdur.

Böyük maliyyə resursları keyfiyyətli sosial-iqtisadi infrastrukturun yaradılmasına yönəldilib, iqtisadi fəallıq artıb, maliyyə sektorunda ciddi canlanma müşahidə olunmuşdur. 2004-2014-cü illərdə dövlət büdcəsinin xərcləri

12,5 dəfə, ÜDM-in xərcləri 14 faiz artaraq 32 faiz təşkil edib. Büdcənin genişlənməsi əsasən büdcənin əsaslı xərcləri hesabına baş verir.<sup>43</sup>

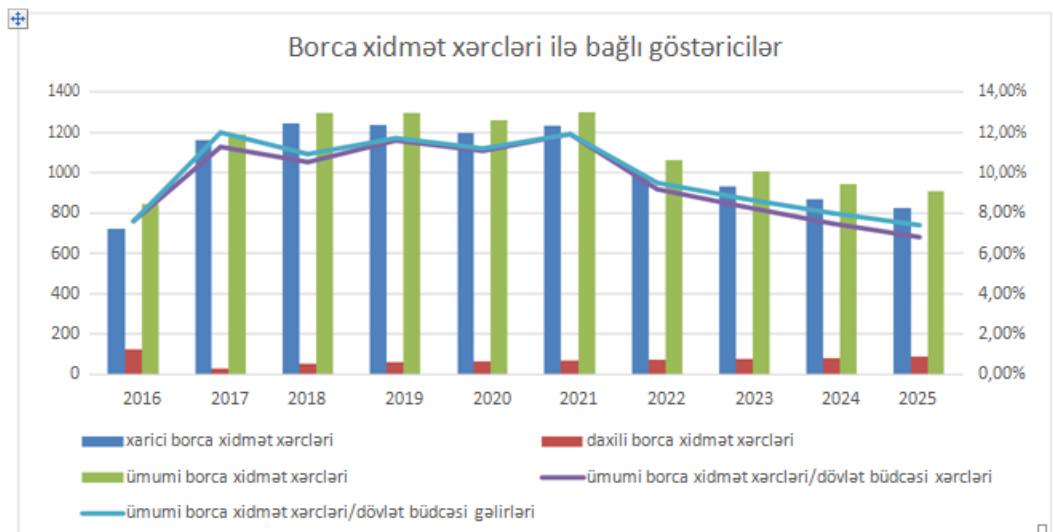
Proqnozlaşdırılmış cəmi borc isə aşağıdakı kimidir:



Şəkil 10. Azərbaycanın proqnozlaşdırılmış cəmi borcu

Belə ki, bu dövrdə cari xərclər 8, əsaslı xərclər 41,5 dəfə, büdcə gəlirləri isə 12 dəfə artsa da, əsas diqqət qeyri-neft gəlirlərinə yönəldilib, ümumi gəlirdə onun çəkisi 30 faiz azalaraq 64-dən 34-ə düşüb. Artımın əsas stimulu transfertlərin həcmi artıraraq Azərbaycan Respublikası Dövlət Neft Fondudur (ARDNF). Bu müddət ərzində pul köçürmələri 130 milyon dollardan 9,3 milyard dollara yüksəlib.<sup>44</sup>

Borca xidmət xərclərinin proqnozu:



<sup>43</sup> Aleks (http://)

<sup>44</sup> Azert

### Şəkil 11. Azərbaycan dövlət borcuna xidmət xərclərinin proqnozu

ABŞ-da bütövlükdə büdcə gəlirlərinin xüsusi çəkisi (neft gəlirləri daxil olmaqla) 32 faizdən 66 faizə yüksəldilib. Qeyri-neft gəlirləri, gömrük gəlirləri və digər gəlirlər qrupuna daxil olan vergilər 7 dəfə, yəni 966 milyon manatdan 6,3 milyard manata yüksəlib.<sup>45</sup>

Yeni iqtisadi yanaşma fiskal siyasətin üstünlüyünü azaltmaqla məhsuldarlığın artırılmasının ən mühüm aspektlərindən biridir. Region ölkələri və əsas ticarət tərəfdaşları ilə rəqabətqabiliyyətli qeyri-neft sektorunun diversifikasiyası fiskal bazanın genişlənməsinə kömək edə bilər.

Bu baxımdan, perspektivli və rəqabətqabiliyyətli biznes və investisiya imkanlarının təxirə salınmadan optimallaşdırılması üçün çərçivənin yaradılmasına diqqət yetirilə bilər. Digər tərəfdən, fiskal idarəetmənin texnokratik strukturunun təkmilləşdirilməsi baxımından saxta fiskal qaydaların tətbiqi şəffaflığın və hesabatlılığın və dövlət investisiyalarının idarə edilməsinin keyfiyyətinin yüksəldilməsi üçün əsas prioritetlərdən biridir.

Fiskal siyasət dövlət xərclərinin və vergilərin dəyişməsi yolu ilə iqtisadiyyatı tənzimləyən sistemdir.

Fiskal siyasət, pul siyasəti ilə yanaşı, iqtisadiyyatda distribyutor kimi dövlətin işinin son dərəcə vacib tərkib hissəsidir. Hökumətin aləti kimi fiskal siyasətin bir neçə məqsədi var. Birinci məqsəd məcmu tələbin və müvafiq olaraq ümumi daxili məhsulun səviyyəsini sabitləşdirməkdir. O zaman dövlətə makroiqtisadi tarazlığı saxlamaq lazımdır ki, bu da yalnız iqtisadiyyatdakı bütün resurslardan səmərəli istifadə olunarsa uğurlu ola bilər. Nəticədə dövlət

---

<sup>45</sup> Gultseva A. V. Dövlət borcu: onun tənzimlənməsi və sosial-iqtisadi nəticələri / Yamal bülleteni, No 2 (3) 2015, s. 102-107.

büdcəsinin parametrlərinin hamarlanması ilə yanaşı, ümumi qiymət səviyyəsi də sabitləşir. Həm məcmu tələb, həm də məcmu təklif fiskal siyasətin təsiri altına düşür.

Fiskal siyasətin əsas parametrləri dövlət satınalmaları ( $G$ ), vergilər ( $T_x$ ) və transfertlərdir ( $T_r$ ). Vergilər və köçürmələr arasındakı fərq xalis vergilər ( $T$ ) adlanır. Bütün bu dəyişənlər məcmu tələbə ( $A_d$ ) daxildir.

$$Y = AD = C + I + G + X_n$$

İstehlak xərcləri ( $C$ ) iki qrupa bölünür: ev təsərrüfatlarının gəlirlərinin ölçüsündən asılı olmayaraq və sərəncamda olan gəlirin müəyyən payını ( $Y_d$ ) təşkil edən. Sonuncu, marjinal istehlak nisbətindən ( $mpc$  ilə ifadə olunur), yəni hər əlavə gəlir vahidi ilə xərclərin nə qədər artmasından asılıdır.<sup>46</sup>

$$mpc = \frac{\Delta C}{\Delta Y_d}$$

$$Y_d = Y - T$$

Ona görə də aydındır ki, fiskal siyasətin nə hansı parametri dəyişdikdə bütün məcmu tələb funksiyası dəyişir. Bu alətlərin təsiri iqtisadi multiplikatorlardan istifadə etməklə də ifadə edilə bilər.

Bütün mal və xidmətlərin təklifi firmalar, mühüm makroiqtisadi agentlər tərəfindən təmin edilir. Məcmu təklifə vergilər və transfertlər təsir edir; dövlət xərcləri təklifə az təsir edir. Firmalar vergiləri məhsul vahidi üçün müntəzəm məsrəf kimi qəbul edirlər ki, bu da onları məhsulun təklifini azaltmağa məcbur edir. Köçürmələr isə sahibkarlar tərəfindən müsbət qarşılır, çünki onlar təqdim etdikləri xidmətlərin həcmi artırabilir. Çox sayda firma eyni əmtəə tədarükü siyasətini həyata keçirdikdə, nəzərdən keçirilən bütün iqtisadiyyatın məcmu təklifi dəyişir. Beləliklə, dövlət vergilərin və transfertlərin düzgün tətbiqi ilə iqtisadiyyatın vəziyyətinə təsir göstərə bilər.

---

<sup>46</sup> Maliyyə: dərslik - 2-ci nəşr, Yenidən işlənmiş. və əlavə / red. V.V. Kovalev. - M.: TK Velby, Prospekt nəşriyyatı, 2007. - 512 s.

Keyns nəzəriyyəsi nöqteyi-nəzərindən fiskal siyasət kontrtsiklik olmalı, dövlət borcu isə dövlət və özəl istehlakın hamarlanması üçün alət rolunu oynamalıdır. Məhz bu fərziyyə tarixən dünyanın bir çox ölkələrində fiskal siyasətin əsasını təşkil etmiş və nəticədə məhdudiyyətlərlə üzləşmişdir, xüsusən də son qlobal böhran yüksək borc yükündən irəli gələn problemləri üzə çıxardıqdan və dövlətin davamlılığını təmin etmək zərurətindən sonra. borc. Yaranmış məhdudiyyətlər əksər ölkələrdə fiskal qaydaların tətbiqini zəruri edir ki, hökumətlər əsassız büdcə kəsirlərinə, dövlət borcunun dayanıqsız həddə yığılmasına, makroiqtisadi qeyri-sabitliyə və gələcək nəsillər üçün borc yükünün ədalətsiz yenidən bölüşdürülməsinə yol verməsin.

### **3.3. Azərbaycanın dövlət borcları və onların idarə edilməsi**

Dövlət borcu dövlətin büdcə kəsirini ödəmək üçün həyata keçirdiyi maliyyə borclanmasının nəticəsi hesab olunur. Dövlət borcu büdcə profisitlərinin çıxılması nəzərə alınmaqla əvvəlki illərin kəsirlərinin cəmindən ibarətdir. Dövlət borcuna baxılarkən, bir qayda olaraq, bu dövlətin başqalarına qarşı tələbləri nəzərə alınmır, yəni digər dövlətlərin və ya fiziki və hüquqi şəxslərin bu dövlətə olan borcu nəzərə alınmır. Həmçinin dövlətin pensiya və sosial təminat sahəsində öhdəlikləri nəzərə alınmır. Dövlət borcunun məbləği əsasən milli valyutada və ya onun hər hansı valyutada ekvivalentində ifadə edilir. Daha obyektiv müqayisə və təhlil üçün dövlət borcu ümumi daxili məhsulun (ÜDM) faizi kimi göstərilir.

Azərbaycanın dövlət borcu Azərbaycan Respublikası adından bağlanmış müqavilələrdən irəli gələn öhdəliklər üzrə ödənilməli olan borcdur. Dövlət borcunun bir neçə təsnifatı var. Təsnifatlardan birinə görə dövlət daxili və xarici borcları fərqləndirilir.

Daxili dövlət borcu - Azərbaycan Respublikasının rezidentləri ilə Azərbaycan Respublikası adından bağlanmış müqavilələr üzrə öhdəliklər üzrə ödənilməli olan borc. Bu borc əhalinin özünə borc kimi qiymətləndirilir. Ona görə də bu, millətin ümumi sərvətinin ümumi məbləğinə təsir etmir. İqtisadiyyatda

İstisnadan daha çox daxili dövlət borcunun qayda olduğunu söyləmək olar. Onun olması olduqca normaldır, lakin onun miqdarı çox yüksək olduqda, o hallara gətirilməməlidir.

Xarici dövlət borcu - Azərbaycan Respublikasının qeyri-rezidentləri ilə Azərbaycan Respublikası adından bağlanmış müqavilələr üzrə öhdəliklər üzrə ödənilməli olan borcdur.

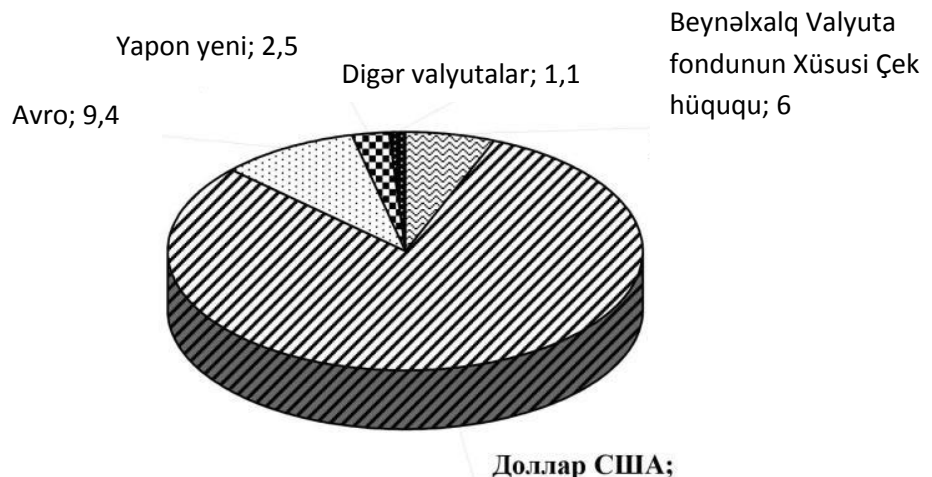
Azərbaycan Respublikasının dövlət borcu aşağıdakı formalarda ola bilər:

- Azərbaycan Respublikası hökumətinin aldığı kreditlər;
- Azərbaycan Respublikası hökuməti adından qiymətli kağızların buraxılması şəklində dövlət kreditləri;
- Azərbaycan Respublikası hökumətinin zəmanət verdiyi digər borc öhdəlikləri.

Dövlət zəmanəti - Azərbaycan Respublikasının əsas borcalan tərəfindən öhdəliklərini yerinə yetirmədiyi halda onun zəmanət verdiyi öhdəlik üzrə borcun tam və ya qismən ödənilməsi öhdəliyidir.

Dövlət krediti - Azərbaycan Respublikasının rezidentləri və qeyri-rezidentləri tərəfindən onların qaytarılması şərtləri haqqında kreditorla razılaşdırılmaqla Azərbaycan Respublikası adından müəyyən müddətə maliyyə vəsaitinin cəlb edilməsi hesab olunur.

Azərbaycan Respublikasının dövlət borcu ilə bağlı siyasəti Azərbaycan Respublikası hökumətinin Mərkəzi Bankla birgə hazırladığı təkliflər əsasında Azərbaycan Respublikasının Milli Məclisi müəyyən edir. Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankına Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyinə Azərbaycan Respublikasının Milli Məclisi tərəfindən müəyyən edilmiş məbləğdə kredit verməyə icazə verilə bilər.



Şəkil 12. 2019-cu il üzrə Azərbaycan Respublikasının xarici kreditlərinin valyuta tərkibi.

Azərbaycan Respublikasının dövlət borcunun idarə edilməsi, o cümlədən MR-nin borc öhdəliklərinin emissiyası (buraxılması) və yerləşdirilməsi AR-nın qanunvericilik aktlarına uyğun olaraq AR hökuməti tərəfindən həyata keçirilir. Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyi dövlət borc öhdəliklərinin uçotunu və dövlət borcunun uçotunu, onun vəziyyətinə cari nəzarəti həyata keçirir.

Bu, dövlət orqanlarından kompleks yanaşma tələb edir, həmçinin yaranan borcların tənzimlənməsinin müxtəlifliyini müəyyən edir. Şəkil 8-də 2019-cu il üzrə Azərbaycan Respublikasının xarici kreditlərinin valyuta tərkibi ifadə olunmuşdur.

Azərbaycan bir çox hallarda dövlət zəmanəti ilə Dünya Bankı, Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankı, İslam İnkişaf Bankı, Asiya İnkişaf Bankı, Yaponiya Beynəlxalq Əməkdaşlıq Agentliyi, Almaniya İnkişaf Bankı və s. kimi beynəlxalq maliyyə və kredit təşkilatlarından və Çex Bank Konsorsiumundan borc alır.

İqtisadi artım baxımından onların mütləq ölçüsü deyil, dövlət borcunun ÜDM-dəki payı (ixracda), habelə real faizlə iqtisadi artım tempinin nisbəti vacibdir. Borcun mütləq ölçüsünün sadə təhlili ÜDM-in həcmi nəzərə almır. Demək olar ki, zəngin bir xalq yoxsul bir xalqdan daha çox əhəmiyyətli dövlət borcunu saxlamaq qabiliyyətinə malikdir. Dövlət borcunun artması ilə həm millətin müflis olma ehtimalı, həm də borc yükünün gələcək nəsillərin üzərinə keçməsi təhlükəsi var. Əgər biz dövlət borcuna xidmətin maliyyələşdirilməsi problemini yeni pul emissiyası yolu ilə həll etsək, bu, klassik inflyasiya



ssenarisinə gətirib çıxaracaq - yəni pul çox olacaq, mal çatmayacaq. Dövlət məqbul və ağlabatan şərtlərlə borc ala bilər və almalıdır. Normal borc kreditorların dövlətə etimadının real sübutudur. Praktikada səmərəli inkişaf edən, sabit iqtisadiyyatla xarici dövlət borcu cəmiyyətin inkişafında və həyatında əsas problem deyil.

Bu mənada, balanslaşdırılmış iqtisadi siyasət nəticəsində ötən illər ərzində xeyli qızıl-valyuta ehtiyatları toplayan Azərbaycanın nümunəsi misaldır. Milli iqtisadiyyatın uğurlu inkişafına və əhəmiyyətli qızıl-valyuta ehtiyatlarının olmasına baxmayaraq, dünyanın digər ölkələri kimi Azərbaycan da xarici dövlət borclarını həyata keçirir.

2020-cu ildə xarici dövlət borcunun məbləği 1593,013 milyon manat, 2021-ci ildə isə müvafiq olaraq 2031,668 milyon manat olmuşdur. 2020-ci ildə daxili dövlət borcunun məbləği isə 133,148 milyon manat, 2021-ci ildə 167,086 milyon manat olmuşdur.<sup>47</sup>

İqtisadi islahatlar proqramlarına, infrastrukturun bərpasına və yenidən qurulmasına, o cümlədən yol tikintisinə, abadlaşdırılmasına dəstək məqsədilə Dünya Bankı, Asiya İnkişaf Bankı, İslam İnkişaf Bankı, Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankı və s. kimi beynəlxalq maliyyə institutlarından kredit vəsaitləri cəlb edilmişdir.

Cədvəl 8-də növbəti illər üzrə Azərbaycan Respublikasının gözlənilən xarici dövlət borclarının miqdarı əks olunmuşdur.

Cədvəl 8.

İl	Borc (mlrd. ABŞ dolları)	Borcun ÜDM-ə faiz nisbəti
2022	8.51	17.33%
2023	7.86	15.52%

<sup>47</sup> Azərbaycan Respublikasının 2020-2021-ci illər üzrə dövlət xarici borcu haqqında məlumat, URL: <http://www.maliyye.gov.az/node/1695>

2024	7.24	13.74%
2025	6.58	12.08%

Cədvəl 9-da isə növbəti illər üzrə ehtimal olunan daxili dövlət borcu qeyd edilmişdir.

Cədvəl 9.

İl	Borc (mlrd. AZN)	Borcun ÜDM-ə faiz nisbəti
2022	1.92	2.21%
2023	1.95	2.24%
2024	1.97	2.15%
2025	2.14	2.18%

Azərbaycanın ÜDM-də və ixracında xarici dövlət borcunun xüsusi çəkisinin dinamikasının təhlili bu göstəricilərin kifayət qədər sabit olduğunu göstərir. Biz görürük ki, ölkənin xarici borcu ilə bağlı göstəricilər Maastrixt standartının marjinal dəyərləri ilə müqayisədə qənaətbəxşdir. Bu fakt dövlətin ehtiyatlı xarici borclanma siyasətinin sübutudur.

22 may 2007-ci il tarixində qüvvəyə minmiş “Dövlət borcu haqqında” Azərbaycan Respublikasının qanunu dövlət borcunun idarə edilməsi ilə bağlı bütün müddəaları əhatə edir.

“Dövlət borcu haqqında” Azərbaycan Respublikasının Qanununun 5-ci maddəsinə uyğun olaraq, dövlət borcunun idarə edilməsini müvafiq icra hakimiyyəti orqanı, yəni Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyi həyata keçirir. Lakin Maliyyə Nazirliyi ilə yanaşı dövlət borcunun idarə olunmasında bu və ya digər dərəcədə Azərbaycan Respublikası Nazirlər Kabineti, Mərkəzi Bank və digər strukturlar da yaxından iştirak edir.

Dövlət borcunun idarə edilməsində Hesablama Palatasının “Dövlət Borcunun auditinə dair Təlimat”ı da mühüm əhəmiyyət kəsb edir.<sup>48</sup>

Azərbaycan Prezidenti İlham Əliyevin 2018-ci il 24 avqust tarixli sərəncamı ilə qəbul edilmiş “Azərbaycan Respublikasında dövlət borcunun idarə edilməsinə dair orta və uzun müddət üçün Strategiya” dövlət borcunun idarə edilməsində atılan ən vacib addımlardandır.

“Azərbaycan Respublikasında dövlət borcunun idarə edilməsinə dair orta və uzun müddət üçün Strategiya” (bundan sonra – Strategiya) “Azərbaycan Respublikasının 2017-ci il dövlət büdcəsi haqqında” Azərbaycan Respublikası Qanununun tətbiqi barədə” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2016-cı il 27 dekabr tarixli 1180 nömrəli Fərmanına müvafiq olaraq hazırlanmışdır. Bununla yanaşı, beynəlxalq maliyyə institutları ilə mütəmadi əməkdaşlıq və qarşılıqlı fəaliyyət çərçivəsində ölkəmizdə dövlət maliyyəsinin idarə olunmasının keyfiyyətcə yeni mərhələyə keçməsi, büdcə prosesi ilə bağlı normativ hüquqi bazanın, büdcəni idarə etmə mexanizminin daha da təkmilləşdirilməsi, orta və uzunmüddətli makroiqtisadi dayanıqlığı, maliyyə və borc intizamını təmin edən büdcə siyasətinin həyata keçirilməsi, habelə əhalinin büdcə prosesinə dair məlumatlılığının genişləndirilməsi istiqamətində islahatların davam etdirilməsi məqsədilə Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2016-cı il 6 dekabr tarixli 1138 nömrəli Fərmanı ilə təsdiq olunmuş “Azərbaycan Respublikasının milli iqtisadiyyat perspektivi üzrə Strateji Yol Xəritəsi”nə əsasən ortamüddətli xərclər çərçivəsinin, habelə nəticəəsaslı büdcə mexanizminin formalaşdırılması, yeni fiskal qaydalarla bağlı təkliflərin və dövlət borcunun idarə edilməsinə dair Strategiyanın hazırlanması təmin edilmişdir.<sup>49</sup>

Strategiyanın həyata keçirilməsi üçün müəyyən edilmiş hədəflər

---

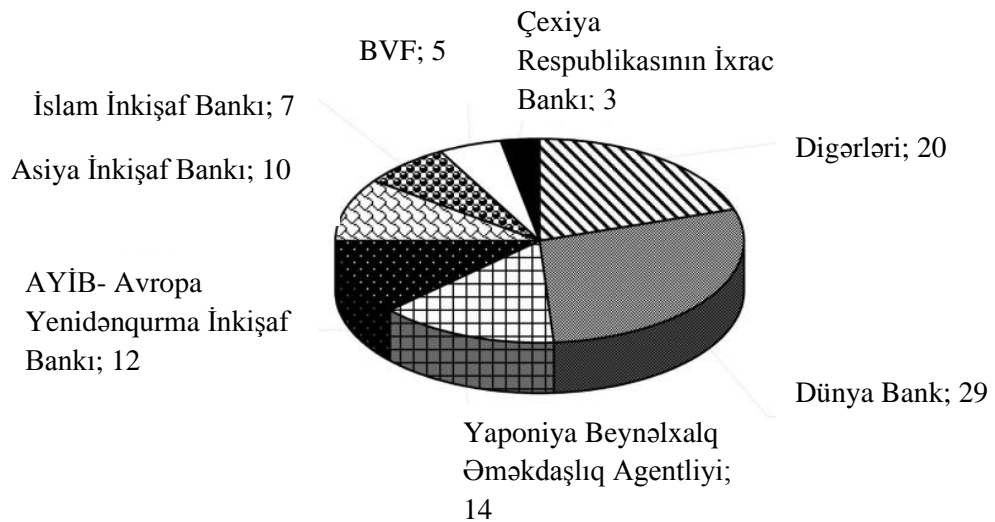
<sup>48</sup> Ali Audit Qurumlarının Beynəlxalq Təşkilatı olan INTOSAI-nın təlimatları, <https://sai.gov.az/files/GUID-5250-AZ.pdf>

<sup>49</sup> Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2018-ci il 24 avqust tarixli Sərəncamı, Azərbaycan Respublikasında dövlət borcunun idarə edilməsinə dair orta və uzun müddət üçün Strategiya , 2018, URL: [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)

- Dayanıqlı və idarəolunan dövlət borcu səviyyəsi.
- Risklərin idarə edilməsi sisteminin təkmilləşdirilməsi.
- Dövlət borcunları üzrə infrastrukturun və nəzarət mexanizmlərinin gücləndirilməsi.

Bu Strategiya yalnız yeni borcunlarla bağlı strategiyayı deyil, eyni zamanda, artıq cəlb edilmiş dövlət borcu, dövlət zəmanəti ilə alınmış borclar və dövlətə məxsus hüquqi şəxslər tərəfindən dövlət zəmanəti olmadan cəlb edilmiş kreditlərlə bağlı mövcud vəziyyətin təhlilini, gözlənilən riskləri, görüləcək tədbirləri əhatə edir.

Qeyd edək ki, bu gün xarici kreditlərin cəlb edilməsi təcrübəsi beynəlxalq ictimaiyyət tərəfindən anlayışla qəbul edilir və demək olar ki, hər bir inkişaf etmiş ölkənin xarici kreditlərə borcu var. Ölkələrin iqtisadiyyatının kreditləşdirilməsi, islahatların həyata keçirilməsi və istehsalın müasirləşdirilməsi məqsədilə dünyada bir sıra beynəlxalq təşkilatlar fəaliyyət göstərir: Beynəlxalq Valyuta Fondu, Dünya Bankı və s.



Şəkil 13. 2019-cu il üzrə xarici borcun beynəlxalq kredit subyektləri üzrə strukturu, faizlə payı

Qeyd edək ki, problemin mahiyyəti məhz dövlətin xarici borcunu ÜDM-ə nisbətə tarazlaşdırmaq zərurətindədir. Müəyyən limitlər var ki, bunlara

ağlabatan kredit limitləri deyilir. Əgər ölkə bu sərhədləri keçərsə, ölkənin kreditorlarından asılı vəziyyətə düşməsi ehtimalı var. Bu isə ölkə üçün çox təhlükəli vəziyyətdir. Son dövrlərdə dünya iqtisadiyyatında baş verən qlobal maliyyə-iqtisadi böhran, dünya valyutalarının qeyri-sabitliyi, enerji daşıyıcılarının qiymətlərində baş verən dalğalanmalar Azərbaycan hökuməti üçün xarici kreditlərin idarə edilməsinin səmərəliliyinin artırılması məsələsini gündəmə gətirir.

Aşağıdakı şəkildə 2019-cu il üzrə Azərbaycanın xarici borcun beynəlxalq kredit subyektləri üzrə strukturu faizlərlə ifadə olunmuşdur.

Məlum olduğu kimi, Azərbaycan valyuta gəlirlərinin əsas hissəsini enerji resurslarının ixracından əldə edir və neft ixracından əldə edilən gəlirlərin azalması ölkə hökumətinin xarici kreditləri cəlb etməsinin səbəblərindən birinə çevrilə bilər. Lakin dünya maliyyə-iqtisadi sistemindəki “turbulentlik” şəraitində xarici kreditlərə çıxış xeyli çətinləşir.

Bu, xarici kreditlərin cəlb edilməsi, artıq cəlb edilmiş vəsaitlərdən istifadənin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi metodlarının işlənilib hazırlanması, habelə kreditlərin verilməsi şərtlərinin rasionallığının qiymətləndirilməsi sahəsində tədqiqatların vacibliyini və zəruriliyini müəyyən edir.

Bu gün Azərbaycana hər hansı həcmdə xarici maliyyə resurslarının cəlb edilməsində heç bir problem yoxdur. Xarici dövlət borcunun artmasının qarşısını almaq üçün bu sahədə də çox konservativ siyasət aparılır.

Dövlətin daxili və xarici borcu hər bir dövlət kimi Azərbaycan Respublikasının müasir inkişafı üçün normal bir prosesdir. Buna ehtiyac yeni sənaye sahələrinin inkişafı üçün kifayət qədər şəxsi vəsait olmadıqda, həmçinin iqtisadiyyatı qısa müddətdə çətin vəziyyətdən çıxarmaq lazım olduqda yaranır. Dövlət borcunun dinamikası, mütləq dəyəri və dəyişmə sürəti iqtisadiyyatın və maliyyə sisteminin vəziyyətini göstərir və dövlət strukturunun nə qədər səmərəli fəaliyyət göstərdiyini göstərir.

“Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi ilə bağlı tədbirlər haqqında” Azərbaycan Respublikası Prezidentinin Fərmanı (9 fevral 2009-cu il tarixli, 48 nömrəli) maliyyə siyasətinin həyata keçirilməsi üçün səmərəli sistemin qurulmasının zəruriliyindən bəhs edir.

50

Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin Dövlət Maliyyə Nəzarəti Xidmətindən başqa, maliyyə nəzarətini həyata keçirən dövlət orqanları aşağıdakılardır:<sup>51</sup>

- Azərbaycan Respublikasının Hesablama Palatası;
- Azərbaycan Respublikasının Vergilər Nazirliyi;
- Dövlət Gömrük Komitəsi;
- Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı;
- Audit Palatası.

Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin mühüm funksiyalarından biri də dövlət borclarının uçotunun aparılmasıdır. Bu funksiya Maliyyə Nazirliyinin dövlət borcunun idarə edilməsi sahəsində fundamental rolunu müəyyən edir.

Mühasibat uçotu istənilən idarəetmə sisteminin effektiv işləməsi üçün ilkin şərtidir. Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyi Dövlət Borc Kitabını təşkil edən daxili və xarici borcun dövlət kitablarının qeydiyyatını aparır.

Maliyyə Nazirliyi mərkəzi icra hakimiyyəti orqanı olmaqla dövlət borcunun idarə edilməsi və dövlət kreditləşməsi sahəsində dövlət səviyyəsində büdcə səlahiyyətlərinə malik digər səlahiyyətli orqanlarla əməkdaşlıq edir.

Vergilərin, rüsumların, digər icbari ödənişlərin tam və vaxtında aparılmasına, hesablanmasının düzgünlüyünə, habelə dövlət qiymətli kağızları ilə əməliyyatlara və onlardan əldə edilən gəlirlərə nəzarəti həyata keçirən, dövlət qiymətli kağızları ilə əməliyyatların və onlardan əldə edilən gəlirlərin vergiyə cəlb

---

<sup>50</sup> Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi tədbirləri haqqında Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2009-cu il 9 fevral tarixli 48 nömrəli Fərmanı.

<sup>51</sup> Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyi, URL:[www.maliyye.gov.az](http://www.maliyye.gov.az).

edilməsi qaydasını müəyyən edən vergi orqanları, qiymətli kağızlar, Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyi ilə sıx qarşılıqlı əlaqədə olmalıdır.

Azərbaycan Respublikasının Mərkəzi Bankı Azərbaycan Respublikasının borc öhdəliklərinə xidmət, onların yerləşdirilməsi, dəyişdirilməsi və ödənilməsi funksiyalarını həyata keçirir.

Hesablama Palatası aşağıdakılara birbaşa nəzarəti həyata keçirir:<sup>52</sup>

- Azərbaycan Respublikasının dövlət daxili və xarici borcunun idarə edilməsi və ona xidmət göstərilməsi;

- Azərbaycan Respublikası Hökumətinin xarici dövlətlərdən (maliyyə təşkilatlarından) aldığı xarici kreditlərdən və kreditlərdən istifadənin qanunauyğunluğu, səmərəliliyi və rasionallığı;

- qaytarılmalı əsaslarla buraxılan mərkəzləşdirilmiş maliyyə vəsaitlərinin yerləşdirilməsinin səmərəliliyi;

- dövlət kreditlərinin verilməsi, xarici dövlətlərə (beynəlxalq təşkilatlara) pulsuz vəsaitlərin verilməsi;

- Azərbaycan Respublikasının dövlət borcuna xidmət sahəsində Azərbaycan Respublikası Mərkəzi Bankının fəaliyyəti.

Hesablama Palatasının nəzarət fəaliyyəti zamanı audit və tematik yoxlamalar aparmaq hüququ vardır.

Maliyyə nəzarəti və onun praktikada təzahürü ilə bağlı bütün nəzəri məsələləri nəzərdən keçirərək belə nəticəyə gəlmək olar ki, hazırda Azərbaycanda dövlət maliyyə nəzarətinin təşkilində çoxlu çatışmazlıqlar var. Bütçə vəsaitləri çox vaxt başqa məqsədlər üçün istifadə olunur, bəzən hətta itirilir, korrupsiya, iqtisadi strukturların kriminallaşması baş verir.

Bundan əlavə, xarici borclanmalardan alınan vəsaitlər heç də həmişə iqtisadiyyatın zəruri sahələrində səmərəli şəkildə həyata keçirilmir. Xüsusilə, borc vəsaitlərinin səmərəli və rasionel istifadəsinə, habelə təyinatı üzrə istifadəsinə nəzarəti təkmilləşdirmək lazımdır.

---

<sup>52</sup> Hesablama Palatası haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu (1999), s.10.

Maliyyə Nazirliyinin statistikasına əsasən 2022-ci ilin yanvar-iyun ayları ərzində dövlət qiymətli kağızları hesabına borclanmanı təhlil edək. Aylar üzrə dövlət qiymətli kağızlarının emissiyası aşağıdakı cədvəldə təqdim edilmişdir.

Cədvəl 10.

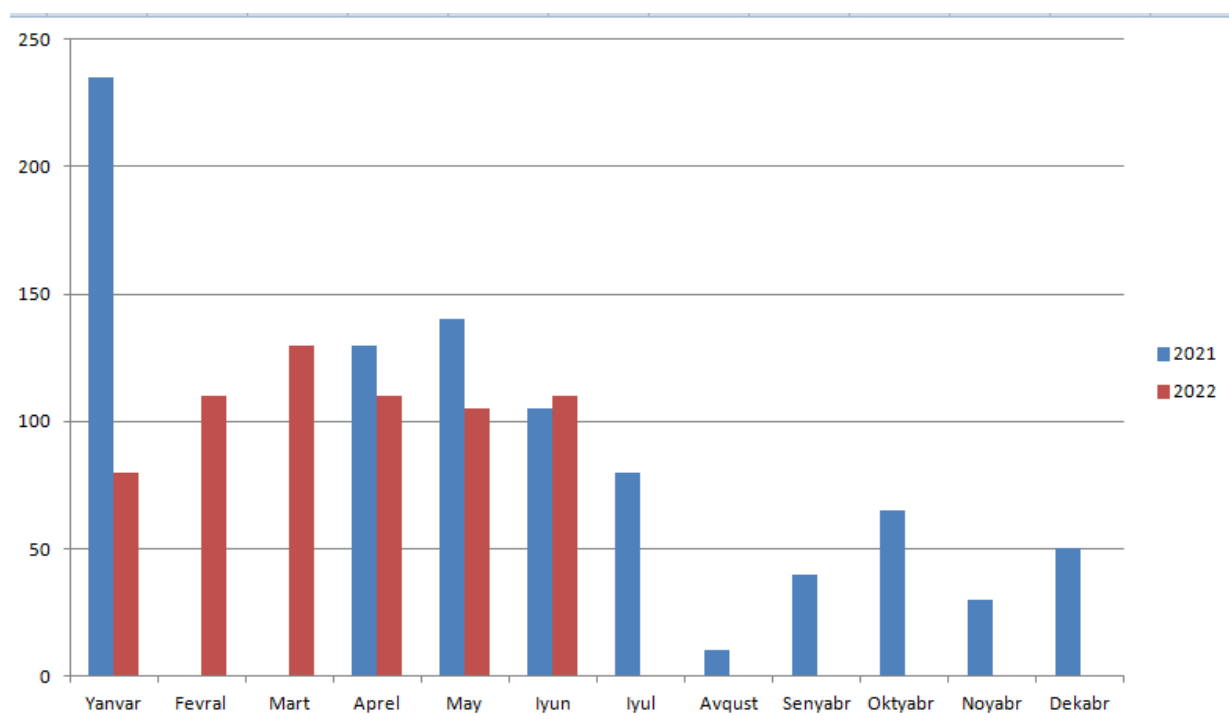
2022-ci ilin yanvar-iyun aylarında dövlət istiqrazlarının Bakı Fond  
Birjasında yerləşdirilməsi

Aylar və həftələr	Dövriyyə müddəti və məbləği					Cəmi mln. manatla
	1 illik (mln. manatla)	2 illik (mln. manatla)	3 illik (mln. manatla)	5 illik (mln. manatla)	7 illik (mln. manatla)	
Yanvar						
I həftə						-
II həftə			40.0			40.0
III həftə		5.0				5.0
IV həftə				35.0		35.0
Fevral						
I həftə			35.0			35.0
II həftə					20.0	20.0
III həftə				25.0		25.0
IV həftə			30.0			30.0
Mart						
I həftə			60.0			60.0
II həftə						-
III həftə				50.0		50.0
IV həftə						-
V həftə					20.0	20.0
Aprel						
I həftə		10.0				10.0
II həftə			60.0			60.0



III həftə				30.0		30.0
IV həftə					10.0	10.0
May						
I həftə						-
II həftə	15.0					15.0
III həftə				40.0		40.0
IV həftə					10.0	10.0
V həftə			40.0			40.0
İyun						
I həftə				40.0		40.0
II həftə		20.0				20.0
III həftə					10.0	10.0
IV həftə			40.0			40.0
					Yekun:	645.0

2021-ci il və 2022-ci ilin ilk altı ayı üzrə dövlət istiqrazları hesabına borclanma aylar üzrə aşağıdakı qrafikdə əks olunmuşdur. Məlumatlar Maliyyə Nazirliyinin rəsmi internet sahifəsindən əldə edilmişdir.



Şəkil 14. 2021-ci il və 2022-ci ilin ilk altı ayı üzrə dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın müqayisəli təhlili (mln. manatla)

01 yanvar 2022-ci il tarixinə birbaşa daxili dövlət borcu 2.507,1 milyon manat və ya ÜDM-in 2,7 faizini, dövlət zəmanəti ilə cəlb edilmiş daxili kreditlər üzrə şərti öhdəliklər isə 561,3 milyon manat və ya ÜDM-in 0,6 faizini təşkil etməklə, daxili dövlət borcu 3.068.4 milyon manat və ya ÜDM-in 3,3 faizini təşkil etmişdir. Ötən ilin əvvəli ilə müqayisədə daxili dövlət borcu mütləq ifadədə 1,126.1 milyon manat, daxili dövlət borcunun ÜDM-ə nisbəti isə 0.6% faiz bəndi artmışdır.

Cədvəl 10-un yekununda görürük ki, 2022-ci ilin yanvar-iyun ayları üzrə dövlət qiymətli kağızlarının emissiyası 645 mln. manat təşkil etmişdir. 2021-ci ildə isə bu rəqəm bütün il üçün 885 mln. manat təşkil etmişdir. Göründüyü kimi, 2022-ci ilin ilk altı ayının geridə qalmasına baxmayaraq, göstəricilərdə müəyyən artım baş vermişdir. Bu onu göstərir ki, dövlət istiqrazları hesabına borclanmada artım baş vermişdir. Bu ölkənin strategiyasına uyğundur, hansı ki, dövlət daxili dövlət borcunu artıraraq, xarici dövlət borcunu azaltmaqda maraqlıdır. Bu səbəbdən, qeyd edilən rəqəmlər dövlətin borclanması və fiskal siyasətdə risk faktoru daşımır.

## NƏTİCƏ

Tədqiqat işində analizlərin aparılması yolu ilə Azərbaycanda dövlət istiqrazları hesabına borclanma və fiskal dayanıqlılığın təsir mexanizmi öyrənilmiş, asılılıq dərəcəsinin səviyyəsi aydınlaşdırılmış və bununla da, tətbiq olunan fiskal siyasətin istiqamətləri dəyərləndirilmişdir.

Eyni zamanda, tədqiqat işində Azərbaycan Respublikasının dövlət borcunun idarə edilməsində maliyyə nəzarətinin təkmilləşdirilməsi yolları nəzərdən keçirilmişdir.

Tədqiqat işinin yekununda aşağıdakı nəticələrə gəlinmişdir:

1) Azərbaycanın ÜDM-də xarici dövlət borcunun xüsusi çəkisinin dinamikasının təhlili bu göstəricilərin kifayət qədər sabitliyindən xəbər verir.

2) Azərbaycan mühafizəkar və ehtiyatlı xarici borclanma siyasəti aparır və nəticədə, məsələn, dünyanın eyni inkişaf etmiş ölkələri kimi dövlət borcu problemi yoxdur.

3) Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın idarə edilməsində ən mühümü dövlət borcuna xidmət göstərilməsi və ödənilməsidir. Bütün bu xərclər büdcədən maliyyələşərək büdcədə əlavə yük yaradır və vaxtında ödənilmədikdə, cərimələrin hesablanması hesabına borcun həcmnin artmasına səbəb olur. Ona görə də büdcə vəsaitlərindən səmərəli istifadə etmək, bu istiqamətdə nəzarəti gücləndirmək lazımdır.

4) Maliyyə nəzarəti ilə bağlı bütün nəzəri məsələləri, eləcə də onun praktikada təzahürünü nəzərdən keçirərək belə nəticəyə gəlmək olar ki, hazırda Azərbaycanda dövlət maliyyə nəzarətinin təşkilində çoxlu çatışmazlıqlar var.

Bundan əlavə, xarici borclanmadan alınan vəsaitlər iqtisadiyyatın zəruri sahələrinə səmərəli şəkildə daxil edilməlidir. Xüsusilə, borc vəsaitlərinin səmərəli və rəşional istifadəsinə nəzarəti, habelə onların təyinatı üzrə istifadəsinə nəzarəti təkmilləşdirmək vacibdir.

5) Ölkənin borc bazarına nəzarət orqanlarının, habelə Azərbaycan Respublikasının subyektlərinin orqanlarının, yerli özünüidarəetmə və dövlət orqanlarının fəaliyyətlərinin əlaqələndirilməsi vacibdir.

Dövlət nəzarətinin hüquqi bazasının formalaşdırılmasında natamamlığın aradan qaldırılması məcburidir. Hər bir maliyyə nəzarəti orqanının hüquqlarını, vəzifələrini, əhatə dairəsini qanunla müəyyən etmək lazımdır.

6) Xarici dövlət borcunun artması isə dövlətin kreditordardan asılı olması ehtimalına və borc yükünün gələcək nəsillərin üzərinə keçməsi təhlükəsinə səbəb olur. Bu baxımdan, fikrimcə, xarici dövlət borcunun azaldılması və daxili dövlət borcunun diqqət mərkəzində saxlanılması məqsədəuyğun olardı. Bu, aşağıdakı amillərə əsaslanır:

- Manatın möhkəmlənməsi idxalı əvəzləmə, idxalı əvəz edən sənaye sahələrində iqtisadi fəaliyyətin intensivləşməsi ilə müşayiət olunur;
- Aqrar-sənaye sektorunda məhsulun həcmi artır.

7) Bütün inkişaf etmiş ölkələrdə müstəqil orqan olan Hesablama Palatasına qanunvericilik qaydasında dövlət vəsaitlərinin formalaşmasına və istifadəsinə geniş səlahiyyətlərlə nəzarətin verilməsi düzgün addım olardı.

8) Dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın idarə edilməsində maliyyə nəzarətinin təkmilləşdirilməsi üçün effektiv addım maliyyə bazarlarının peşəkar iştirakçılarının - dövlət borcunun və dövlət maliyyə aktivlərinin idarə edilməsi üzrə agentlərin xidmətlərinə çıxışın təmin edilməsi ola bilər. O, Azərbaycan Respublikası Hökuməti tərəfindən təyin edilmiş agentlərin və məsləhətçilərin cəlb edilməsini nəzərdə tutur.

9) Bu gün Azərbaycanda mövcud olan dövlət maliyyə nəzarəti orqanlarının fəaliyyəti ən səmərəli və tam mükəmməl hesab edilə bilməz və ona görə də onların təkmilləşdirilməsinə ehtiyac var. Bu gün belə bir fikir var ki, bütün dövlət maliyyə nəzarəti sisteminin işinin düzgün təşkili üçün onun tam fəaliyyətini təmin edən, dövlət maliyyə nəzarəti orqanlarının qarşılıqlı fəaliyyətini tənzimləyən dövlət maliyyə nəzarəti haqqında ayrıca qanunun qəbul edilməsi vacibdir. Bəzi

orqanların maliyyə və nəzarət fəaliyyətinin digərləri tərəfindən lüzumsuz təkrarlanmasının qarşısını almaq vacibdir.

10) 2021-ci il və 2022-ci ilin ilk altı ayı üzrə dövlət istiqrazları hesabına borclanmanın müqayisəli təhlili göstərdi ki, dövlət istiqrazları hesabına borclanmada artım müşahidə edilmişdir. Bu artım xarici borclanmanın azaldılmasında müəyyən rola malik olduğundan ölkə üçün riskli hesab edilməməkdədir.

## ƏDƏBİYYAT

1. Azərbaycan Respublikasının Konstitusiyası. Bakı, 1995.
2. Azərbaycan Respublikasının Vergi Məcəlləsi. 2009.
3. Dövlət borcunun idarə edilməsinin effektivliyi: Elmi və praktiki materiallar. konf. M.: Maliyyə nəzarəti, 2004.
4. Vavilov A. Dövlət borcu: Böhran dərsləri və idarəetmə prinsipləri. M .: Qorodets. 2003.
5. Maliyyə Riskləri: Borcların İdarə Edilməsinə və Ali Audit Qurumlarının Roluna Təsir edən Nəticələr / INTOSAI Dövlət Borcu Komitəsi, 2003.
6. Nəzarətin Rəhbər Prinsiplərinin Lima Bəyannaməsi. URL: [http://www.ccrm.md/file/lima/lima\\_ru.rdf](http://www.ccrm.md/file/lima/lima_ru.rdf).
7. Azərbaycan Respublikası Maliyyə Nazirliyinin fəaliyyətinin təkmilləşdirilməsi tədbirləri haqqında Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2009-cu il 9 fevral tarixli 48 nömrəli Fərmanı.
8. Azərbaycan Respublikasının Maliyyə Nazirliyi, URL: [www.maliyye.gov.az](http://www.maliyye.gov.az).
9. Azərbaycan Respublikasının Hesablama Palatası, URL: [www.sai.gov.az](http://www.sai.gov.az).
10. Azərbaycan Respublikasının 2020-2021-ci illər üzrə dövlət xarici borcu haqqında məlumat, URL: <http://www.maliyye.gov.az/node/1695>
11. Maliyyə və kredit: dərslik / red. prof. M.V.Romanovski, prof. G.N.Beloglazova. - M.: Ali təhsil, 2007. - 575 s.
12. Maliyyə: dərslik - 2-ci nəşr, Yenidən işlənmiş. və əlavə / red. V.V. Kovalev. - M.: TK Velby, Prospekt nəşriyyatı, 2007. - 512 s.
13. Karatonov M.E. Dövlət maliyyə nəzarətinin inkişafının və səmərəliliyinin artırılmasının “təcili” problemləri // Maliyyə hüququ. - 2006, No 11. S. 11-16.
14. Tərəxova T.B. Rusiya Federasiyasında dövlət maliyyə nəzarətinin təkmilləşdirilməsinin əsas istiqamətləri // Maliyyə və kredit. - 2007, No 35. S.47.
15. “Maliyyə” elektron dərsliyi, URL: [http://eos.ibi.spb.ru/umk/6\\_1/5/5\\_R0\\_T2.html](http://eos.ibi.spb.ru/umk/6_1/5/5_R0_T2.html).

16. Burtsev V.V., Rusiya Federasiyasında dövlət maliyyə nəzarəti sisteminin təşkili. Nəzəriyyə və təcrübə. Daşkovin Publishers M-2002, s.496.
17. Rodionova V.M. Şleynikov V.I. Maliyyə nəzarəti. Dərs kitabı. M. 2002, səh. 26.
18. Yalbulqanova A.A.,Maliyyə hüququ. Dərslük.M., 2001, s.63.
19. Hesablama Palatası haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu (1999), s.10.
20. Çuvaxina L.Q., Konovalov V.V. Maliyyə qeyri-sabitliyi şəraitində dövlət borcunun idarə edilməsinin məqsəd və üsulları. VƏ. Vernadski. - 2012. - No 3, s. 41.
21. Əzizova G.A. Dövlətin sərmayə-innovasiya startegiyaları/ Dərs vəsaiti. Bakı 2012, s. 214 .
22. Ə.H.Ələkbərov, M.Ə.Vəliyev, S.M.Məmmədov. Beynəlxalq iqtisadi münasibətlər. Bakı, 2010, s. 659.
23. Qaraxanov N.N., Fond bazarının inkişafı ilə iqtisadiyyatda mülkiyyət strukturu arasında əlaqə//Universitetin bülleteni (GOUVPO "Dövlət İdarəetmə Universiteti"). No 16. 2009.
24. Qaraxanov N.N. Fond bazarının inkişafı ilə sosial-mədəni ənənələr arasında əlaqə // Universitetin bülleteni (GOUVPO "Dövlət İdarəetmə Universiteti"). No 18. 2009.
25. Qaraxanov N.N. Qiymətli kağızlar bazarında qiymətlərin qarışması // İqtisadiyyat və Maliyyə jurnalı No3 (142). 2008.
26. Qaraxanov N.N. 2007-ci ilin yekunlarına əsasən inkişaf etməkdə olan fond bazarlarının inkişaf tendensiyaları // “İqtisadiyyat problemləri” jurnalı No 2 (30). 2009.
27. Qaraxanov N.N. Qiymətli kağızlar bazarının informasiya açıqlığının təmin edilməsi problemləri // Aspirant və doktorantların elmi nəşrləri jurnalı. No 4. 2009.

28. Mikhailenko, M. N. Qiymətli kağızlar bazarı: akademik bakalavr tələbələri üçün dərslik və seminar / M. N. Mixayilenko. - 2-ci nəşr, yenidən işlənmiş. və əlavə - Moskva: Yurayt nəşriyyatı, 2019. - S. 26-31.
29. Kriklivets A. A., Sukhomyro P. S. Qiymətli kağızlar bazarı: əsas problemlər və inkişaf meylləri // Gənc alim. - 2019. - № 4. - S. 230-231.
30. Astaxov A.A., Grebenik V.V. İnvestisiya aləti kimi qiymətli kağızlar bazarının inkişafı problemləri və perspektivləri // Avrasiya elminin bülleteni, 2018 № 3.
31. Solovieva Y. V. Qiymətli kağızlar bazarı və onun fəaliyyət xüsusiyyətləri, URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=29138240>.
32. Şaputko N.V., Milyutina O.A., Maşkina N.A. Qiymətli kağızlar bazarının formalaşması // İnnovativ iqtisadiyyat: inkişaf və təkmilləşdirmə perspektivləri. 2019. № 1.
33. Saibel N.Y., Kovalchuk A.V. Rusiyada fond bazarı: problemlər və inkişaf perspektivləri // Maliyyə və kredit. - 2018. - V. 24, No 3.
34. Berezina Y.A. Qiymətli kağızlar bazarı: tarixi inkişafı və hazırkı vəziyyəti, URL:<https://elibrary.ru/item.asp?id=37172488>.
35. Baker D., Maliyyə əməliyyatları vergisinin faydaları. Vaşinqton, DC.: İqtisadi və Siyasət Araşdırmaları Mərkəzi, 2008.
36. Baxter L.G., Qlobal Bank Tənzimləməsi üçün Ümumdünya Təşkilatları Seçiminin Tədqiqi. Qloballaşma və İdarəetmə, 2011, s. 113–124.
37. Brummer C., Hüquq və Beynəlxalq Maliyyə Sistemi: 21-ci əsrdə qaydaların yaradılması. New York: Cambridge University Press, 2012.
38. Bruno V., Song Shin H., Sərhədlərarası Bankçılıq və Qlobal Likvidlik. Beynəlxalq Hesablaşmalar Bankı, 2014.
39. Burman L., Gale V., Nəzəriyyə və Təcrübədə Maliyyə Əməliyyatları Vergiləri. Urban İnstitutu və Brook-ings İnstitutu. 2015.



40. Bondaruk, T. G. Dövlət krediti dövlət borcunun maliyyələşdirilməsi mənbəyi kimi [Mətn] / T. G. Bondaruk, M. A. Yakovenko// Bank sektorunun müasir problemləri və inkişaf perspektivləri. - 2016. səh. 50-56.
41. Gulyaeva O. S., Usmanskaya V. G. Dövlət borcu: mahiyyəti, nəticələri və qaytarılma imkanı / Universitetin iqtisadi bülleteni. Alim və aspirantların elmi məqalələr toplusu, № 29.1, 2016, səh.222.
42. Gultseva A. V. Dövlət borcu: onun tənzimlənməsi və sosial-iqtisadi nəticələri / Yamal bülleteni, № 2 (3) 2015, s. 102-107.
43. Lyushnina N. O., Nikolaychuk O. A. Rusiyanın xarici borcu. Moskva, 2015.
44. Nikolaychuk O. A. Xarici dövlətborcu: Problemlər və qayıdış perspektivləri // Beynəlxalq konfransın elmi məqalələri toplusu. Altay Dövlət Universiteti. 2015. S. 3557-3561.
45. Alekseeva O., Planlaşdırılmamış İqtisadiyyat, 2011, URL: (<http://www.gazeta.ru/financial/2011/12/15/3928670.shtml>).
46. Babiç, A. M. Dövlət və bələdiyyə maliyyəsi: Universitetlər üçün dərslik / A. M. Babich, L. N. Pavlova - M.: UNITI, 2002.- 687 s.
47. Braginskaya, L. S. Dövlət borcu: idarəetmə sisteminin təhlili və onun effektivliyinin qiymətləndirilməsi / L. S. Braginskaya - M.: Universitetskaya kniga, 2007. - 78 s.
48. Vavilov, Y. Y. Dövlət borcu: universitetlər üçün dərslik / Y. Y.Vavilov - red. 3-cü, yenidən işlənmiş. və əlavə M.: Perspektiv, 2008.- 256 s.
49. Voronin, Yu.V. Dövlət borcunun idarə edilməsi / Yu. V. Voronin, V. A. Kabaşkin // İqtisadçı. 2006. - №1. səh 58 - 67.
50. Vorozhtsov, P.O. Dövlət borcunun idarə edilməsi/ P. O. Vorozhtsov // Qiymətli Kağızlar Bazarı - 2005. - № 18. - S. 9.
51. Danilov, Y.A. Dövlət borc bazarları: dünya tendensiyaları / Y.A. Danilov - M.: MAKS Press, 2008.- 432 s.
52. Şabalin, A., Dövlət və korporativ borcun dinamikası / A. Şabalin // İqtisadçı, 2010. № 3.- S. 50-57.

53. Vaxruşin I.V., Çin Xalq Respublikasının qiymətli kağızlar bazarı: vəziyyəti, inkişafı, perspektivləri. Fəlsəfə doktoru alimlik dərəcəsi almaq üçün dissertasiya. Elmi məsləhətçi: iqtisad elmləri doktoru, professor Ya.M. Mirkin. Moskva - VZFEI, 2009.
54. Burenin A.N. Qiymətli kağızlar və törəmə maliyyə alətləri bazarı. -M.: NTO, 2011.
55. Rubtsov B.B. Dünya maliyyə bazarı//Portfel investoru. -2009, № 10.
56. Bryuxovetskaya S.V. və Rubtsov B.B.,Maliyyə bazarları: dərslik, red.. -M.: KNORUS, 2018.
57. Azərbaycan Respublikası İqtisadi İslahatların Təhlili və Kommunikasiya Mərkəzinin rəsmi internet səhifəsi, 2022, <https://ereforms.gov.az/az/media/xeberler/vu-sal-qasimli-2021-ci-ilin-do-vlet-bu-dcesi-iqtisadi-artimi-berpa-edecekdir-7>.
58. Beynəlxalq Maliyyə fondunun rəsmi saytı, Azərbaycan Respublikası barədə statistika, 2022, URL: <https://www.imf.org/en/Countries/AZE#countrydata>
59. Federal Ehtiyatlar İqtisadi Məlumatlarının rəsmi internet səhifəsi, Rusiya barədə statistika, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/series/GGGDTARUA188N>
60. Federal Ehtiyatlar İqtisadi Məlumatlarının rəsmi internet səhifəsi, Azərbaycan Respublikası barədə statistika, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/data/AZEDGDPGDPPT.txt>
61. Federal Ehtiyatlar İqtisadi Məlumatlarının rəsmi internet səhifəsi, Ermənistan barədə statistika, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/series/ARMDGDPGDPPT>
62. Federal Ehtiyatlar İqtisadi Məlumatlarının rəsmi internet səhifəsi, Gürcüstan barədə statistika, 2022, <https://fred.stlouisfed.org/series/GEODGDPGDPPT>
63. Ali Audit Qurumlarının Beynəlxalq Təşkilatı olan INTOSAI-nın təlimatları, <https://sai.gov.az/files/GUID-5250-AZ.pdf>
64. Azərbaycan Respublikası Prezidentinin 2018-ci il 24 avqust tarixli Sərəncamı, Azərbaycan Respublikasında dövlət borcunun idarə edilməsinə dair orta və uzun

müddət üçün Strategiya , 2018, URL: [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)