

ևս կառավարությանը հնարավորություն է տալիս օգտագործել մասնավոր կապիտալը և դրանով իսկ մեղմել ֆինանսական ճնշումը: Կառավարությունն օգուտներ է քաղում մասնավոր հատվածում որոշումների կայացման գործընթացից և կառավարման մեջ մասնավոր հատվածի ներգրավումից, ինչը կարող է ուղղակիորեն նպաստել շահագործման արդյունավետության բարձրացմանը:

Նմանատիպ մեկ այլ մոդելի դեպքում, որը հայտնի է որպես «մասնակի զիջում», պետական սեփականությունը հանդիսացող օդանավակայանի կամ օդանավակայանի շահագործողի բաժնետոմսերը վաճառվում են մասնավոր ներդրողին: Ռազմավարական վաճառքի օրինակ է պետական սեփականություն հանդիսացող Վիեննայի օդանավակայանը, որի բաժնետոմսերի 48% հանդիսանում է Ամստերդամի «Սքիպիոլ» օդանավակայանի սեփականությունը:

Այս մոդելը բացառապես օգտագործվում է զարգացած երկրներում, որտեղ կապիտալի շուկաները կայացած են և կան օդանավակայանների կառավարմամբ հետաքրքրված բարձր որակավորված մասնավոր ներդրողներ:

Լրիվ մասնավորեցումը ներառում է պետությանը պատկանող օդանավակայանային ենթակառույցների վաճառքը մասնավորին: Գործարքից հետո սեփականատեր դարձած միավորն ամբողջությամբ պատասխանատու է օդանավակայանի բոլոր գործառնությունների և նոր ներդրումների ֆինանսավորման համար:

Նման մոդել կիրառվեց Մեծ Բրիտանիայում, երբ Բրիտանական կառավարությունն ամբողջովին վաճառեց կառավարական մարմին հանդիսացող Բրիտանական օդանավակայանների վարչությունը (BAA), որը կառավարում էր երկրի ամենախոշոր 7 օդանավակայանները (այդ թվում նաև «Հիթրոուն»): Ինչպես նաև 2,2 միլիոն քաղաքացիների վաճառվեց 1.4 միլիարդ դոլարի բաժնետոմսեր, որն ի դեպ իր նախադեպը չունեւ և մասնավորեցված Բրիտանական օդանավակայանների վարչությունը մնաց որպես օդանավակայանների կառավարող կառույց: Մեկ «ոսկյա» բաժնետոմս մնաց կառավարությանը, իսկ դրանց 25%-ը հատկացվեց աշխատողներին: Այսօր՝ 15 տարի անց, օդանավակայանների մասնավորեցման բրիտանական ծրագիրը կարելի է հաջողված համարել բոլոր առումներով: Որպես մասնավոր ընկերություն BAA-ը մեծացրել է փոխադրումների ծավալները (նրա կողմից կառավարվող օդանավակայաններին բաժին է ընկնում Մեծ Բրիտանիայի ուղեորափոխադրումների 71%-ը), աճել են թռիչք վայրէջքների թիվը, շահույթները, կապիտալ ներդրումները և, միևնույն ժամանակ, իջնում են սակագները մեկ ուղևորի հաշվով:

ՌՈՒԲԵՆ ՊՈԼՈՍՅԱՆ

ՀՀ ԳԱՄ Մ.Քոթանյանի անվան

տնտեսագիտության ինստիտուտի ասպիրանտ

ԱՐԺԵՐՔՆԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՅՄԱՆ ԺԱՄԱՆԱԿԱԿԻՑ ՄԻՏՈՒՄՆԵՐԸ

Արտադրության մեջ և տնտեսական աճի ֆինանսական ապահովման համար արժեթղթերի շուկայի կայացման հիմնախնդրի ուսումնասիրումը, նրանց կողմից տրամադրվող բոլոր հնարավորությունների ուսումնասիրումը, ներդրումային գործընթացի համակարգում նրա տեղի ու դերի որոշումը, նրա գործունեության օրինաչափությունների վերլուծությունը (հաշվի առնելով տնտեսության իրական հատվածի վիճակը), թելադրում են դիմել արժեթղթերի շուկաների արդյունավետ մոդելների կառուցման գործում առավելագույն հաջողությունների հասած արդյունաբերապես զարգացած երկրների փորձի ուսումնասիրմանը:

Ազգային հետաքրքրությունների պրիզմայով այդ փորձի անցկացումը թույլ է տալիս որոշել ոլորտում արտասահմանյան ձեռքբերումների ու դրանք հայրենական միջավայրում ներդնելու հնարավոր սահմանները, ինչը նպաստում է ֆինանսական հատվածի և ողջ տնտեսության գործունեության արդյունավետության բարձրացմանը:

XX դ. վերջին բավականին հստակ նշմարվում էին նոր ուղղություններն ու միտումները, որոնցով առաջիկայում պետք է զարգանար արժեթղթերի համաշխարհային շուկան: Ստորև կներկայացնենք զարգացած շուկայական տնտեսությամբ երկրներում դրսևորվող արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնական միտումները: Ժամանակի ընթացքում դրանց զարգացումը իր արտացոլումը կգտնի նաև ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման ընթացքում, երբ կառուցվում է բաց շուկայական տնտեսություն:

Արժեթղթերի շուկան ֆինանսական ինստիտուտների համակարգի հետ մի ոլորտ է, որտեղ ձևավորվում են տնտեսական աճի հիմնական աղբյուրները, կենտրոնացվում և բաշխվում են տնտեսությանն անհրաժեշտ ներդրումային ռեսուրսները: Համաշխարհային տնտեսության գլոբալացման և նոր տեխնոլոգիաների տարածման պայմաններում էական փոփոխություններ տեղի ունեցան արժեթղթերի շուկայում:

1. Տնտեսապես զարգացած երկրներում մեծացել է արժեթղթերի շուկայի դերը ներդրումային գործընթացում, նշանակությունը ներդրումային ռեսուրսները կուտակելու և դրանք վերաբաշխելու գործում: Տարբեր երկրներում ներդրումային ռեսուրսների կենտրոնացման հիմնական ձևերի միջև հարաբերակցությունները միանշանակ չեն և կախված են տարբեր շուկայական ինստիտուտների զարգացման բնույթից, ֆինանսական շուկայի ազգային մոդելից և այլն:

Առանձնացնում են ֆինանսական շուկայի՝ իրենց կարգավորման բնույթով, կապիտալը դեպի կորպորացիաներ ուղղելու մեթոդներով ու աղբյուրների կառուցվածքով, ինչպես նաև դրանց հետ կապված ներդրողների և թողարկողների վարքագծով ներդրումային ռեսուրսները ներգրավելու երկու առավել տարածված մոդելներ՝ անգլոսաքսոնական մոդելը (ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա) և մայրցամաքային մոդելը (Գերմանիա, Ճապոնիա): Դա հաշվի առնելով վարկային և արժեթղթերի շուկաները ոչ միայն լրացնում են միմյանց, այլ նաև հակադարձ կախվածության մեջ գտնվելով մրցակցում են միմյանց հետ: Որպես հետևանք, նրանց դինամիկան ունի հակա-

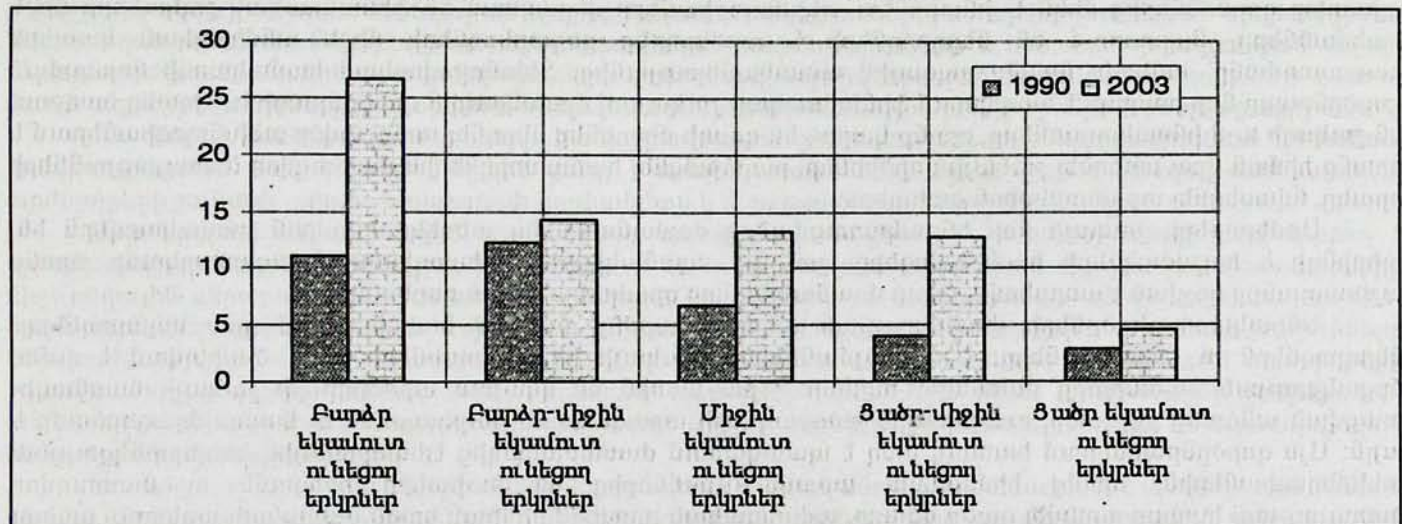
ռակ ուղղվածություն (օր. ակտիվ վարկային էքսպանսիան անխուսափելիորեն նվազեցնում է արժեթղթերի շուկայի միջոցով տնտեսության ֆինանսավորման պահանջը և հակառակը:

2. Հիմնական միտումներից մեկը շուկայում շրջանառող ֆինանսական գործիքների կառուցվածքի էական փոփոխությունն է հոգուտ իրական հատվածի գործիքների՝ կորպորատիվ արժեթղթերի և ածանցյալ ֆինանսական գործիքների: Արդյունքում նկատվում է կորպորատիվ արժեթղթերի հատվածի՝ բացարձակ և հարաբերական ցուցանիշներով մշտական աճ: Օրինակ բաժնետոմսերի համաշխարհային շուկայի կապիտալացումը 1980-1999թթ. ընթացքում ՀՆԱ-ի 2.5 անգամ աճի պայմաններում աճել է մոտ 13 անգամ: Իսկ մասնավոր փոխառությունների և համաշխարհային ՀՆԱ-ի միջև հարաբերակցությունը 1990-2000թթ. հատվածում 34%-ից հասել է 56%¹:

3. Վերջին ժամանակներս ուժեղանում է տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների միջև փոխկախվածությունը: Այս միտումը խթանվում է շահույթի միջին նորման գերազանցող գերշահույթի ստացման բնական ձգտումով՝ ի հաշիվ արտադրության ծախսերի նվազեցման և ապրանքների առավել բարձր որակի կամ նոր լինելու: Դա ազդում է առաջատար կազմակերպությունների արժեթղթերի կուրսերի և եկամտաբերության բարձրացման վրա որպես նրանց արդյունավետության և շահութաբերության արտացոլում: Շուկաներում նրանց արժեթղթերի ի հայտ գալը իրենց խնայողությունները ներդնել ցանկացողների լայն շրջանակի հետաքրքրությունն է առաջացնում: Միաժամանակ, այս մեխանիզմը թույլ է տալիս վերաբաշխման գործընթացը այնպես կազմակերպել, որ միջոցների հոսքը լինի դեպի առավել շահութաբեր ոլորտներ և խթանում է կառուցվածքային փոփոխությունները:

Արժեթղթերում առարկայացած կապիտալի դինամիկայի հիմքում իրական կապիտալի դինամիկան է՝ այսինքն արժեթղթերի գնանշումները երկարաժամկետ հատվածում հիմնականում համապատասխանում են ՀՆԱ-ի և արդյունաբերական արտադրության դինամիկային և հիմնականում կրում են ցիկլային բնույթ: Իհարկե, պետք է նշել, որ չի կարելի բացառել նաև դրանց շեղումները:

4. Արժեթղթերի շուկայի զարգացման ժամանակակից փուլի բնութագրական առանձնահատկություններից մեկն էլ կապիտալի կենտրոնացման խորացումն է, որը հետևանք է հիմնականում կապիտալի շուկաների ազատականացման և ֆինանսական շուկաների ինտեգրման: Միջազգային ֆինանսական շուկաների ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ գնալով երկրների ֆինանսական շուկաներն ավելի ու ավելի են սերտաճում միմյանց հետ տարածաշրջանային և միջազգային մակարդակներում: Այս ամենի արդյունքում ազգային շուկաների հիմքի վրա առաջացել են ֆինանսական այնպիսի հզոր միջազգային համակարգեր, ինչպիսիք են եվրոպական, լատինաամերիկյան, հարավասիական տարածաշրջանային ֆինանսական շուկաները, ինչի վկայությունն են Համաշխարհային բանկի տվյալները. (գծապատկեր 1.)



Գծապատկեր 1. Տարբեր երկրների խմբերի զուտարային համախառն մասնավոր կապիտալի միջերկրային հոսքի ծավալները (մլն ԱՄՆ դոլար)²

Երկրների տարածաշրջանային բաժանումը կատարված է համաձայն Համաշխարհային բանկի մեթոդաբանության

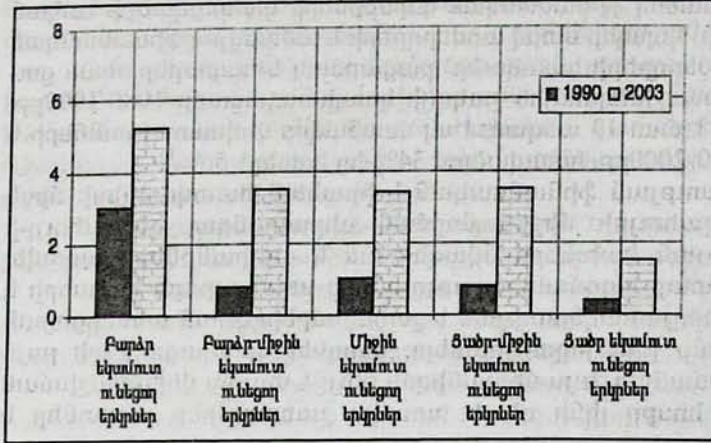
Ինչպես երևում է գծապատկերից՝ վերջին տասնամյակում տարբեր երկրների միջև ֆինանսական հոսքերը զգալիորեն ավելացել են, ինչն ավելի ցայտուն է դրսևորվում հատկապես բարձր եկամուտ ունեցող երկրներում: Սակայն հարկ է նշել, որ այս ցուցանիշն իր մեջ ներառում է ոչ միայն ներդրումային միջոցների հոսքը, այլ նաև մասնավոր տրանսֆերտները և միանշանակորեն չի բնութագրում ֆինանսական շուկաների ինտեգրման գործընթացը: Այս առումով, միջազգային ներդրումային գործունեության զարգացման միտումներն առավել ցայտուն են երևում ուղղակի և պորտֆելային ներդրումների շարժը ուսումնասիրելիս:

Ինչպես նկատում ենք, ուղղակի ներդրումների գծով գրեթե մույն պատկերն է՝ այսինքն, բարձր եկամուտ ունեցող երկրներում մեծ են ուղղակի ներդրումների ծավալները, ինչը բացատրվում է նրանով, որ այդ երկրներում բնակչության ձեռքում ավելի շատ դրամական միջոցներ են կուտակված և նրանք ձգտում են նաև մասնակցել իրենց ներդրումների կառավարման գործընթացին: Այնինչ պորտֆելային ներդրումների գծով

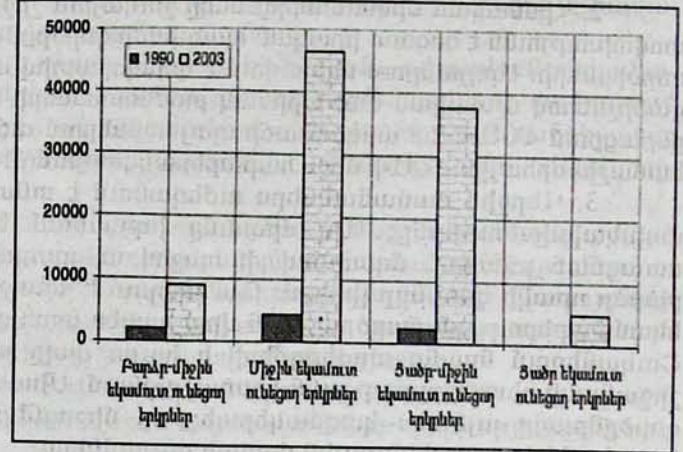
¹ Рыбцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. Москва 2002, стр. 22, 52.

² World Development Indicators 2005, pp 322-324.

ավելի մեծ տեսակարար կշիռ ունեն միջին եկամուտներ ունեցող երկրները, ինչն էլ պատճառ է տնտեսությունների դինամիկ զարգացման և բնակչության մոտ համեմատաբար քիչ դրամական միջոցների առկայության:



Գծապատկեր 2. Համախառն ուղղակի օտարերկրյա ներդրումների ծավալներն ըստ երկրների խմբերի (% ՀՆԱ-ի նկատմամբ)¹



Գծապատկեր 3. Օտարերկրյա պորտաֆելային ներդրումների ներհուսքի ծավալները (մլն ԱՄՆ դոլար)²

5. Արագորեն մեծանում են ժամանակակից էլեկտրոնային տեխնոլոգիաների հիման վրա ֆինանսական շուկաների կոմպյուտերացման և գլոբալ տեխնոլոգիական վերազինման մասշտաբները: Դրանց արդյունքում արժեթղթերի շուկայում հայտնվել են ածանցյալ արժեթղթերի բազմաթիվ նոր տեսակներ: Առևտրի նոր համակարգերը հիմնված են համակարգչային տեխնիկայի և հեռահաղորդակցության նոր, ժամանակակից միջոցները, որոնք թույլ են տալիս առևտուր իրականացնել լրիվ ավտոմատացված ռեժիմով, առանց գնորդների ու վաճառողների միջև ուղղակի հաղորդակցության: Ըստ էության, անսահմանափակ հնարավորություններ է ընձեռում արժեթղթերի շուկային ժամանակակից ինտերնետ տեխնոլոգիաների կիրառումը: Դրանց կիրառման մասշտաբների ընդլայնումը XX դարի վերջի և XXI դարի սկզբի ֆինանսական շուկաների զարգացման գլխավոր գործոններից մեկն է. ինտերնետ տեխնոլոգիաները վերացնում են ֆինանսական շուկաների միջև սահմանները, նպաստում են ներդրողների և արժեթղթեր թողարկողների միջև անմիջական կապերի հաստատմանը՝ անկախ նրանց ազգային պատկանելությունից: Տեխնոլոգիական համակարգի նորացման գործընթացը նոր իմպուլս է հաղորդում ֆինանսական շուկայում մրցակցային գործընթացին: Այդտեղ հաղթում են շուկայի այն ինստիտուտները, որոնք կարող են զգալի միջոցներ ներդնել առաջավոր տեխնոլոգիաներում և դրանց հիման վրա ստեղծել շուկայի գործիքներ, բարձրացնել հաճախորդներին մատուցվող ծառայությունների որակը, նվազեցնել տրանսակցիոն ծախսերը:

Արժեթղթերի շուկայի նոր ենթակառուցվածքը ժամանակակից տեղեկատվական համակարգերն են, քլիրինգի և հաշվարկների համակարգերը, շուկայի մասնակիցների դեպոզիտային սպասարկումը, որոնց աշխատանքը կոչված է ապահովել բոլոր մասնակիցների որակական սպասարկումը:

Ենթակառուցվածքների փոփոխության ակտիվ շարժիչ ուժն են հանդիսանում դրա սպառողները՝ ներդրողներն ու էմիտենտները: Այս պայմաններում շուկայի ինստիտուտների միջև ծավալվում է ուժեղ մրցակցություն հաճախորդ ունենալու համար: Դրա մասին են վկայում արժեթղթերի շուկայի մասնագիտացված անձանց թվի աճը, առևտրային հարթակների արագացված զարգացումն ու կատարելագործումը և այլն: Այս գործընթացներում հատուկ տեղ է պատկանում ժամանակակից էլեկտրոնային հաղորդակցության տեխնոլոգիաներին, որոնց հիմնական առավելություններից են ծախսերի իջեցումն ու մատուցվող ծառայության համար առավել ցածր վճարը, ավանդական բորսաների փակ եղած ժամանակ առևտուր անելու հնարավորությունը, գնանշումների երաշխավորված գաղտնիությունն ու ներդրումների համար մեծ գործիքակազմի առկայությունը:

6. Արժեթղթերի շուկայի զարգացման գլխավոր միտումներից մեկը կապված է արագացված արժեթղթավորման հետ: Դա ապահովում է դրամական միջոցները իրենց ավանդական ձևերից (խնայողություններ, դեպոզիտներ, կանխիկ միջոցներ և այլն) արժեթղթերի վերածելը, նպաստում է կապիտալի ավելի մեծ մասը արժեթղթերի վերածելուն, արժեթղթերի մի տեսակը մեկ այլի վերափոխելուն և այլն: Արժեթղթավորման պատճառները կապված են մի կողմից արտադրության կենտրոնացման աճի և տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածներում խոշոր կազմակերպությունների դերի բարձրացումով, մյուս կողմից՝ ֆինանսական շուկաների ազատականացման և միջազգայնացման պայմաններում ֆինանսական գործիքների իրացվելության բարձրացման և ֆինանսական հոսքերի կառավարման խնդիրների լուծման օբյեկտիվ անհրաժեշտությամբ, որոնք ավանդական բանկային վարկը ի վիճակի չէ իրականացնել: Արժեթղթավորման արդյունքում արդյունաբերապես զարգացած երկրներում ազատ կապիտալի նշանակալի մասը ներդրվում է արժեթղթերում: Անցած դարի վերջին տասնամյակում մուլտինալ տնտեսության անկայունության պայմաններում նկատվում էր դրամական խնայողությունների ձևերի փոփոխության միտում: 1990-ական թթ. միջազգային շուկաներում փոխառությունների մեծ մասը (50-80%) բաժին էր ընկնում արժեթղթերի թողարկմանը. ընդ որում,

¹ World Development Indicators 2005, pp 322-324.

² World Development Indicators 2005, pp 322-324.

որա ավելի քան կեսը՝ միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պարտատոմսերին: Միջազգային փոխառությունների մասն կառուցվածքը սկսել է ձևավորվել դեռևս 1980-ական թթ, իսկ մինչ այդ ֆինանսավորման հիմնական ձև էին հանդիսանում փոխառությունները: Եվ այդպիսով արժեթղթավորման միտում դրսևորվում է ոչ միայն առանձին երկրների շուկաների մակարդակով, այլ նաև միջազգային մակարդակով:

7. Կարևոր միտումներից է նաև արժեթղթերի շուկայում անհատ ներդրողների դերի և նշանակության բարձրացումը: Վերջին տարիներին՝ չնայած ռիսկի որոշակի գործոնի առկայությանը, անհատների ավելի ու ավելի մեծ շրջանակ է արժեթղթերի շուկայում գործարքներում գտնում իր խնայողությունները հուսալի և շահավետ տեղաբաշխելու հնարավորությունը: Սակայն խոսքը ոչ միայն ուղղակի ներդրումների մասին է, այլ նաև կոլեկտիվ ներդրումների տարբեր ձևերի օգտագործման¹:

8. Բարձրանում է արժեթղթերի շուկայի հուսալիությունն ու նրա նկատմամբ վստահության աստիճանը: Արժեթղթերի շուկան, ինչպես և ողջ տնտեսությունը ապահովագրված չեն անկումներից, ճգնաժամներից և այլ ցնցումներից: Ավելին, հենց արժեթղթերի շուկայում ճգնաժամները կարող են ողջ տնտեսության մասշտաբով ֆինանսական ճգնաժամների: Դրա համար կարելի է օրինաչափ համարել, որ արժեթղթերի շուկաները շատ երկրներում պետական կարգավորման օբյեկտ են հանդիսանում: Արժեթղթերի շուկայի հուսալիությունն ու ներդրողների կողմից նրան վստահության աստիճանը ուղղակիորեն կապված են շուկայի կազմակերպվածության աստիճանից, ինքնակարգավորման մեխանիզմի գործունեությամբ և նրա նկատմամբ պետական վերահսկողության ուժեղացումից: Արժեթղթերի շուկայի մասշտաբներն ու նշանակությունը այսօր այնպիսին են, որ նրա փլուզումը կարող է հանգեցնել տնտեսական զարգացման և ընդհանրապես վերարտադրության գործընթացի խաթարման:

Պետությունը չի կարող բոլոր տակ, որ շուկայի նկատմամբ վստահությունը անկում ապրի և արժեթղթերում ներդրումներ կատարած ժողովրդի լայն զանգվածները համկարծ կորցնեն իրենց ներդրումները ինչ-որ տնտեսական անհարթությունների կամ խաբեությունների պատճառով: Դրա համար արժեթղթերի շուկայի բոլոր մասնակիցները ուղղակիորեն շահագրգռված են, որպեսզի շուկան կարգավորված և խիստ վերահսկողության տակ լինի նրա ամենահզոր մասնակցի՝ պետության կողմից: Ընդ որում, չպետք է մոռանալ նաև մեկ կարևոր հանգամանք՝ ևս՝ ֆիսկալ: Պետություններին կարգավորման և վերահսկողության հնարավորությունը բոլոր է տալիս մեծացնել հարկման բազան և մասնակիցներից զանձվող հարկային մուտքերը: Միաժամանակ, բացառվում է փողերի լվացման հնարավորությունը:

9. Արժեթղթերի շուկայի զարգացման հիմնական միտումներից մեկն էլ գնալով խորացող միջազգայնացումն ու գլոբալացումն է: Սա նշանակում է, որ վերանում են ազգային սահմանները և ձևավորվում է արժեթղթերի միջազգային շուկա: Ցանկացած երկրից կարող են ներդրումներ կատարվել ցանկացած երկրում շրջանառող արժեթղթերում: Թվայնացման, տեղեկատվական տեխնոլոգիաների և հեռահաղորդակցության միջոցների զարգացման, ինտերնետ տեխնոլոգիաների կիրառման շնորհիվ արժեթղթերի շուկան գլոբալ բնույթ է ստանում և ազգային շուկաները դիտարկվում են որպես արժեթղթերի համաշխարհային շուկայի բաղկացուցիչ մաս:

10. Տեղի է ունենում արժեթղթերի համաշխարհային շուկայի մասշտաբների ընդլայնում, մեծանում կապիտալացման մակարդակը: Ինչպես ցույց է տալիս արտասահմանյան փորձը, գնալով ուժեղանում է արժեթղթերի շուկայի՝ որպես կապիտալի կուտակման և վերաբաշխման մեխանիզմի դերը:

Մեր երկրում ներդրումային գործընթացի ակտիվացման գործում ևս առաջատար դերը կարող է պատկանել արժեթղթերի շուկային, ինչն իրական հնարավորություն է ստեղծում ներդրումային ռեսուրսների միջոյությամբ վերաբաշխումն ապահովելու, ներքին և օտարերկրյա ներդրումների՝ դեպի հայրենական ձեռնարկություններ առավելագույն ներհոսքի, ինչպես նաև կապիտալը կուտակելու և խնայողությունները ներդրումների վերածելու անհրաժեշտ պայմաններ ապահովելու համար: Գնալով ուժեղանում է արժեթղթերի շուկայի ազդեցությունը տնտեսության իրական հատվածի վրա: Այն սկսել է կատարել շուկայական տնտեսությամբ երկրներին հատուկ գործառույթներ և նրա գործիքներն առավել ակտիվ են օգտագործվում հենց այդ հատկանիշի համար:

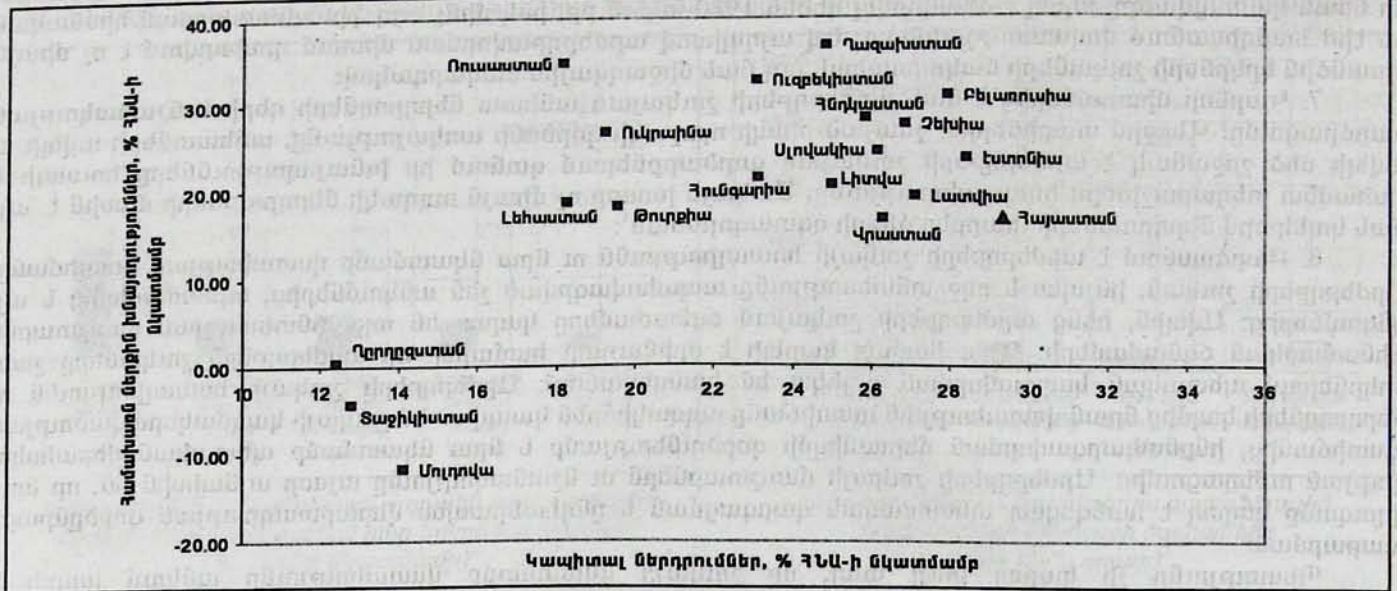
Արժեթղթերի շուկայում ներդրումների ներգրավումը հիմնականում իրականացվում է պարտքային ֆինանսական գործիքների օգտագործմամբ: Ընդ որում սկզբնական շրջանում՝ հիմնականում արտաքին շուկայում: Դա բնորոշ իրավիճակ է զարգացող շուկայի համար, որն արտացոլում է շուկայական բարեփոխումների և կորպորատիվ ֆինանսավորման աղբյուրների նոր համամասնությունների ձևավորման գործընթացները: Առաջիկայում կարելի է կանխատեսել բաժնեմասային ֆինանսական գործիքների (բաժնետոմսերի) ներդրումների ներգրավումների ծավալների աճ ներքին ֆինանսական շուկայի նշանակությունների ուժեղացում:

1996թ. սկսած ակտիվություն սկսեց ցուցաբերել պետական պարտատոմսերի շուկան (ինչպես կարճաժամկետ պարտատոմսերի, այնպես էլ միջին ժամկետային և երկարաժամկետ), որը ներկայումս համարվում է այս ոլորտում ամենակայացածը:

Մյուս կողմից էլ պետք է նշել, որ պետական արժեթղթերի շուկան չի կարող և չպետք է լինի այդքան ընդգրկում այն դեպքում, երբ արժեթղթերի շուկայի մյուս այլընտրանքային հատվածներն այդքան թերզարգացած վիճակում են: Եվ քանի որ պետական արժեթղթերն ունեն հուսալիություն և եկամտաբերություն երկու հիմնական հատկանիշները, կորպորատիվ արժեթղթերը ամբողջությամբ զրկվում են ներդրումներ ներգրավելու հնարավորությունից: Սակայն սա չի նշանակում, որ պետական արժեթղթերի շուկան պետք չէ: Ընդհակառակը, այն ոչ միայն պետք է, այլ պետք է կատարի կարգավորիչ ու վերահսկող ֆունկցիա:

Ինչ վերաբերում է ՀՀ-ում խնայողությունները ներդրումների վերածելու գործընթացին, պետք է նշել, որ ինչպես վկայում են որոշ անցումային տնտեսությամբ երկրների ցուցանիշները, ՀՀ-ում բավականին բարձր մակարդակ ունեն կապիտալ ներդրումների ծավալները (գծապատկեր 4.):

¹ Хмыз О. Институциональные инвесторы на фондовом рынке. Вопросы экономики 2003. N 8. стр. 95-101.



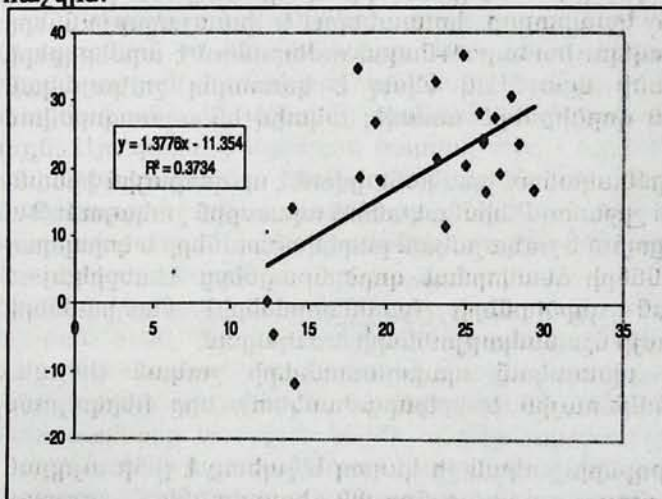
Գծապատկեր 4. Կապիտալ ներդրումները* և համախառն խնայողությունները որոշ անցումային երկրներում¹

* Որպես կապիտալ ներդրումները բնութագրող ցուցանիշ վերցված է հաստատուն կապիտալի համախառն կուտակումը

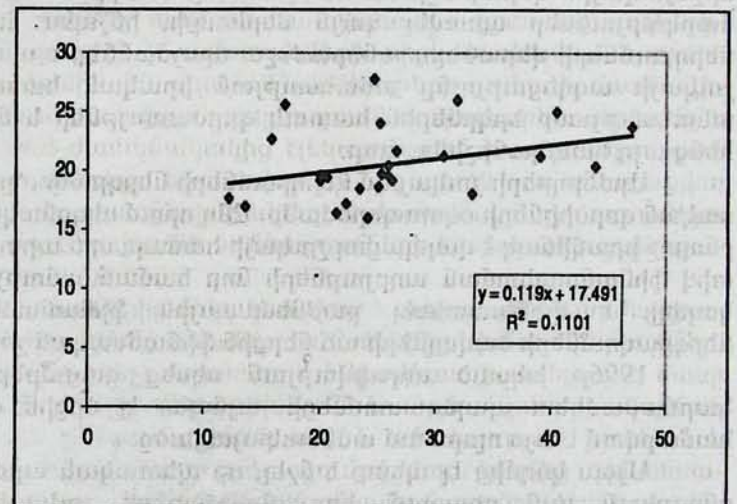
Մակայն այստեղ պետք է նշել, որ չնայած ՀՀ-ը բավականին լավ վիճակում է իր կապիտալ ներդրումների ցուցանիշով, նրա խնայողությունները բավականին ցածր են: Այսինքն առաջանում է խզում ներդրումների և խնայողությունների միջև:

Մինևույն ժամանակ, պետք է նշել, որ զարգացած և անցումային տիպի տնտեսությամբ երկրներում խնայողությունները և կապիտալ ներդրումների կապը դիտարկելով (գծապատկեր 5, 6), կարող ենք տեսնել, որ զարգացած երկրներում այն ավելի թույլ է արտահայտված, քան անցումային տիպի երկրներում: Դա կարելի է բացատրել այն փաստով, որ զարգացած, հետևաբար մաս առավել ինտեգրված երկրներում, որտեղ առկա են կապիտալի միջերկրային ազատ հոսքեր, ներդրումների զգալի մասը ֆինանսավորվում է օտարերկրյա աղբյուրների հաշվին, հետևաբար այդ երկրներում ներքին խնայողությունները կապիտալ ներդրումներումի ֆինանսավորման առաջնահերթ աղբյուր չեն հանդիսանում:

Մակայն այս հիփոթեզը կիրառելի չէ ՀՀ համար, քանի որ մա ակնհայտորեն չի համարվում ինտեգրված շուկա: Դա կարելի է բացատրել այն հանգամանքով, որ Հայաստանում, ինչպես մաս մմանատիպ երկրներում կապիտալ ներդրումները հիմնականում ֆինանսավորվում են ստվերային, այդ թվում մաս մմնուպոլ փողերի հաշվին:



Գծապատկեր 5. Անցումային երկրների խնայողությունների և կապիտալ ներդրումների կապը



Գծապատկեր 6. Զարգացած երկրների խնայողությունների և կապիտալ ներդրումների կապը

Իսկ ինչ վերաբերում է արժեթղթերի շուկայի միջոցով խնայողությունները ներդրումների վերածելուն, կարելի է նշել, որ Հայաստանը դեռևս շատ հեռու է կատարյալ լինելուց՝ չնայած կան բավականին լուրջ նախադրյալներ: Ներկայումս կարելի է առանձնացնել երեք հիմնական գործոններ, որոնք կարող են խթանել բնակչության ներդրումային ակտիվությունը և հետաքրքրությունը արժեթղթերի մկատմամբ: Դա առաջին հեր-

¹ World Bank Group, World development Indicators 2006, <http://publications.worldbank.org/WDI>

թին դրամի արժեվորումն է և ԱՄՆ դոլարով խնայողությունների ու արտասահմանից մուտքերի առկայությունը: Հաջորդող իրական եկամուտների աճն է և երրորդ, թերևս ամենակարևոր գործոնը առևտրային բանկերում ավանդների չնայած բավականին բարձր տոկոսադրույքներ ունենալը, սակայն նաև դեռևս չվերականգնված հուսալիությունը:

Շուկայական տնտեսություն ունեցող երկրների զարգացման միտումների վերագնահատումը թույլ է տալիս հետևություն անել, որ դրանց մի մասն էլ արդեն որոշ չափով սկսում են դրսևորվել նաև մեր մոտ: Իսկ տնտեսական աճի կայունության և երկարաժամկետ բնույթի ապահովման ձգտումը պահանջում է ֆինանսական շուկայի գործողության արդյունավետության բարձրացում, ինչը կապահովի խնայողությունները ներդրումների վերածելը, ինչն էլ իր հերթին պայմանավորում է նաև պետության ակտիվ միջամտության անհրաժեշտությունը: Ընդ որում խոսքը ոչ միայն ուղղակի միջամտության մասին է, այլ նաև անուղղակի կարգավորիչ ազդեցությունների, որոնք ուղղված են դեպի բոլորին հասկանալի և բոլորի կողմից ընդունելի «խաղի կանոնների» ստեղծում, օրենքների պահպանումն ու կատարելագործումը, պետական և մունիցիպալ արժեթղթերի շուկաների զարգացում, բարենպաստ ներդրումային միջավայրի և հարկային դաշտի ձևավորում և այլն:

ՀԱՅԿ ՍԱՐԳՍՅԱՆ

*ՀՀ ԳԱԱ Մ.Զորանյանի անվան
տնտեսագիտության ինստիտուտի հայցորդ*

ԱՊԱՀՈՎԱԳՐՈՒԹՅՈՒՆԸ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳՈՒՄ, ԴՐԱ ԴԵՐՆ ՈՒ ՆՇԱՆԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ապահովագրության, որպես տնտեսական կատեգորիայի, տնտեսության զարգացման կոնտեքստում դրա առանցքային դերի և նշանակության բազմաթիվ դասագրքային դիտարկումներ կան, որոնք, չնայած դրանց մատչելիությանը հասարակությանը, այնուամենայնիվ հասանելի չեն վերջինին՝ դրանց ընկալելիության իմաստով: Այդպիսով հայաստանյան իրականությունում այս հանգամանքը հանդիսանում է ապահովագրության նկատմամբ ներուժային պահանջարկի ձևավորման, իրացման և ապահովագրական շուկայի զարգացման էական խոչընդոտներից մեկը: Ուստի այս առումով չափազանց կարևոր է ընկալելի դարձնել բնակչությանը ապահովագրության թե՛ հասարակական և թե՛ տնտեսական օգտակարությունն ու անհրաժեշտությունը: Հասարակության կրթում կոչվող այս գործընթացին պետք է լծվեն ոչ միայն ապահովագրողներն ու ապահովագրության վերահսկողություն իրականացնող մարմինը, այլև կառավարող բոլոր մարմիններն ու մամուլը:

Ընդլայնված վերարտադրության ժամանակակից պայմաններում ապահովագրությունը հանդես է գալիս հասարակության տնտեսական և սոցիալական կայուն զարգացման գլխավոր գործոններից մեկի դերում: Անցումային երկրների տնտեսական և տեխնիկական ներուժի մշտական աճը, հասարակության կուտակվող հարստության ավելացումն ու դրան գույքընթաց աճող տեխնոգեն, տնտեսական և սոցիալական տարաբնույթ ռիսկերի աճը ուղղակիորեն և անխուսափելիորեն պայմանավորում է ապահովագրական լայնամասշտաբ հարաբերությունների ձևավորումը, որոնք կապահովեն անկանխատեսելի նյութական և ֆինանսական կորուստների ժամանակին փոխհատուցումը:

Ապահովագրությունը պաշտպանում է ներդրված կապիտալը, խթանում արտադրության զարգացումը, լուծում սոցիալական հիմնախնդիրները, թեթևացնում տնտեսության ճգնաժամային դժվարությունները: Ապահովագրությունը, որի հաջող զարգացումը հնարավոր է միայն կայուն տնտեսության պայմաններում, հենց ինքն է ընդունակ այդպիսի կայունացման գործոն հանդիսանալ: Այն իր մեջ պարունակելով կայունացնող կառուցվածքային և ֆունկցիոնալ ներուժ՝ հանդես է գալիս որպես պետական ռազմավարական համակարգի չափազանց կարևոր բաղադրամաս:

Ապահովագրությունը դասվում է տնտեսական գործունեության առավել հին և կայուն ձևերի շարքին, որոնք ծագել են արտադրական հարաբերությունների ձևավորման հնագույն ժամանակներում: Պատմականորեն առաջանալով վնասների փոխհատուցման անհրաժեշտությունից՝ ապահովագրությունն իր զարգացման տևական ընթացքում կրել է էական փոփոխություններ և այժմ տարածվում է բազմաթիվ դեպքերի վրա, երբ վնասի առաջանալը կապված է այն կատարողի քաղաքացիաիրավական պատասխանատվության հետ: Այդպիսի դեպքերում ապահովագրությունը տուժողի համար ծառայում է որպես նրա գույքային շահերի պահպանման երաշխիք: Հետագայում գույքային ապահովագրության հետ միասին առաջացավ անձնական ապահովագրությունը, որը երաշխավորում էր որոշակի դրամական փոխհատուցում մահվան, հիվանդության, լրակեցության դեպքերում:

Ապահովագրությունը, որպես տնտեսական կատեգորիա, իրենից ներկայացնում է տնտեսական հարաբերությունների յուրահատուկ համակարգ, որը ներառում է դրամական միջոցների որոշակի նպատակային ֆոնդերի ձևավորման և օգտագործման ամբողջություն՝ տարբեր ոչ ցանկալի, անկանխատեսելի երևույթների (ռիսկերի), ինչպես նաև քաղաքացիների կյանքում առաջացած որոշակի իրադարձությունների հատուցման համար: Ապահովագրություն կատեգորիայի տնտեսական անհրաժեշտությունն է հայտ է գալիս հատկապես, երբ պետությունն իր տրամադրության տակ չունենալով բավարար միջոցներ, զրկված է ֆինանսական ռեսուրսներով մանրեղյու հնարավորությունից: Տնտեսության և քաղաքացիների գույքային, ինչպես նաև