

**ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ ՎԵՆՉՈՒՐԱՅԻՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ՆԵՐԴՐՄԱՆ
ԿԱՐԵՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԽՆԴԻՐՆԵՐԸ**

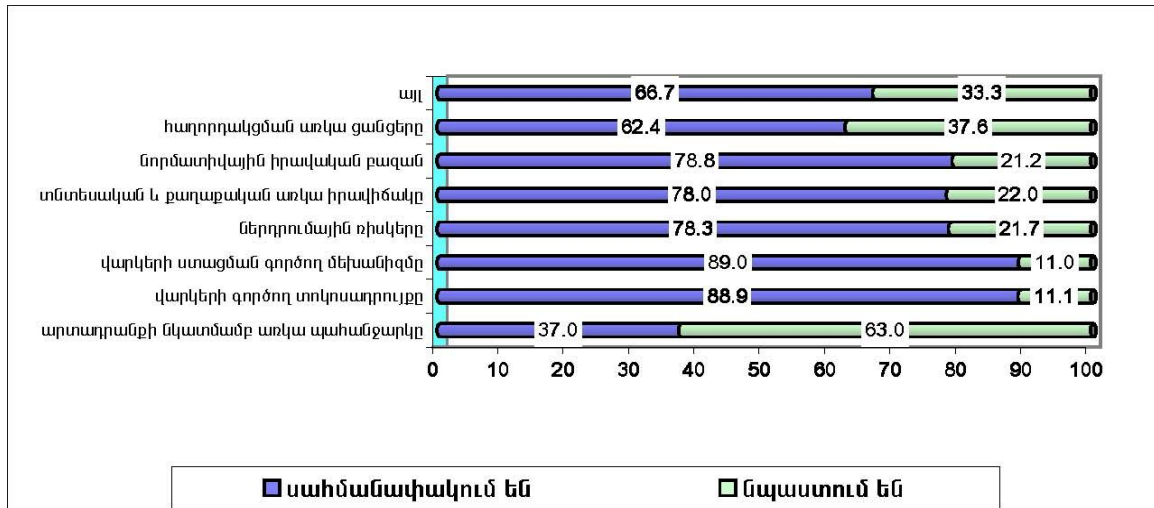
Հայաստանի Հանրապետությունը ունենալով զարգացած բանկային համակարգ և միևնույն ժամանակ բանկային համակարգի նկատմամբ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից սահմանված խիստ վերահսկողություն (ինչն իրականացվում է Բազել 2-ով ամրագրված կանխարգելիչ վերահսկողությամբ (prudential regulation)), դրան զուգահեռ չունի զարգացած արժեթղթերի շուկա և ֆինանսական շուկայի ակտիվ մասնակիցներ: Կարևորելով ՀՀ տնտեսության վրա բանկերի ունեցած դերը չի կարելի մոռանալ նաև տնտեսության նյարդային կենտրոն հանդիսացող ֆինանսական շուկան: Ռիսկերի վրա հիմնված վերահսկողությունն իր հերթին հանգեցրել է բանկերի կողմից ՓՄՉ-ների և այլ տնտեսվարող սուբյեկտների ֆինանսավորման նկատմամբ պահանջների խստացմանը, և ներկայումս ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելում զգալի տեսակարար կշիռ են կազմում այն սուբյեկտները, որոնց գործունեության բնույթը ռիսկային է կամ գրեթե ոչ ռիսկային: Այնպես է, որ ՀՀ-ում բանկերը ֆինանսավորում են միայն ոչ ռիսկային գոտում գտնվող կազմակերպություններին, կամ եթե նույնիսկ ֆինանսավորումը իրականացվում է, ապա այն իրականացվում է շուկայականից առավել բարձր վարկային տոկոսադրույքներով:

ՀՀ-ում տնտեսվարող շատ սուբյեկտներ բախվելով նշված խնդիրների հետ սկսել են ֆինանսավորում հայթայթել արտերկրից կամ համաձայնվել բանկերի բավականին բարձր տոկոսադրույքներով ֆինանսավորման առաջարկներին: Այդ է փաստում նաև վիճակագրության ծառայության կողմից հրապարակված տեղեկատվությունը, համաձայն որի ներդրումային միջավայրի վրա ազդող գործոններից են հանդիսանում արտադրանքի նկատմամբ առկա պահանջարկը, առևտրային վարկերի տոկոսադրույքը, ներդրումային ծրագրերի իրականացման համար բանկային վարկերի ստացման գործող մեխանիզմը, ներդրումային ռիսկերը, երկրում տնտեսական և քաղաքական առկա իրավիճակը, ներդրումային գործընթացները կարգավորող գործող իրավական նորմատիվային դաշտը, հաղորդակցման առկա ցանցերը և այլն...

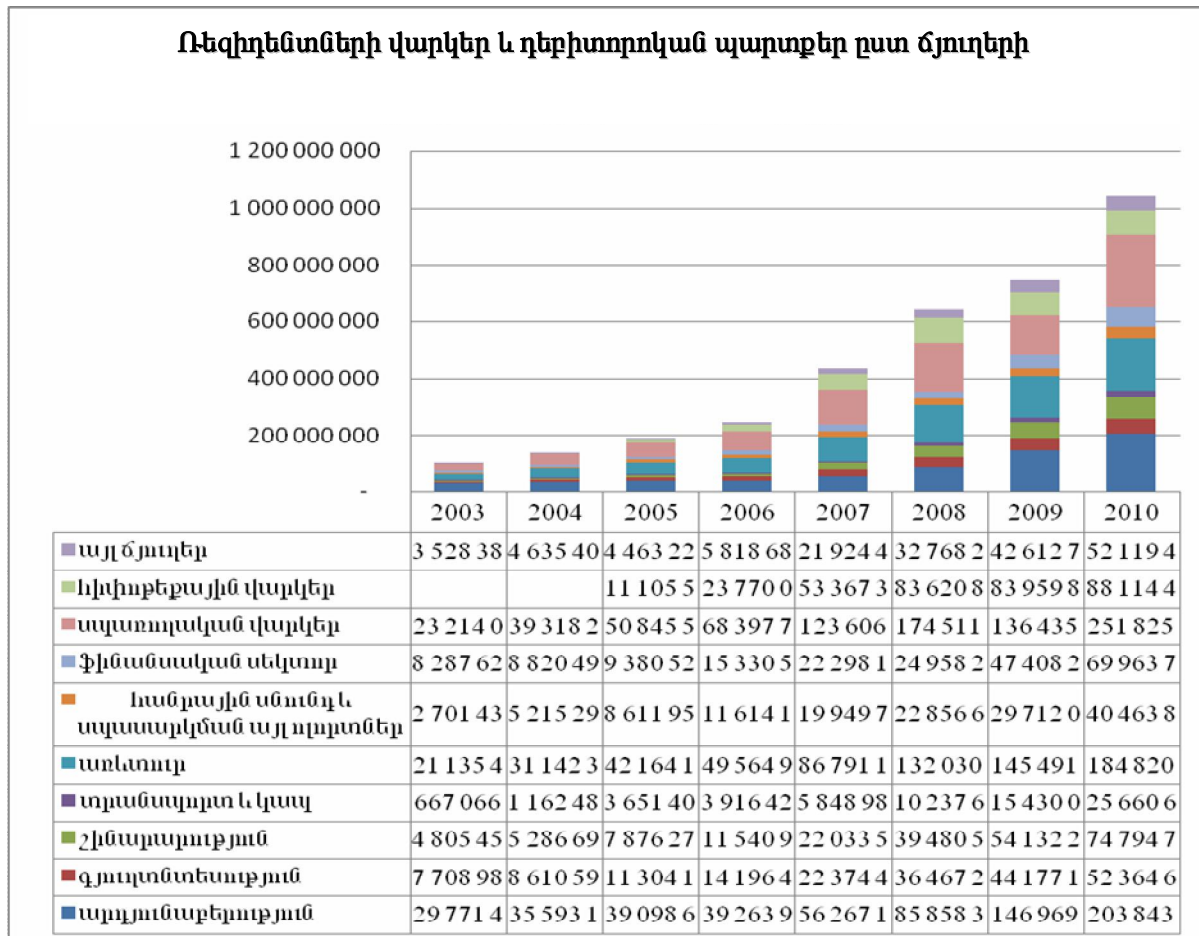
Ըստ վերոնշյալ հետազոտության արդյունքներով ստացված պատասխանների (հետազոտված 1963 կազմակերպություններից առաջադրված հարցերի գծով ստացվել է 11185 պատասխան), արտադրանքի նկատմամբ առկա պահանջարկը, որպես գործոն հիմնականում նպաստում է ներդրումային գործընթացներին, իսկ վերը թվարկված մնացած գործոնները՝ վարկավորման պայմանները, վարկային տոկոսադրույքը, օրենսդրանորմատիվային դաշտը, երկրի տնտեսական ու քաղաքական իրավիճակը և այլն, ըստ պատասխանների արդյունքների, ավելի շուտ սահմանափակում են, քան նպաստում դրանց: Ընդ որում, պատասխանների թվով, վարկավորման պայմանները, վարկային տոկոսադրույքը, որպես ներդրումային գործընթացներին սահմանափակող գործոններ, եղել են ամենաշատը՝ սահմանափակող պատասխանների ընդհանուր թվաքանակի 34.4%-ը:

Ներդրումային միջավայրի վրա ազդող գործոնների կառուցվածքն, ըստ ստացված պատասխանների, արտացոլված է ստորև բերված գծապատկեր 1-ում:

Գծապատկեր 1¹



Գծապատկեր 2



Համադրելով մասնավորապես 2010 թվականի¹ ՀՀ բանկերի վարկավորման ճյուղերը (գծապատկեր 2) եվրոպական մի շարք երկրների մամնատիպ ցուցանիշների հետ (աղյուսակ 1)

¹ Աղբյուր՝ www.armstat.am.

կարող ենք փաստել հետևյալը՝ որ ՀՀ-ում վարկավորման մեծ բաժին կազմող վարկերը (սպառողական վարկերը, առևտուրը...) եվրոպական երկրների բանկերը ընդհանուր վարկավորման տարեկան ցուցանիշներում կազմում են առավել փոքր չափեր (աղյուսակ 1):

Աղյուսակ 1

(ծավալը՝ մլրդ եվրո)²

h/h	Երկրի անվանումը	Ընդհանուր վարկերը	Մեկ բանկին ընկնող վարկերը	Հիփոթեքային վարկեր	%-ը ընդհանուր վարկերում	Սպառողական վարկեր	%-ը ընդհանուր վարկերում
1	Միաց. Թագ.	3 967,66	11,84	824,18	21%	196,12	5%
2	Գերմանիա	3 140,40	1,38	791,60	25%	2 237,00	71%
3	Իսպանիա	2 057,55	5,76	590,60	29%	226,53	11%
4	Ֆրանսիա	1 831,00	4,57	729,00	40%	141,20	8%
5	Իտալիա	1 783,36	2,21	265,56	15%	52,67	3%
6	Նիդեռլանդներ	981,00	9,71	393,00	40%	24,00	2%
7	Իռլանդիա	630,90	8,09	123,00	19%	18,37	3%
8	Բելգիա	515,40	4,69	115,50	22%	12,90	3%
9	Շվեյցարիա	493,14	1,49	394,55	80%	4,81	1%
10	Դանիա	465,74	3,06	263,15	57%	18,59	4%
11	Ավստրիա	391,53	0,45	-	0%	115,10	29%
12	Ռուսաստան	341,47	0,30	33,53	10%	56,56	17%
13	Նորվեգիա	296,09	2,13	126,86	43%	45,27	15%
14	Շվեդիա	238,28	1,89	N/A	N/A	N/A	N/A
15	Լյուքսեմբուրգ	194,57	1,25	14,60	8%	1,40	1%
16	Հունաստան	183,72	2,83	52,50	29%	27,54	15%
17	Թուրքիա	158,66	3,45	18,08	11%	34,52	22%
18	Ֆինլանդիա	122,50	0,36	58,55	48%	8,34	7%
19	Լեհաստան	117,39	0,18	32,76	28%	28,52	24%
20	Իսլանդիա	80,20	16,04	13,54	17%	8,98	11%
21	Չեխիա	67,06	1,81	23,00	34%	5,17	8%
22	Հունգարիա	64,79	1,71	11,77	18%	7,84	12%
23	Ուկրաինա	57,53	0,33	6,99	12%	N/A	N/A
24	Կիպրոս	41,02	0,19	8,07	20%	9,68	24%
25	Խորվաթիա	28,78	0,87	6,17	21%	9,15	32%
26	Սլովենիա	28,30	1,18	2,26	8%	5,72	20%
27	Սլովակիա	24,59	0,95	8,13	33%	1,26	5%
28	Լատվիա	21,42	0,86	6,76	32%	1,03	5%
29	Մալթա	19,10	1,06	2,10	11%	0,70	4%
30	Բուլղարիա	18,90	0,65	2,96	16%	3,43	18%
31	Լիտվա	16,44	1,49	4,61	28%	0,84	5%
32	Էստոնիա	11,38	0,76	5,63	49%	0,80	7%
33	Լիխտենշտեյն	10,99	0,73	4,18	38%	N/A	N/A
34	Սերբիա	10,44	0,30	1,29	12%	0,72	7%
35	Մոնակո	7,22	0,18	2,32	32%	1,60	22%
36	Անդորրա	6,48	1,30	N/A	N/A	N/A	N/A
37	Ադրբեջան	3,73	0,08	0,25	7%	1,32	35%
38	Ալբանիա	2,40	0,14	0,54	23%	0,85	35%
39	Մոնտենեգրո	2,24	0,20	0,67	30%	0,08	4%
40	Մոլդովա	1,25	0,08	0,16	13%	0,18	14%
41	Հայաստան	0,96	0,04	0,12	13%	0,29	30%

¹ Դինամիկան 2007-2010 թվականների համար գրեթե մնացել է անփոփոխ:

² Տեղեկատվությունը հիմնված է ԵԲՖ-ի Հայաստանի բանկերի միությունը տրամադրած տվյալների վրա:

Հայաստանի համար առաջնահերթ խնդիր է տնտեսական աճի ֆինանսավորման աղբյուրների «տարատեսականացումը», որա առավել ճկուն և շուկայական մեխանիզմների ձևավորումը, որը պետք է նպաստի տնտեսության իրական հատված ուղղվող միջոցների ավելացմանը: Նման իրավիճակում չի կարելի չհամաձայնվել այն մտքի հետ, որ «բյուջետային միջոցների բացակայության, առևտրային բանկերի կողմից տնտեսության իրական հատվածի համար երկարաժամկետ վարկերի ապահովման անընդունակության պայմաններում արժեթղթերի շուկայի մեխանիզմի միջոցով ներդրումների ներգրավումը դուրս է գալիս առաջին տեղ»¹: Ընդ որում, առկա են բավարար հիմքեր ենթադրելու, որ բարենպաստ մակրոտնտեսական միջավայրի դեպքում արժեթղթերի շուկայի գործիքները կարող են զգալի ավանդ ունենալ իրական հատվածում կապիտալ ներդրումների ավելացման մեջ:

Չարգացած տնտեսություն ունեցող երկրներում արժեթղթերի շուկան տնտեսության կարևորագույն բաղկացուցիչ տարրերից մեկն է: Մի շարք զարգացող երկրներում բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի թողարկումից ստացված միջոցները կազմում են ոչ ֆինանսական ընկերությունների ֆինանսավորման ընդհանուր ծավալի 40-60%-ը: ԱՄՆ-ում և Կանադայում կորպորատիվ արժեթղթերի տեղաբաշխումից ստացված եկամուտները հասնում են բանկային վարկերի ընդհանուր ծավալի 50-75%-ին²: 1990-ական թվականների սկզբին բաժնետոմսերի թողարկումը ապահովել է Հարավային Կորեայի կորպորատիվ հատվածի ֆինանսավորման ծավալի 44.3%-ը, Մեքսիկայում՝ 69.4%-ը, Թուրքիայում՝ 60.9%-ը³:

Առաջ անցնելով նշենք, որ արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխումը չի կարող ներդրումների ներգրավման մատչելի միջոց լինել բոլոր ընկերությունների համար: Ընկերությունների մեծ մասը, որոնք առանձնանում են կառավարման ոչ թափանցիկ և անարդյունավետ համակարգով, աճի հեռանարների բացակայությամբ և ֆինանսական ծանր դրությամբ, չեն կարող հաջողության հասնել արժեթղթերի շուկայում: Ուստի արժեթղթերի շուկայի մեխանիզմի օգտագործումը հասանելի և արդյունավետ է միայն այն ընկերությունների համար, որոնք աչքի են ընկնում կառավարման համակարգի թափանցիկությամբ և արդյունավետությամբ, տեղեկատվական աճող բացությամբ, գործունեության ընդլայնման բարենպաստ հեռանկարներով, բիզնեսի վարման քաղաքակիրթ ձևով և ներդրողների հետ աշխատանքի որոշակի փորձով: Այսպիսով՝ ունենալով մի տնտեսություն, որտեղ ֆինանսական շուկայի մասնակիցներից գործուն և զարգացած շուկա են ապահովում բանկերը, սակայն որոնք բավարար չափերով չեն ապահովում տնտեսության իրական սեկտորի վարկավորումը՝ վերջիններիս ռիսկային բնույթ ունենալու պատճառով և, իհարկե, փաստելով կանխարգելիչ վերահսկողության (prudential regulation) դերը բանակային համակարգում և հաշվի առնելով ՀՀ տնտեսության ռիսկային բնույթը, անհրաժեշտություն է առաջանում ինքնըստինքյան ֆինանսական շուկայի այլ կառույցներ ներգրավելու մեջ մասնավորապես ներդրումային հիմնադրամների տարատեսակ վենչուրային հիմնադրամներ:

Ներդրումային հիմնադրամների տարատեսակ հանդիսացող վենչուրային ֆինանսավորման համակարգը բնորոշ է մնանատիպ ռիսկային տնտեսություն ունեցող երկրներին, վերջիններս իրենցից ներկայացնում են բիզնեսի ֆինանսավորման այլընտրանքային ձև բանկային ֆինանսավորման համակարգի հետ միաժամանակ, բայց նաև իր էությամբ, միգուցե, անփոխարինելի և ամենարդյունավետ ֆինանսավորման եղանակը՝ որոշակի ձեռնարկությունների՝ հատկապես, ինովացիոն ոլորտում գործող փոքր ու միջին ձեռնարկու-

¹ Шихвердиев А. П. Рынок ценных бумаг как фактор инвестиций // Финансы. 2000, N 2.

² Попов В., Конструктор для финансиста. //Эксперт, 1999, N38, стр. 19.

³ Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики.-М.: Наука, 2002, стр. 67.

թյունների համար: Իսկ փոքր ու միջին ձեռնարկությունների դերը երկրի տնտեսության զարգացման հարցում անհնար է թերագնահատել: Ըստ էության, փոքր ու միջին ձեռնարկատիրության արդյունավետ գործունեությունը ցանկացած երկրի համար ունի ռազմավարական նշանակություն:

Հայաստանի համար փոքր ու միջին ձեռնարկատիրության զարգացման կարևորության փաստը ամրագրված է նաև ՀՀ կառավարության կողմից հաստատված «Հայաստանում փոքր ու միջին ձեռնարկատիրության զարգացման քաղաքականության և ռազմավարական զարգացման հիմնադրույթներում», միևնույն ժամանակ, պետք է նշել, որ Հայաստանում ձեռնարկատիրության զարգացումը, ելնելով բազմաթիվ ներքին ու արտաքին գործոններից, պետք է ունենա որոշակի գերակայություններ: Առկա բնական այլ ռեսուրսների հիման վրա արտադրությունների կազմակերպման կարևորությունը չբացառելով հանդերձ, այնուամենայնիվ, կարծում ենք, որ Հայաստանի համար ամենահեռանկարային ուղղությունը կարող է լինել ինովացիոն տեխնոլոգիաների զարգացման ոլորտը, որը ներառում է գիտատեխնիկական մշակումների բարձր կոմպլեքսներ, վենչուրային ներդրողների առկայությունը և պրոֆեսիոնալ կառավարիչների ինստիտուտի ձևավորումը, որոնք, կարողանալով գնահատել կոնկրետ բիզնեսի զարգացման հեռանկարները, դառնում են յուրատեսակ կապող օղակ կապիտալի և դրա կոնկրետ կիրառման մեջ: Գաղտնիք չէ, որ Հայաստանն ավանդաբար ունի գիտատար ռեսուրսների համեմատաբար մեծ ներուժ: Սա նշանակում է, անչափ նպատակահարմար կլինի այս ռեսուրսի արդյունավետ օգտագործման և կիրառման խնդիրների լուծմանն ուղղված քայլերի իրականացումը: Թե ինչպիսին է այդ գիտատեխնիկական մշակումների կոմպլեքսի իրականացման ներուժը, բնականաբար, լրացուցիչ գնահատականների կարիք է գգում, որի իրականացման ամենակենսունակ ձևն, ըստ էության վենչուրային համակարգն է: Այդ իսկ պատճառով, վենչուրային համակարգի ներդրումը Հայաստանում կարող է ունենալ չափազանց որոշիչ նշանակություն տնտեսության որակական զարգացման խնդիրների տեսանկյունից: Անհրաժեշտ է նշել ևս մեկ հանգամանք, որի ճիշտ օգտագործումը պետք է լինի Հայաստանում ապագա վենչուրային համակարգի զարգացման ազդակներից մեկը: Խոսքը վերաբերվում է մեծագույն ներուժ ունեցող հայկական սփյուռքի առկայությանը, որի մասնակցության ապահովումը սաղմնային և սկզբնական (Seed և Start up) փուլերում կարող է էական ազդեցություն ունենալ համակարգի կայացման համար խիստ անհրաժեշտ հաջողված ներդրումների օրինակների ստեղծման և այդ պրակտիկայի հետագա մասսայականացման համար: Հայաստանում ՓՄՁ աջակցության ժամանակակից ենթակառուցվածքները և գործուն մեխանիզմները անհրաժեշտ նախապայմաններ են ստեղծել ՓՄՁ հեռանկարային զարգացման համար՝ ուղղված գիտատար և նորարարական արտադրությունների աջակցմանը, տեխնոլոգիաների փոխանցման համար նպաստավոր պայմանների ձևավորմանը և ՓՄՁ սուբյեկտների արտաքին տնտեսական գործունեության ընդլայնմանը: Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում գործող ընկերությունները մեր հանրապետությունում քիչ չեն, իսկ «Viasphere» տեխնոպարկի տնօրենի կարծիքով, «Հայաստանում պետք է ստեղծել 2-3 վենչուրային հիմնադրամներ՝ յուրաքանչյուրը մոտ 50 մլն ԱՄՆ դոլար կապիտալով, քանի որ բանկային համակարգը չի շտապում ֆինանսավորել ռիսկային նախագծերը»¹:

Հայաստանում վենչուրային համակարգի ներդրման կարևորությունը փաստելով հանդերձ, անհրաժեշտ է արձանագրել, որ այսօր հանրապետությունում առկա են մի շարք խնդիրներ,

¹ Деловой Экспресс, N 14 (622), Апрель 2005, стр. 7.

որոնց լուծման պարագայում միայն կարելի է ակնկալել լիարժեք և արդյունավետ գործող վեներային համակարգ:

Ստորև ներկայացվում են առկա հիմնական խնդիրները,

- արժեթղթերի շուկայի ոչ բավարար զարգացվածությունը¹:
- գիտատեխնիկական մշակումների իրականացման խթանման, գնահատման, շուկայացման ուղղությամբ զարգացած ենթակառուցվածքների բացակայությունը
- վեներային կապիտալի ձևավորման խնդիրներին առնչվող օրենսդրական դաշտի անկատարությունը
- ինստիտուցիոնալ ներդրողների բացակայությունը:

ՄԵՐԻ ՍԱՐԳՍՅԱՆ

*ՀՀ պետական կառավարման
սկադեմիայի ասպիրանտ*

ԴՐԱՍԱԿԱՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՅՄԱՆ ՓՈԽԵՐԸ ԵՎ ԱՐԴԻ ՎԻՃԱԿԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Դրամավարկային քաղաքականությունը միշտ էլ եղել է ու կմնա հասարակության և պետության քննարկումների օբյեկտ, քանի որ դրա արդյունավետ կիրառման օգնությամբ է նաև, որ հնարավոր է լինում ապահովել կայուն տնտեսական աճ և տնտեսությունում ինֆլացիայի ցածր մակարդակ: Ցանկացած երկրում տնտեսության կայունացման հիմնաքար է հանդիսանում ազգային արժույթի ներդրումը: Հարկ է նշել, որ Հայաստանի Հանրապետության (ՀՀ) ազգային արժույթը ներդրվեց Խորհրդային Միության փլուզումից և ՀՀ անկախացումից երկու տարի անց (1993թ. նոյեմբերի 23), մյուս երկրների համեմատ բավական ուշացումով:

1991-1994թթ., երբ ՀՀ-ում նկատվում էր գների աճի բարձր մակարդակ, ինչը պայմանավորված էր մյուս երկրներում չընդունված՝ ռուսական ռուբլու ներհոսքով դեպի ՀՀ տնտեսություն, որպես գները կայունացնող գործիք որդեգրվել էր փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը (1994թ.): Սակայն տարիների փորձը ցույց տվեց, որ փողի ագրեգատները ոչ միայն չեն ապահովում գների կայունացում, այլև թուլացնում են դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը և հասարակության վստահությունը դրա օպտիմալության և թափանցիկության վերաբերյալ: Այս դեպքում սահմանափակվում էր փողի ագրեգատների՝ որպես գնաճը կարգավորող գործիքի հնարավորությունները, որը պայմանավորված էր փողի ագրեգատների և գնաճի միջև կայուն կապի բացակայությամբ: Հաշվի չէին առնվում այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են փողի պահանջարկի տատանողական վարքագիծը, արտաքին ցնցումները, երկրում փողի զանգվածի կառուցվածքային փոփոխությունները, ինչպես նաև հասարակության սպասումները: Չնայած կառավարության կողմից իրականացվող բարեփոխումային ծրագրերի՝ կենտրոնական բանկի (այսուհետ նաև՝ ԿԲ) կողմից շարունակաբար կառավարությանն ուղղվող վարկային միջոցները հնարավորություն չէին ստեղծում արդեն իսկ առկա գնաճը վերահսկել և կարգավորել: Երկրում առկա գնաճի օբյեկտիվ պատճառներին զուգահեռ առաջացել էր նաև արհեստական գնաճի միտումներ, մասնավորապես՝

¹ «Վեներային համակարգը Հայաստանում» ներդրումային հայեցակարգ, Կորպորատիվ կառավարման կենտրոն, 2005թ.: