



Կայքէջ՝ anau.am/scientific-journal

ՀՏԴ 338.43:663.2(479.25)

ԳԻՆԵԳՈՐԾՈՒԹՅՈՒՆԸ ՈՐՊԵՍ ԱՅԼԸՆՏՐԱՆՔԱՅԻՆ ՆԵՐԴՐՄԱՆ ՈԼՈՐՏ

Հ.Վ. Թարփոշյան

«Ամերիա» ՓԲԸ

hakob.tarposhyan@univ-lyon3.fr

ՏԵՂԵԿՈՒԹՅՈՒՆ

Բանալի բառեր՝

CAPM մոդել,
ներդրումների խթանում,
այլընտրանքային ներդրում,
գինեգործություն,
պետական բարեփոխումներ

ԱՄՓՈՓԱԳԻՐ

Հայաստանում գինեգործությունը տնտեսության շարժիչ ուժը դառնալու մեծ ներուժ ունի: Սակայն ոչ բավարար ներդրումներով պայմանավորված՝ այն լիարժեքորեն ապահովված չէ համապատասխան ռեսուրսներով:

Ոխումսասիրության նպատակն է բացահայտել Հայաստանում գինեգործության նկատմամբ ներդրողի հետաքրքրությունը: CAPM մոդելի միջոցով գնահատվել են գինեգործության ոլորտում գործող կազմակերպությունների շահութաբերության մակարդակը և ոլորտի շահութաբերության պահանջվող նվազագույն շեմը:

Բացահայտված խնդիրը մեղմելու և լուծելու համար հողվածում ներկայացված են պետական խթանող բարեփոխումների այլընտրանքային ուղիներ:

Նախաբան

Մարդկությունը խաղողագործությամբ և գինեգործությամբ զբաղվում է հնագույն ժամանակներից ի վեր: Աշխարհում գինու արտահանման ծավալները գերազանցում են 70 մլրդ դոլարը (UN comtrade, 2018), իսկ գինու վեց ամենահայտնի աճուրդի տների ամսական ծավալը 15 մլն դոլարից ավելի է (Sanning et al., 2006):

Հայ ժողովրդի պատմության և մշակույթի մեջ գինին ու գինեգործությունն ամանձնահատուկ տեղ ունեն: Դրավայությունը 2011 թվականին Վայոց ձորի մարզի Արենի գյուղում հայտնաբերված աշխարհի հնագույն՝ ավելի քան 6 հազար տարվա պատմություն ունեցող գինեգործական համալիրն է (ICARE, 2013):

Կարելի է կարծել, որ հազարամյակների ընթացքում հայկական գինեգործությունը պետք է կատարելագործվեր և չունենար մրցակիցներ: Սակայն այսօր հայկական գինիները, ցավոք, որակով զիջում են ֆրանսիական,

իտալական գինիներին, ինչը, թերևս, պայմանավորված է ռեսուրսի բացակայությամբ կամ պակասով:

Այսպես՝ 2015 թվականին կատարված հարցումները ցույց են տալիս, որ ներդրումների պակասի հետևանքով տեղական արտադրողները չունեն համապատասխան տեխնիկական հագեցվածություն (V. Surutyan, A. Yeritsyan, 2015): Թերևս այդ է պատճառը, որ 2018 թ. արտադրված 8,9 հազար տոննա գինու միայն 28 %-ն է արտահանվել, ի տարբերություն, օրինակ՝ կոնյակի, որի արտահանումը գերազանցում է 91 %-ը: Հիմք են ընդունվել ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի տվյալները (<https://www.armstat.am/am/?nid=81>):

Հաշվի առնելով, որ ներդրումների առկայությունն ուղղակիորեն կապված է շահութաբերության և ռիսկի հետ, Հայաստանում գինեգործությամբ զբաղվելու ռիսկին համապատասխան շահութաբերության պահանջվող նվազագույն շեմը հողվածում գնահատվել է ըստ Վ. Շարփի և Ջ. Լինթների կողմից մշակված կապիտալի արժեքի չափման (CAPM) մոդելի:

Նյութը և մեթոդները

Գինների արտաքին առևտրաշրջանառությունը դիտարկելիս կարելի է նկատել, որ Հայաստան ներմուծվող գինիների 80 %-ից ավելին ներկրվում է եվրոպական երկրներից, մինչդեռ արտահանման զգալի մասը բաժին է ընկնում Ռուսաստանի Դաշնությանը: Նշվածը բացատրվում է նրանով, որ հայկական գինին շատ հաճախ որակական հատկանիշներով չի համապատասխանում զարգացած երկրների չափորոշիչներին: Մինչդեռ, որակյալ գինու արտահանումն առաջատար երկրներ հնարավորություն կընձեռի բարձրացնել հայկական արտադրանքի շահութաբերությունը և գինեգործության ճյուղի ներդրումային գրավչությունը:

Հասկանալու համար, թե ինչպես ավելացնել ներդրումները, նախ գնահատենք Հայաստանում գինեգործությանը զբաղվելու ռիսկին համապատասխան շահութաբերության պահանջվող նվազագույն շեմը:

CAPM մոդել: Հայտնի է, որ ներդրումների հիմնական նպատակը շահույթ ստանալն է, և որքան մեծ է այն ռիսկը, որն իր վրա է վերցնում ներդրողը, այնքան ավելի մեծ հատույց է նա պահանջում ներդրված կապիտալի դիմաց: Կապիտալի գնահատման CAPM մոդելը թույլ է տալիս տվյալ ռիսկի դեպքում որոշել մեկ միավոր ներդրված կապիտալի հաշվով (ROE) պահանջվող նվազագույն վերջնական շահույթը: Այսինքն՝ մոդելի միջոցով հնարավոր է հաշվարկել զուտ շահույթի այն չափը, որը թույլ կտա «հագեցնել ներդրման ռիսկի ակտիվները» և գոհացնել ներդրողին: Հարկ է նշել, որ ավելի քան կես դարյա մոդելն այսօր էլ շարունակում է լայնորեն կիրառվել (Eugene F. Fama, Kenneth R. French, 2003):

Ինչպես ցանկացած տեսություն, CAPM մոդելը նույնպես հիմնված է այնպիսի ենթադրությունների վրա, որոնց գրեթե անհնար է հանդիպել իրական կյանքում: Օրինակ՝ β գործակիցը հիմնվում է անցյալի տվյալների վրա և ցույց է տալիս ոլորտի կախվածությունը շուկայից:

CAPM մոդելը ներկայացվում է հետևյալ բանաձևի տեսքով (Damodaran, 2003).

$$ER_i = R_f + \beta_i (ER_m - R_f),$$

որտեղ ER_i -ն կապիտալի պահանջվող նվազագույն շահութաբերությունն է, R_f -ը՝ առանց դեֆոլտի ռիսկի և վերաներդրման ռիսկի ակտիվների շահութաբերությունը, β_i -ն՝ շուկայի եկամտաբերության տատանումների ազդեցությունը տվյալ ոլորտի վրա, ER_m -ը՝ հավելյալ հատույցը, որը կարելի է ստանալ բաժնետոմսերի պորտֆելից:

Այսպիսով՝ առանց դեֆոլտի և վերաներդրման ռիսկերի ակտիվների շահութաբերությունը (R_f) հաշվարկելու համար հիմք է ընդունվում երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի ընթացիկ եկամտաբերությունը: Հայաստանի պարագայում 10 տարվա մարման ժամկետով պետական պարտատոմսի ընթացիկ եկամտաբերությունը 9,69 % է (ՀՀ ԿԲ, 2019):

Հաշվի առնելով Հայաստանի կապիտալի շուկայում եկամտի տոկոսադրույքի գնահատման դժվարությունները՝ կիրառվել են այլընտրանքային մոդելներ: Այսպես՝ շուկայական ռիսկի հաշվարկման համար օգտագործվել են Նյու Յորքի համալսարանի պրոֆեսոր Դամոդարանի առաջարկած փոփոխված մեթոդները:

Դամոդարանի մեթոդի համաձայն՝ կապիտալի ռիսկի պրեմիումը կարող է հաշվարկվել հետևյալ բանաձևով.

$$\text{Կապիտալի ռիսկի պրեմիում} =$$

$$\text{Հասուն շուկայում պրեմիում} + \text{Երկրի ռիսկի պրեմիում}:$$

Ավելի ստույգ՝

$$r_E = r_{f\text{Հայաստան}} + \beta_i (RP_{\text{հասուն շուկա}}) + ARP_{\text{երկիր Հայաստան}},$$

որտեղ r_E -ն կապիտալի ռիսկի պրեմիումն է, β_i -ն՝ շուկայի եկամտաբերության տատանումների ազդեցությունը տվյալ ոլորտի վրա, $RP_{\text{հասուն շուկա}}$ -ն՝ հասուն շուկայում ռիսկի պրեմիումը, $ARP_{\text{երկիր Հայաստան}}$ -ը՝ երկրի՝ տվյալ դեպքում Հայաստանի ռիսկի պրեմիումը:

Հասուն շուկաներն Արևմուտքի երկրներն են (ԱՄՆ, Ավստրալիա, Ֆրանսիա, Մեծ Բրիտանիա և այլն), որոնք քաղաքական կամ այլ հիմնական ռիսկերի բացակայության հաշվին չունեն երկրի ռիսկի պրեմիում:

Դամոդարանի մոդելի համաձայն՝ մեր օրինակում հասուն շուկայի ռիսկի պրեմիումը ԱՄՆ շուկայի ռիսկի պրեմիումն է: Ըստ այլ հեղինակների կողմից հրապարակված հետազոտության՝ նմանատիպ գնահատումների համար կիրառվում է 5,3 % շուկայի ռիսկի պրեմիում (Fernandez et al., 2016):

Հայաստանի վարկանիշը *Moody's*-ի կողմից սահմանվել է *BI* (2019 թ. հուլիս), հետևաբար երկրի ռիսկի պրեմիումը հավասար կլինի, այսպես կոչված, *CDS*-ի (Country Default Spread) գնահատականին, որը 2019 թ. հուլիսին կազմել է 5,08 %, և պետության անռիսկ պարտատոմսի գումարին:

Այսպիսով՝ Հայաստանի երկրի ռիսկի պրեմիումը կարելի է հաշվարկել հետևյալ բանաձևով.

$$ARP_{\text{երկիր Հայաստան}} = CDS_{\text{Հայաստան}} \cdot \frac{\delta_{\text{կապիտալի շուկա}}}{\delta_{\text{պարտքի շուկա}}},$$

որտեղ $ARP_{\text{երկիր Հայաստան}}$ -ը՝ երկրի ռիսկի պրեմիումն է, $CDS_{\text{Հայաստան}}$ -ը՝ երկրի դեֆոլտի սպրեդը, $\frac{\delta_{\text{կապիտալի շուկա}}}{\delta_{\text{պարտքի շուկա}}}$ -ն՝

զարգացող շուկայի սեփական կապիտալի ինդեքսի և զարգացող շուկայի պետական պարտատոմսերի ինդեքսի հարաբերակցությունը: Դամոդարանի մոդելի և նրա, այսպես կոչված, «բթի օրենքի» (բանաձևի երկրորդ մասը) համաձայն՝ զարգացող երկրներում կապիտալի շուկաների ռիսկայնությունը 1,5 անգամ ավելի բարձր է: Հետևաբար Հայաստանի ռիսկի պրեմիումը կկազմի 7,62 % (5,08 %•1,5):

Որպես շուկայի եկամտաբերության տատանումների ազդեցությունը գնահատող ցուցանիշ՝ ընտրվել է խմիչքների շուկայի միջին եկամտաբերությունը, որը կազմում է 0,92 (Damodaran, 2019): Այսինքն՝ գինեգործության ոլորտը համեմատաբար նվազ զգայուն է և քիչ ռիսկային:

Արդյունքում երկրի ռիսկի պրեմիումը կլինի՝

$$9,69\% + 0,92 \cdot (5,3\%) + 7,62\% = 22,2\%:$$

Այսպիսով՝ այլ հավասար պայմաններում Հայաստանում գինեգործության ոլորտում ներդրումը պետք է ապահովի տարեկան առնվազն 22,2 % կապիտալի շահութաբերություն (ROE), որպեսզի չեզոքանա ներդրողի ռիսկը:

Արդյունքները և վերլուծությունը

Հայաստանում գինեգործությամբ զբաղվող 55 ձեռնարկություններից հրապարակված են միայն երեքի վերջին ինը տարիների ֆինանսական հաշվետվությունները (<http://www.petekamutner.am/>, <http://www.azdarar.am/>): Դրանց կապիտալի շահութաբերությունը միջինում կազմում է 7,9 % (մեդիան՝ 12,8 %), ինչը բավական ցածր ցուցանիշ է և մեկ միավոր ներդրված կապիտա-

լի հաշվով չի ապահովում բավականաչափ շահույթ (առնվազն 22,2 %): Հարկ է նշել, որ ներդրողների համար Հայաստանի գինեգործական արդյունաբերության ոչ բավարար գրավչությունը պայմանավորված է ոչ միայն գինեգործական արդյունաբերության, այլև երկրի տնտեսության բարձր ռիսկայնությամբ:

Այսպիսով, հաշվի առնելով, որ Հայաստանի Հանրապետության զարգացման հեռանկարային ծրագրերում կարևորվում է նաև գինեգործության խթանումը (ՀՀ կառավարություն, 2014), առաջարկում ենք այս ոլորտի հարկային քաղաքականության որոշ բարեփոխումներ, որոնք կբարելավեն ձեռնարկատիրական գործունեությունը և կխթանեն ներդրումները:

Ընդհանուր առմամբ՝ թվարկված քայլերի շնորհիվ կարճաժամկետում կավելանան հատկապես տեղական ներդրումները, ինչի արդյունքում միջնաժամկետում կգրանցվեն գինեգործության քանակական և, որ առավել կարևոր է, որակական դրական փոփոխություններ:

Որակի միջազգային ստանդարտներին համապատասխանեցումը կնվազեցնի գինեգործության կախվածությունը երկրի ռիսկից, ինչպես նաև կբարելավի շահութաբերության միջին ցուցանիշը, որը շղթայական ազդեցությամբ կնպաստի օտարերկրյա ներդրողների ավելացմանը:

Աղյուսակ. Գինեգործության ոլորտի հարկային քաղաքականության բարեփոխումներ*

Քայլ	Իրականացման ճանապարհ	Արդյունք
Ներդրումային շուկայի զարգացում	Արժեթղթերի թողարկման խրախուսում և ներդրումային կրթության մակարդակի բարձրացում	Խնայողությունների ուղղակի հոսք դեպի տնտեսություն, բիզնեսի թափանցիկության ապահովում և արդյունավետության բարձրացում
Արտադրողականության բարձրացման խթանում	Տվյալ ժամանակահատվածում միավոր աշխատողի հաշվով առավելագույն ավելացված արժեք ստեղծած ձեռնարկության պարգևատրում	Ոլորտի արտադրողականության միջին մակարդակի ավելացում
Շուկայահանման միջոցառումների կազմակերպում	Օտարերկրյա և տեղական ներդրողների համար շուկայահանման միջոցառումների և գինու փառատոների կազմակերպում՝ ճանապարհորդության հետ կապված ծախսերի ամբողջական ֆինանսավորմամբ, տեղական արտադրողների համար օտարերկրյա հայտնի արտադրամասերում շրջայցերի կազմակերպում	Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների խթանում և ոլորտի ճանաչողության բարձրացում, տեղական արտադրանքի որակի բարելավում
Հարկային ռեժիմի բարելավում	Հարկային տարիֆների նվազեցում, միևնույն ժամանակ խախտումների դեմ պայքարի և տույժ-տուգանքների ավելացում, շահութահարկի կտրուկ նվազեցում կամ վերացում, դիվիդենտի և դրանց հավասարեցված վճարների եկամտահարկի բարձր դրույքի սահմանում	Գինեգործությամբ զբաղվելու գրավչության բարձրացում, չբաշխված շահույթի աճ և դրա միջոցով ձեռնարկությունների ինքնաֆինանսավորման հնարավորություն

* Կազմվել է հեղինակի կողմից:

Եզրակացություն

CAPM մոդելի վրա հիմնված հետազոտության արդյունքների համաձայն՝ Հայաստանում գինեգործության նկատմամբ օտարերկրյա և տեղական ներդրողների հետաքրքրության ցածր մակարդակը պայմանավորված է նրանով, որ ներկայումս ոլորտում գործող ձեռնարկությունները չեն ապահովում ռիսկին համապատասխան շահութաբերության պահանջվող նվազագույն շեմը կամ, այլ կերպ ասած, առկա են նույնչափ ռիսկայնություն ունեցող ոլորտներ, որոնցում ներդրում կատարելը կարող է պահանջել առավել մեծ հատույց: Երկարաժամկետ միջակայքում կառավարող մարմնի կողմից ներդրումային շուկայի զարգացումը, արտադրողականության բարձրացման խթանումը, շուկայահանման միջոցառումների կազմակերպումը և հարկային ռեժիմի բարելավումը կարող են նպաստել շահութաբերության, հետևաբար նաև հայկական գինեգործության նկատմամբ ներդրողների հետաքրքրության բարձրացմանը:

Գրականություն

- Հայաստանի Հանրապետության 2014-2025 թթ. հեռանկարային զարգացման ռազմավարական ծրագիր, ՀՀ կառավարության 2014 թվականի մարտի 27-ի N 442-Ն որոշում, էջ 56, <https://www.gov.am/am/prsp/> (ղիտվել է 2019 թ. հունվարին):
- Ազգային վիճակագրական ծառայություն: Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը: Հավելված 2, <https://www.armstat.am/am/?nid=81> (ղիտվել է 2019 թ. հունվարին):
- Հայաստանի Հանրապետության ինտերնետային ծանուցումների պաշտոնական էլ. կայք, <https://www.azdarar.am/> (ղիտվել է 2019 թ. մայիսին):
- Պետական եկամուտների կոմիտե: Հարկ վճարողների փնտրման համակարգ, <http://www.petekamutner.am/> (ղիտվել է 2019 թ. հուլիսին):
- UN comtrade (ՄԱԿ-ի վիճակագրական տվյալների բազա), <https://comtrade.un.org/data/> (ղիտվել է 2019 թ. մայիսին):
- Եկամտաբերության կորեր, ՀՀ ԿԲ, <https://www.cba.am/am/SitePages/fmofinancialmarkets.aspx> (ղիտվել է 2019 թ. հունվարին):
- Urutyanyan, V. & Yeritsyan, A. (2015). Assessment of Training Needs of Winemakers and Management Systems of the Wineries in Armenia. BIO Web of Conferences.5.03005.10.1051/bioconf/20150503005, - p. 8 (ղիտվել է 2019 թ. հունվարին):
- Damodaran, Aswath, Country Risk: Determinants, Measures and Implications - The 2018 Edition (July 23, 2018). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3217944> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3217944> (ղիտվել է 2019 թ. մայիսին):
- ICARE Foundation in Collaboration with GIZ "Assessment of Training Needs and Skill Development of the Armenian Winemakers" (2013).
- Sanning, Lee W. and Shaffer, Sherrill and Sharratt, Jo Marie. Alternative Investments: The Case of Wine (November 2, 2006). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=834944> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.834944> (ղիտվել է 2019 թ. հունվարին):
- Fama, Eugene F. and French, Kenneth R., The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence (August 2003). CRSP Working Paper No. 550; Tuck Business School Working Paper No. 03-26. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=440920> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.440920> (ղիտվել է 2019 թ. հունվարին):
- Damodaran, Aswath, Value and Risk: Beyond Betas (November 2003). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=889383> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.889383> (ղիտվել է 2019 թ. հունվարին):
- Fernandez, P. et al., Market Risk Premium Used in 71 Countries in 2016: A Survey with 6,932 Answers (May 6, 2016). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2776636> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2776636> (ղիտվել է 2019 թ. մայիսին):

АННОТАЦИЯ**Виноделие как сфера альтернативного инвестирования**

В Армении виноделие обладает значительным потенциалом для того, чтобы стать движущей силой экономики. Однако оно полноценно не обеспечено соответствующими ресурсами, что обусловлено неудовлетворительным инвестированием.

Цель исследования – выявить интерес инвесторов к виноделию в Армении. Посредством модели CAPM оценены уровень рентабельности организаций, действующих в сфере виноделия, и минимальная требуемая планка рентабельности.

Для смягчения и разрешения выявленной проблемы в статье представлены альтернативные пути государственных стимулирующих реформ.

ABSTRACT**Wine-Making as an Alternative Investment Sector**

Wine-making sector has a great capacity to become the driving force in the economy of Armenia, however it is not provided with appropriate resources due to insufficient investment level.

The aim of the article is to identify foreign investors' interests in the wine-making sector of Armenia. The profitability level of wine-making organizations for recent years and the minimum threshold required for the profitability of this sector have been estimated through the CAPM model.

To mitigate and solve the disclosed problems alternative ways of state promoting reforms have been introduced in the current work.

Ընդունվել է՝ 08.07.2019 թ.
Գրախոսվել է՝ 04.10.2019 թ.