

## ԶԵՆԱՐԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ԱՅԼԵՏՐԱՆՔԱՅԻՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ԶԱՐԳԱՅՈՂ ԵՐԿՐՆԵՐՈՒՄ

Զարգացող երկրներում ձեռնարկությունների ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուրները, որպես կանոն, չեն գործում այն ամբողջ արդյունավետությամբ: Զարգացող երկրներում, որպես կանոն, բանկային համակարգը հանդիսանում է ձեռնարկատիրության ֆինանսավորման հիմնական աղբյուրը: Ինչ վերաբերում է ֆինանսական շուկաների այլ հատվածներին (ապահովագրական շուկա, արժեթղթերի շուկա), ինչպես նաև կոլեկտիվ ներդրումային ինստիտուտներին, ապա հարկ է նշել, որ դրանք հիմնականում չեն կատարում զարգացած շուկաներում նշված ինստիտուտներին բնորոշ առաքելությունը: Ըստ էության, զարգացող երկրների գերակշիռ մասում ձեռնարկությունների կողմից կապիտալի ներգրավման ամենահիմնական եղանակներից մեկը՝ արժեթղթերի շուկան, հիմնականում, դեռևս չի հասել զարգացման այն մակարդակին, որի պայմաններում զարգացած շուկաներով երկրներում արժեթղթերի թողարկումների միջոցով լուծվում են ձեռնարկությունների ֆինանսավորման խնդիրները:

Զարգացող երկրների արժեթղթերի շուկաների դեռևս բավարար չափով զարգացած չլինելու պատճառները, բնականաբար, կարող են էականորեն տարբերվել իրարից տարբեր երկրների պարագայում: Այնուամենայնիվ, զարգացող երկրների գերակշիռ մասում առկա են որոշակի հիմնախնդիրներ, որոնք, թերևս, այս կամ այն չափով բնորոշ են նման երկրների մեծ մասին: Նախևառաջ, որպես կանոն, զարգացող երկրներում արժեթղթերի շուկան համեմատաբար նոր երևույթ է և, մույնիսկ վերջինիս զարգացմանը խոչընդոտող գործոնների բացակայության պարագայում, որոշակի անխուսափելի ժամանակահատված է անհրաժեշտ շուկայի կայացման և հետագա զարգացման համար:

Զարգացող երկրներում արժեթղթերի շուկաների զարգացման կարևոր նախապայմաններից մեկը շուկայի մոդելի ճիշտ ընտրությունն է: Եթե ներկայիս զարգացած երկրներում մոդելները տասնամյակների ընթացքում շուկայական զարգացումների արդյունքում անընդհատ հղկվելով, ներկայումս հնարավորինս համապատասխանում են տվյալ երկրի տնտեսական մոդելի առանձնահատկություններին, ապա զարգացող երկրների գերակշիռ մասում արժեթղթերի շուկաները հիմնականում ձևավորվում են վերևից՝ պետական ակտիվ միջամտության պայմաններում: Դա մի կողմից բնական է, քանի որ, թերևս, այնքան էլ իմաստավորված չէր լինի, եթե զարգացող երկրներն անցնեին զարգացած երկրների տասնամյակների փորձը՝ երբ կարելի է ուղղակի օգտագործել վերջիններիս փորձի արդյունքները: Սակայն, մյուս կողմից, զարգացող երկրների պարագայում, անչափ կարևոր է, որ տնտեսության ազատականացման հիմնական սխեմաները, այդ թվում նաև արժեթղթերի շուկաների ձևավորման սկզբունքները, բխեն կոնկրետ երկրի իրողություններից և միաժամանակ հնարավորինս տեղավորվեն այնպիսի բազային մոդելի շրջանակներում, որն առավելագույն է հաշվի առնում տվյալ երկրի առանձնահատկությունները՝ ըստ: այդմ նախապայմանավորելով տնտեսության և դրա առանձին հատվածների զարգացման հիմնական սկզբունքներն ու մոտեցումները: Ընդ որում, տնտեսության կամ դրա առանձին հատվածների մոդելները պետք է լինեն հնարավորինս ներդաշնակ և բխեն մեկ ընդհանուր տրամաբանությունից:

Բնականաբար, նոր ձևավորվող շուկաներում էական դեր է խաղում նաև պոտենցիալ ներդրողների մոտ վստահության պակասը, որի հաղթահարումը արժեթղթերի շուկայի կայացման ավանդույթներ չունեցող երկրներում կարող է բավական երկարատև ժամանակ պահանջել: Ավելին, նման շուկաներում որևէ քիչ թե շատ բացասական դրսևորում կարող է էականորեն արգելակել պոտենցիալ ներդրողների մոտ շուկայում ընթացող գործընթացների նկատմամբ վստահության ձևավորմանը: Նշվածի համատեքստում կարևորագույն նշանակություն ունի պատշաճ կորպորատիվ կառավարման սկզբունքների պահպանման ապահովումը, որը ներդրողների պաշտպանության խնդրում ունի չափազանց էական նշանակություն: Մինչդեռ, նոր զարգացող երկրների մեծ մասում, որտեղ արժեթղթերի շուկաները գտնվում են նախնական ձևավորման փուլում, կորպորատիվ կառավարման սկզբունքները, որպես կանոն, ամբողջական ծավալով չեն պահպանվում:

Կորպորատիվ կառավարման պատշաճ համակարգի ապահովման ուղղություններից մեկը այսպես կոչված «Կորպորատիվ կառավարման կոդեքսի» (այսուհետ՝ Կոդեքս) կամ, ինչպես այն հաճախ անվանում են, «լավագույն պրակտիկայի կոդեքսի» (Code of Best Practices) առկայությունն է, որը կորպորատիվ կառավարման արդյունավետության ապահովման հնարավոր ուղիներից մեկն է, և որը զարգացող երկրներում արժեթղթերի շուկաների կայացման ճանապարհին կարող է ուրույն դերակատարում ունենալ: Հարկ է նշել, որ վերջին տարիներին բազմաթիվ երկրներում կորպորատիվ կառավարման համակարգերի կատարելագործման հիմնական ուղղություններից մեկը հենց Կոդեքսի ընդունումն է, որի նպատակը ընկերությունների կողմից այնպիսի սկզբունքների և մեխանիզմների ընդունումն ու կիրարկումն է, որոնք հնարավորինս կնպաստեն ընկերություններին՝ կորպորատիվ կառավարման առանձին տարրերի հետ կապված հիմնախնդիրների հնարավորինս լավագույն և արդյունավետ լուծման խնդրում: Նշված սկզբունքներն ու մեխանիզմները, որպես կանոն, վերաբերում են բաժնետերերի ժողովների նախապատրաստությանն ու անցկացմանը, ընկերության խորհրդի և գործադիր մարմնի ձևավորման և արդյունավետ գործունեության ապահովմանը, առավել կարևոր որոշումների կայացմանը, շահաբաժինների վճարմանը, ընկերության վերաբերյալ տեղեկատվության բացահայտմանը և այլն:

Եթե պետական կառույցների ջանքերը հիմնականում ուղղված են օրենսդրության կատարելագործմանը՝ նպատակ ունենալով իրավական դաշտում ամրագրել որոշակի ստանդարտներ ընկերությունների կողմից համապատասխան տեղեկությունների բացահայտման, բաժնետերերի և այլ շահագրգիռ անձանց իրավունքների պաշտպանության, բաժնետերերի նկատմամբ հավասար վերաբերմունքի ապահովման, ընկերության կառավարման մարմինների կողմից իրենց իրավունքների և պարտականությունների պաշտպանության և բաժնետերերի շահերին համապատասխան իրականացման վերաբերյալ, ապա ոչ պետական կառույցների ջանքերը հիմնականում պետք է ուղղվեն այնպիսի կանոնների և ընթացակարգերի ձևավորմանը, որոնք կընդունվեն գործարար աշխարհի և հասարակության մեծամասնության կողմից, կհամապատասխանեն միջազգայնորեն ընդունված չափանիշներին և միաժամանակ հաշվի կառնեն տեղական առանձնահատկությունները:

Բոլոր դեպքերում, արժեթղթերի հրապարակային թողարկումների միջոցով ներդրումների ներգրավման գործընթացները, որպես կանոն, դեռևս բավարար արդյունավետությամբ չեն լուծվում և, բնականաբար, մասնատիպ երկրներում առանձնապես կարևորվում է ձեռնարկությունների ֆինանսավորման այլընտրանքային այլ աղբյուրների առկայությունը: Այդ տեսակետից, ուղղակի մասնավոր ներդրումները և, մասնավոր դեպքում, վենչուրային կապիտալը կարող են էական այլընտրանք հանդիսանալ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածության պայմաններում արժեթղթերի թողարկումների միջոցով ներդրումների ներգրավման մեխանիզմներին:

Վենչուրային զարգացած համակարգեր ունեցող երկրների փորձը ցույց է տալիս, թե տարբեր երկրներում ինչքան է կարևորվել ինովացիոն գործընթացներին աջակցության ցուցաբերելու ուղղությամբ բազմաբնույթ միջոցառումների իրականացումը, քանի որ, մեծ մասով աջակցությունը հանդիսանում է արդյունավետ տնտեսական զարգացման կարևորագույն մախապայմաններից մեկը: Միջազգային փորձը նաև ցույց է տալիս, որ վենչուրային համակարգերի ձևավորման և զարգացման նպատակով կիրառվում են պետական աջակցության տարբեր մեխանիզմներ: Մասնավորապես, դրանք ներառում են ինովացիոն ձեռնարկություններում պետական միջոցների ուղղակի ներդրումները, ինովացիոն ձեռնարկություններում պետական միջոցների ներդրումները վենչուրային հիմնադրամների միջոցով, այսպես կոչված «վենչուրային հիմնադրամների հիմնադրամի» ստեղծման միջոցով, որը այլ մասնավոր ներդրողների հետ միասին ձևավորում է առանձին վենչուրային հիմնադրամներ, վենչուրային ներդրողների համար ներդրումների հնարավոր կորուստների դեպքերում որոշակի երաշխիքների ապահովման (այդ թվում, որոշակի հարկային արտոնությունների տրամադրման) միջոցով և այլն:

Ըստ էության կարելի է փաստել, որ ինովացիոն ձեռնարկություններում պետական ուղղակի ներդրումների իրականացումը ավելի շատ բնորոշ է զարգացած երկրներին: Նոր զարգացող երկրներում պետական ներդրումները ավելի շատ իրականացվում են վենչուրային հիմնադրամների միջոցով՝ մասնակցելով վենչուրային հիմնադրամների կապիտալի ձևավորմանը կամ էլ ստեղծելով վենչուրային հիմնադրամների հիմնադրամ, որն էլ իր հերթին ներդրումներ է կատարում այլ վենչուրային հիմնադրամների կապիտալում: Ըստ էության, վենչուրային համակարգերի ձևավորման մախնական փուլերում պետությունը ստանձնում է «բիզնես հրեշտակի» դեր՝ երիտասարդ և ինովացիոն ձեռնարկությունների զարգացման մախնական փուլերում: Ընդ որում, մեծ մասով պարագայում, պետությունը մեծապես աջակցում է նաև վենչուրային ոլորտի ենթակառուցվածքի ձևավորմանը, առանց որի, ուղղակի հնարավոր չի ունենալ արդյունավետ գործող վենչուրային համակարգ:

Մի շարք զարգացող երկրների փորձը ցույց է տալիս, թե ինչպիսի էական ձեռք բերումների կարելի է հասնել վենչուրային համակարգերի ձևավորմանն ու զարգացմանն ուղղված պետական հստակ քաղաքականության իրականացման արդյունքում: Մասնավորապես, Չինաստանում սկսած 1991թ. պետության կողմից ստեղծվեցին թվով 53 բարձր տեխնոլոգիաների համազգային գոնաներ և բիզնես ինկուբատորներ, որոնց թիվը ներկայումս հասել է 436-ի: Դրանց շնորհիվ, ինչպես նաև վերջիններիս համար արտոնությունների սահմանման միջոցով Չինաստանում գիտատեխնիկական առաջընթացի էական ձեռքբերումներ արձանագրվեցին:

Վենչուրային կապիտալի ոլորտում էական հաջողությունների է հասել նաև Հնդկաստանը, որն, ըստ էության, մույնպես դասվում է զարգացող երկրների շարքին: 1995թ.-ին Հնդկաստանի կառավարությունը ընդունեց վենչուրային հիմնադրամներում արտաքին ներդրումները կարգավորող հատուկ որոշումներ: Իսկ 1996թ.-ին Հնդկաստանի Արժեթղթերի և Բորսաների Հանձնաժողովը (Securities and Exchange Board of India, SEBI), որը ստանձնել էր Հնդկաստանի կապիտալի շուկայի զարգացման պատասխանավորությունը, ընդունեց հատուկ կանոնակարգեր վենչուրային հիմնադրամների վերաբերյալ: SEBI-ի կողմից արտոնագրված վենչուրային հիմնադրամի միջոցով ներդրումներ կատարելու դեպքում ընկերությունը ազատվում է ինչպես կապիտալի հավելածի, այնպես էլ շահաբաժիններով ստացված եկամտի արտահանման հարկերից: Նպատակ ունենալով խթանել երկրի անմախաղեպ տնտեսական աճը բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում, 2000թ.-ին Հնդկաստանի կառավարությունը որոշում ընդունեց էականորեն նվազեցնել վենչուրային հիմնադրամների հարկերը:

Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում էական հաջողությունների է հասել Իռլանդիան, որը դեռևս 80-ական թվականների վերջում համարվում էր Եվրոմիության ամենաաղքատ երկրներից մեկը: Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտում Իռլանդիայի ներկայիս առաջատար դիրքը մեծապես պայմանավորված է վենչուրային կապիտալով, որը սկզբնական շրջանում հիմնականում ձևավորված էր օտարերկյա ներդրումների հաշվին: Նախկին խորհրդային հանրապետություններից վենչուրային կապիտալի ոլորտում որոշակի հաջողությունների է հասել Ռուսաստանը, թեև արդյունքները դեռևս էլ ակնառու չեն: Վենչուրային ոլորտի ենթակառուցվածքը Ռուսաստանում սկսեց ձևավորվել 20-րդ դարի 90-ական թվականներին: Այդ գործընթացի հիմնական կատալիզատորներից մեկը հանդիսանում էր Վերակառուցման և Ջարգացման Եվրոպական Բանկը: Վերջինիս անմիջական մախնաձեռնությամբ 1994թ. ստեղծվեցին ռեգիոնալ վենչուրային հիմնադրամներ, որոնց թիվը աստիճանաբար հասավ 10-ի: Վերակառուցման և Ջարգացման Եվրոպական Բանկի հետ գրեթե միաժամանակ վենչուրային հիմնադրամների ձևավորման գործընթացին սկսեց մասնակցել նաև Միջազգային Ֆինանսական Կորպորացիան (IFC - International Finance Corporation):

Ներկայումս Ռուսաստանում գործող վեցչորսային հիմնադրամների ամբողջ բազմազանությունը կարելի է բաժանել մի քանի խմբի: Առաջին խումբը կազմում են օտարերկրյա կապիտալի ակտիվ մասնակցությամբ ստեղծված վեցչորսային հիմնադրամները, որոնք հիմնականում ստեղծվել են անցյալ դարի 90-ական թվականների կեսերին: Երկրորդ խմբին կարելի է դասել ռուսական մասնավոր կապիտալով ստեղծված վեցչորսային հիմնադրամներին, որոնք սակայն հիմնականում բավարար չուկայական կենսագրություն դեռևս չունեն և, որպես կանոն, վեցչորսային ներդրումներն իրականացնում են որպես փակ ներդրումային հիմնադրամների ընդհանուր ներդրումային քաղաքականության շրջանակներում՝ ներդրումային պորտֆելի կազմում ներառելով նաև որոշակի քանակի ռիսկային արժեթղթեր: Վեցչորսային հիմնադրամների երրորդ խումբը կազմում են պետական և տարածքային կառավարման մարմինների մասնակցությամբ ստեղծված վեցչորսային հիմնադրամները, որոնք հիմնականում իրականացնում են գործառնությունների մի ամբողջ համալիր՝ կապված գիտատար տեխնոլոգիաների ֆինանսավորման հետ (գիտատեխնիկական և փորձակոնստրուկտորական աշխատանքների ֆինանսավորում, բանկային վարկերի տոկոսների կամ պարտատոմսերի կուպոնների վճարում, դրամաշնորհների տրամադրում գիտատեխնիկական և փորձակոնստրուկտորական աշխատանքների իրականացման համար և այլն):

Այսպիսով, ակնհայտ է, որ վեցչորսային համակարգերի արդյունավետ ներդրման և զարգացման նպատակով տարբեր երկրներում պետական ամփոփական աջակցությամբ իրականացվում են մման համակարգերի ձևավորմանն ուղղված բազմաբնույթ միջոցառումներ: Ինչպես զարգացած, այնպես էլ մի շարք զարգացող երկրների փորձը ցույց է տալիս, որ վեցչորսային համակարգերը էական հաջողությունների են հասել գերազանցապես այն դեպքերում, որտեղ պետությունը ոլորտի կայացման մախնական փուլերում ամփոփական մասնակցություն է ունեցել ոլորտի ենթակառուցվածքի ձևավորման գործընթացներին:

## **ԱՄԱՆԱՍԱՐԻԲԵԿՅԱՆ**

*ՀՀ ԿԲ խորհրդի անդամ, տ.գ.թ. դոցենտ*

## **ՆԵՐՍԵՍ ՄԽԻԹԱՐՅԱՆ**

*ՀՀ ԳԱԱ Մ.Քոթանյանի անվան*

*տնտեսագիտության ինստիտուտի հայցորդ*

## **ՁԵՌՆԱՐԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ԱՅԼԸՆՏՐԱՆՔԱՅԻՆ ՈՒՂԻՆԵՐԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ**

Ձեռնարկությունների ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուրներից յուրաքանչյուրն ունի իր առանձնահատկությունները և, ըստ այդմ, դրանից օգտվելու՝ ձեռնարկությունների հնարավորությունները մեծապես կախված են այդ առանձնահատկություններից: Մյուս կողմից, Հայաստանում ձեռնարկությունների ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուրները գտնվում են զարգացման խիստ տարբեր փուլերում: Միևնույն ժամանակ, միանշանակ է, որ ֆինանսական շուկայի առանձին հատվածները բավականաչափ փոխկապակցված են, որի արդյունքում նշված հատվածներից որևէ մեկի թերզարգացվածությունը անխուսափելիորեն բերում է մյուս հատվածների ոչ լիարժեք և նվազ արդյունավետությամբ գործունեությանը: Երբեմն, նույնիսկ, հնարավոր չի միանշանակ որոշել, թե ֆինանսական շուկայում առկա այս կամ այն հիմնախնդիրը ֆինանսական շուկայի որ հատվածին կարելի է վերագրել: Միանշանակ է, որ ֆինանսական շուկայի և վերջինիս առանձին հատվածների հետագա զարգացումը էականորեն պայմանավորված է նաև ֆինանսական շուկայի մնացած հատվածների զարգացման տեմպերից:

Բոլոր դեպքերում, ձեռնարկությունների ֆինանսավորման խնդիրների համատեքստում Հայաստանի ֆինանսական շուկայում առկա են մի շարք հիմնախնդիրներ, որոնց լուծումից էապես կախված է ֆինանսական ռեսուրսներով ձեռնարկությունների պահանջարկի բավարարման ապահովումը: Ինչքան էլ համեմատության մեջ Հայաստանի բանկային համակարգը շատ ավելի զարգացած է, քան ֆինանսական շուկայի այլ հատվածները, այնուամենայնիվ մի շարք կարևոր ցուցանիշներով (մասնավորապես, ֆինանսական միջնորդության ցուցանիշներով) Հայաստանի բանկային համակարգը զգալիորեն զիջում է ոչ միայն զարգացած երկրներին, այլ նաև զարգացող երկրներից շատերին: Արդյունքում, երկրում առկա է երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների անբավարարություն, որն էլ բերում է նրան, որ երկարաժամկետ ներդրումային ծրագրեր հիմնականում չեն իրականացվում: Այդ տեսակետից կարծում ենք, որ Հայաստանում երկարաժամկետ վարկային ռեսուրսների ձևավորմանն ուղիներից մեկը բանկերի խոշորացմանը տանող կարգավորման քաղաքականության իրականացումն է:

Մյուս կողմից, նույն բանկային համակարգի համար չափազանց կարևոր է, որպեսզի ֆինանսական շուկայում լինի այլընտրանքի հնարավորություն, քանի որ մրցակցության պայմաններում բանկերը կփորձեն բարձրացնել իրենց կողմից առաջարկվող ֆինանսական միջնորդական ծառայությունների որակը և էժանացնել բանկային ծառայությունների գները: Այլապես, ավանդների ներգրավման և վարկերի տրամադրման տոկոսադրույթների բարձր սպրեդը նվազելու էական միտումներ չի ցուցաբերի: Հայաստանյան ֆինանսական շուկայում ներկայումս չափազանց զգացվում է կոլեկտիվ ներդրումային ինստիտուտների անհրաժեշտությունը, որոնք հավաքագրելով բազմաթիվ մանր ներդրողների միջոցները՝ այնուհետև նշված հավաքագրված միջոցները ներդնում են տարբեր ձեռնարկությունների արժեթղթերում՝ ըստ այդմ ապահովելով հանրային ներդրողների խնայողությունների հոսքը դեպի տնտեսություն: Կոլեկտիվ ներդրումային ինստիտուտներն, ըստ