



Ամալյա ՍԱՐԳՅԱՆ

ՀՀ արժեթղթերի հանձնաժողովի փոխնախագահ, ԵՊՀ կառավարման եւ գործարարության ամբիոնի դոցենտ, տնտեսագիտության թեկնածու

Շուկայական տնտեսությունը ռեսուրսների բաշխման ամենավատ համակարգն է, եթե հաշվի չառնենք մնացածը:

2. Սորոս

Տտեսական վարչահրամայական համակարգից շուկայականին անցումը փոխել է սեփականության փոխհարաբերությունները, տնտեսական սուբյեկտների գործունեության մեխանիզմներն ու կառուցվածքը, նրանց միջեւ ֆինանսական կապերը, տնտեսական գործունեության նկատմամբ հասարակության բոլոր շերտերի հետաքրքրության աստիճանը: Եթե պլանային տնտեսությունում համախառն ներքին արդյունքը կենտրոնացված ձեռով բաժանվում էր կուտակման եւ սպառման ֆունդերի՝ դրանով իսկ ապահովելով անհրաժեշտ ներդրումներ տնտեսության մեջ, ապա ժամանակակից շուկայական տնտեսությունում ներդրումներն իրականացվում են ֆինանսական շուկայում՝ ֆինանսական ռեսուրսների կուտակման եւ վերաբաշխման միջոցով: Ընդ

շրջանառության ոլորտը՝ փողի շուկան, սերտ փոխկապվածության մեջ է կապիտալի շուկայի հետ, որոնք միասին ձեւավորում են ֆինանսական շուկան: Ֆինանսական շուկան իրենից ներկայացնում է ֆինանսական այնպիսի կառույցների եւ մեխանիզմների ամբողջություն, որոնք փողային միջոցները սեփականատերերից ուղղում են օգտագործողներին՝ դրանք ավելի նպատակային ու արդյունավետ օգտագործելու համար: Ֆինանսական շուկաները գործում են փողային միջոցների տեղաբաշխման բազմաթիվ եւ բազմաբնույթ մեխանիզմներով, որոնք կարելի է խմբավորել ուղղակի եւ անուղղակի ֆինանսավորման կամ, համապատասխանաբար, իրական եւ ֆիկտիվ ներդրումների: Ուղղակի կամ իրական ֆինանսավորման դեպ-

ԱՆՉՈՒՄԱՅԻՆ ԵՐԿՐՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ

որում՝ ֆինանսական համակարգը, լինելով տնտեսական համակարգի կարելորագույն եւ անբաժանելի բաղկացուցիչը, դրսևորում է իրական եւ ֆինանսական գործառնությունները խթանելու մեծ ներուժ: Ֆինանսական շուկան, նպատակային ու կազմակերպված գործունեության միջոցով միավորելով դրամական միջոցներ ունեցողներին եւ դրանք օգտագործողներին, տնտեսության զարգացման կարելորագույն ռեսուրսը՝ հասարակության խնայողությունը, ուղղում է նոր կապիտալի ստեղծմանն ու մեծացմանը, խթանում արտադրական հնարավորությունների ընդլայնումը եւ տնտեսական արդյունավետությունն ու աճը՝ նպաստելով բնակչության սպառողական պահանջմունքների բավարարմանը եւ հասարակական բարեկեցության բարձրացմանը:

Ֆինանսական շուկաներում շրջանառվող հիմնական գործիքը փողն է, որը հանդիսանում է ներդրումներում հասարակական խնայողությունների կուտակումն ապահովող հիմնական միջոցը: Փողային

քում ներդրումային հոսքերը բաժանվում են՝ ա) կապիտալ միջոցների ուղղակի ֆինանսավորման եւ բ) ֆինանսավորում վարկավորման միջոցով (բանկային համակարգ): Անուղղակի կամ ֆիկտիվ ֆինանսավորման (պորտֆելային ներդրման) դեպքում փողային միջոցները ներդրողներից օգտագործողներին են անցնում հատուկ կառույցների, ֆինանսական միջնորդների միջոցով՝ արժեթղթերի առք ու վաճառքի ճանապարհով: Չնայած իրական եւ ֆիկտիվ ներդրումները սերտորեն փոխկապակցված են, այնուամենայնիվ դրանք տարբերվում են իրենց ծագումով եւ բնույթով: Եթե իրական կապիտալի ծագումը պայմանավորված է արդյունաբերական կապիտալի շրջանառության փողային ձեւի առաջացումով, ապա ֆիկտիվ կապիտալն առաջանում է արժեթղթի ձեռքբերման արդյունքում, ինչը դրա սեփականատիրոջն իրավունք է տալիս մասնակցել ընկերության շահույթի յուրացմանը, որի ստեղծման գործընթացին ֆիկտիվ կապիտալն անմիջականորեն չի մասնակցել:

Գոյություն ունեն բազմաթիվ նախապայմաններ, որոնք պոտենցիալ ներդրողների մոտ առաջացնում են ուղղակի ներդրումներ անելու տևտեսական նպատակահարմարություն է հետաքրքրություն: Ուղղակի ներդրումներ իրականացնողների (լինեն օտարերկրյա, թե տեղական) հիմնական նպատակը վերահսկողության սահմանում է: Ընդ որում՝ ուղղակի ներդրումներն արդյունավետ են, երբ իրականացվում են օտարերկրացիների կողմից: Այն նպաստում է նոր տեխնոլոգիաների եւ մրցակցության վրա զգալի ներգործություն ունեցող այլ ակտիվների ներդրման շահագրգռությանը եւ խթանմանը, ինչպես նաեւ կիրառվում են այդ ակտիվների ներդրման ու փոխանցման առավել արդյունավետ եւ արագ եղանակներ: Բացի այդ, տեխնոլոգիական մեծածավալ գործընթացներում ապրանքների արտադրման, ինչպես նաեւ արտահանման ծավալների եւ սպառման շուկաների ընդլայնումը բերում է հաստատուն ծախքերի բաժանման ավելի մեծ քանակի ապրանքների

րից ձեւավորված միջոցները անմիջականորեն անցնում են ձեռնարկությանը, որը կարող է օգտագործել ձեռնարկության զարգացման համար: Ֆինանսական կապիտալը շատ շարժունակ է: Այն կարող է ֆոնդային շուկայի միջոցով լայնածավալ մտնել տնտեսություն՝ հեռանկարային ընկերությունների բաժնետոմսեր կամ շահավետ փոխառություններ ձեռք բերելու ճանապարհով եւ նույն հաջողությամբ դուրս գալ շուկայից՝ կոնյունկտուրայի վատթարացման դեպքում: Այս առումով ֆինանսական կապիտալը տնտեսության համար ունի շատ կարելուր նշանակություն՝ ոչ միայն իբրեւ ներդրումային միջոց, այլ նաեւ որպես ներդրումային գործիքների արդյունավետության բարձրացման միջոց: Փաստորեն, այդ թափառող կապիտալը, տնտեսական կոնյունկտուրային արագ արձագանքելու իր որակի շնորհիվ, կարողանում է նաեւ նպաստել ներդրումային միջոցների օպտիմալ եւ արդյունավետ վերաբաշխմանը: Այն փաստորեն մեծացնում է ներդրումների իրացվելիությունը:



Ռուբեն ԳԵՎՈՐԳՅԱՆ

ՀՀ արժեթղթերի հասնաժողովի գլխավոր տնտեսագետ, ԵՊՀ տնտեսագիտության մեջ մաթեմատիկական մոդելավորման ամբիոնի դասախոս, ֆիզիկամաթեմատիկական գիտությունների թեկնածու

ՇՈՒԿԱՆԵՐԸ ԵՎ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԸ

միջեւ, ինչի արդյունքում նվազում է միավոր արտադրանքի ինքնարժեքը (մասշտաբի էֆեկտ): Այսպիսով, իրական ներդրումները ցանկացած նորի նախաձեռնման եւ/կամ շարունակական ցանկացած գործընթացի ժամանակ կապիտալի վերականգնման ու նորացման համար անհրաժեշտ ծախսերն են: Փաստացի՝ դրանք այն միջոցներն են, որոնք անմիջականորեն ներդրվում են արտադրության եւ սպասարկման ոլորտներ (իրական ակտիվներում), կամ այն միջոցները, որոնք առաջնային շուկայում բաժնետոմսերի վերահսկիչ փաթեթի ձեռքբերման արդյունքում անցնում են թողարկողին՝ դրանով իսկ ապահովելով ձեռնարկության նկատմամբ վերահսկողություն:

Ֆիկտիվ կամ պորտֆելային ներդրումները ներկայանում են ֆինանսական ակտիվների կամ, որ նույնն է, ֆինանսական գործիքների ձեռքով, որի դեպքում շուկայում շրջանառվող, փոքր ու վաճառքից ձեւավորված, փողերը վերադառնում են նախկին տիրոջը, կամ նոր թողարկման ժամանակ գնումներ

Եթե պարզ տնտեսություններում ներդրումների հիմնական մասը ներգրավվում է իրական ներդրումների ձեռքով, ապա ժամանակակից տնտեսություններում ներդրումների մեծ մասը ներկայանում է ֆինանսական ներդրումների ձեռքով: Ֆինանսական ներդրումային կառույցների զարգացածությունը կարող է զգալի նպաստել իրական ներդրումների ակտիվացմանը: Պատահական չէ, որ ներդրողների մեծ մասը, հատկապես արեւմտյան, պորտֆելային ներդրումներն ընդունում է որպես իրական ներդրումների համար կողմնորոշիչ: Եվ, որպես օրինակ, նշված ներդրումների ձեռքերը ավելի շատ փոխլրացնող են, քան մրցակցող: Այսպիսով, ֆինանսավորման ձեռքով կախված՝ կարելի է ֆինանսական շուկան, համապատասխանաբար, բաժանել երկու պայմանական հատվածի՝ բանկային (պարտքային ֆինանսավորման) եւ ոչ բանկային (ոչ պարտքային ֆինանսավորման):

Ինչպես ներդրումային հնարավորությունները, այնպես էլ տնային տնտեսությունների ներդրումային

Նախապատվությունները զգալի կախված են տնտեսության վիճակից, մասնավորապես՝ շուկայում համախառն պահանջարկի եւ առաջարկի տեղաշարժերից, արժեզրկման բարձր տեմպերից, պետական քաղաքականության փոփոխություններից եւ այլն: Բնականաբար, ֆինանսական շուկաներն ամենաշատն են ենթակա պետության տնտեսական քաղաքականության եւ մակրոտնտեսական գործոնների ազդեցությանը:

Անցումային երկրներում ֆինանսական շուկաների զարգացումները գնահատելու համար չափազանց կարեւոր են համեմատական վերլուծությունները: Դրանք հնարավորություն են տալիս գնահատել տվյալ երկրի ֆինանսական շուկաների տարբեր հատվածները՝ հաշվի առնելով անցումային երկրների տնտեսական զարգացման ընդհանուր միտումները:

Տվյալ հետազոտության նպատակն է համեմատել անցումային երկրների ֆինանսական շուկաների երկու կարեւորագույն հատվածի՝ բանկային եւ ոչ բանկային ոլորտների զարգացածությունը՝ տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորման տեսանկյունից: Այս հետազոտությունն ավելի կարեւոր է Հայաստանի համար, ինչը պայմանավորված է օբյեկտիվ մի շարք հանգամանքներով:

Տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորման տեսանկյունից Հայաստանի բանկային համակարգն ավելի զարգացած է եւ ընդունելի, քան ոչ բանկայինը: Գոյություն ունի տնտեսության վարկավորման որոշակի ծավալ, իսկ արժեթղթերի նոր թողարկումների ծավալները անհամեմատ փոքր են եւ հիմնականում տեղի են ունենում սեփականաշնորհման գործընթացի շրջանակներում: Ավելին՝ այսօր Հայաստանի բիզնես-միջավայրը նոր արժեթղթերի թողարկումները ձեռնարկությունների գործունեության ֆինանսավորման լուրջ աղբյուր չի դիտում: Նշված իրավիճակի պատճառները հասկանալու եւ օբյեկտիվորեն գնահատելու համար կատարենք համեմատական վերլուծություններ: Նշենք, որ այսպիսի վերլուծությունը առաջին հերթին կարեւոր է տնտեսական աճի տեսանկյունից, քանի որ անցումային երկրների զարգացման տարբեր փուլերում տնտեսության ֆինանսավորման արդյունավետ ձեւերը տնտեսական աճի ապահովման կարեւորագույն նախապայմաններն են:

Նշված շրջանակներում հետազոտությունների իրականացումը վիճակագրական տարբեր տվյալների հիման վրա բավական բարդ է, քանի որ անցումային երկրների մեծ մասի համար բացակայում են համապատասխան տվյալները, առավել եւս՝ կապիտալի շուկաների վերաբերյալ: Հաշվի առնելով նշված հանգամանքը, այս աշխատանքում առաջարկվում է հետազոտությունն իրականացնել՝ Վերակառուցման եւ զարգացման եվրոպական բանկի (EBRD) կողմից իրապարակվող՝ անցումային տնտեսությունների վերաբերյալ տարեկան զեկույցում գետեղված՝ փորձագիտական գնահատականների հիման վրա: Նման մոտեցումը հնարավորություն է տալիս վերլուծության շրջանակներում ընդգրկել նրանց դիտարկած բոլոր 27 անցումային երկրները՝ հաշվի առնելով, որ գնահատման հիմքում ընկած է նույն մեթոդաբանությունը: Նկատենք, որ, եթե անգամ բոլոր երկրների համար վիճակագրական տվյալների սակավության խնդիր չլիներ, միեւնույն է, ապահովված չէր լինի տվյալների հավաքագրման եւ հաշվարկման մեթոդաբանության միասնականությունը: Մասնավորապես՝ անցումային

երկրների առանձնահատկությունները (ցածր իրացվելի շուկաներ, «բաց թողնված» (missing data) տվյալների բացակայություն եւ այլն) հնարավորություն չեն տալիս հաշվարկել ֆինանսական շուկաները բնութագրող մի շարք տվյալներ՝ միջազգայնորեն ընդունված միասնական մեթոդներով:

1994թ. սկսած՝ EBRD-ի կողմից անցումային փուլի վերաբերյալ իրապարակվող զեկույցները պարունակում են Կեստրոնական եւ Արեւելյան Եվրոպայի երկրներում եւ բալթյան պետություններում, Հարավարեւելյան Եվրոպայում եւ ԱՊՀ-ում անցումային գործընթացի ցուցանիշների գնահատականները եւ դրանց շարժը: Այդ ցուցանիշները ցույց են տալիս նորմալ գործող շուկայական տնտեսության հիմքերի ձեւավորվածության աստիճանը: Անցման գործընթացի շարժը ներկայացվում է արդյունաբերական զարգացած երկրների շուկայական տնտեսության ստանդարտների հետ համադրությամբ՝ հաշվի առնելով այն փաստը, որ կատարյալ շուկայական տնտեսություն գոյություն չունի, ինչպես նաեւ գոյություն չունի անցման գործընթացի՝ իր տեսակի մեջ եզակի, վերջնական որեւէ սահման: Գնահատման ցուցանիշները տրվում են «1-» - «4+» բալային համակարգով, որտեղ «1»-ը բնութագրում է պլանային տնտեսության վերակազմավորման եւ/կամ բարեփոխումների գործընթացի ամբողջական բացակայությունը, իսկ «4+»-ը՝ ելքը դեպի արդյունաբերական զարգացած երկրների շուկայական տնտեսության ստանդարտներ:

Համեմատական վերլուծություններ իրականացնելու համար EBRD-ի պատրաստած՝ անցումային տնտեսությունների վերաբերյալ զեկույցից վերցնենք հետևյալ երեք ցուցանիշները.

- կորպորատիվ կառավարման եւ կազմակերպությունների ենթակառուցվածքային բարեփոխումներ,
- ֆոնդային շուկաների եւ ոչ բանկային ֆինանսական կառույցների բարեփոխումներ,
- բանկային բարեփոխումներ եւ տոկոսադրույքների ազատականացում:

Առաջին ցուցանիշը բնութագրում է ձեռնարկությունների եւ դրանց կառավարման որակական մակարդակը: Մեր հետազոտության տեսանկյունից այն կարեւոր է, քանի որ պատասխանում է «ու՞մ են ֆինանսավորում» հարցին: Երկրորդ եւ երրորդ ցուցանիշները բնութագրում են ոչ բանկային եւ բանկային ոլորտների զարգացածության մակարդակները:

Այստեղ շատ կարեւոր է ուշադրություն դարձնել այն փաստին, որ գնահատման սանդղակը կառուցված չէ միայն «վատ» գնահատականից մինչեւ «լավ» գնահատականը սկզբունքով: Յուրաքանչյուր ոլորտի համար կոնկրետ գնահատականն ունի ուրույն իմաստ, եւ դրանց տրված միեւնույն գնահատականը չի նշանակում, թե դրանք ունեն զարգացածության նույն մակարդակը: Իհարկե, այդ գնահատականներում կան նաեւ որոշակի համեմատականներ կամ զուգահեռներ: Ավելի հստակ լինելու համար ներկայացնենք դիտարկվող ոլորտներին տրված «3» գնահատականի մեկնաբանությունը: Մասնավորապես.

- բանկային ոլորտի «3» գնահատականը ենթադրում է.

✓բանկերի ապահովության բարձրացման եւ կանխարգելիչ հսկողության ու կարգավորման հիմքերի ձեւավորման մեջ եական առաջընթաց,

Աղյուսակ 1.

Անցումային երկրներում իրականացվող բարեփոխումների գնահատականները՝ ըստ ոլորտների (2000-2002թթ.)

		2000			2001			2002		
		Korp	RCB	Bank	Korp	RCB	Bank	Korp	RCB	Bank
1.	Ադրբեջան	2	2-	2+	2	2-	2+	2+	2-	2+
2.	Ալբանիա	-	-	-	2	2-	2+	2	2-	2+
3.	Հայաստան	-	-	-	2+	2	2+	2+	2	2+
4.	Բելառուս	-	-	-	1	2	2-	1	2	2-
5.	Բուլղարիա	-	-	-	2+	2+	3+	3-	2+	3+
6.	Բոսնիա եւ Հերցեգովինա	-	-	-	2-	2-	2+	2	2-	2+
7.	Մակեդոնիա	2+	2-	3	2+	2-	3	2+	2-	3
8.	Հունգարիա	3+	4-	4	3+	4-	4	3+	4-	4
9.	Վրաստան	2	2-	2+	2	2-	2+	2	2-	2+
10.	Ղազախստան	2	2+	3-	2	2+	3-	2	2+	3
11.	Ղրղզստան	2	2	2+	2	2	2+	2	2	2+
12.	Լատվիա	3-	2+	3+	3-	3	4-	3	3	4-
13.	Լիտվա	3-	3	3	3	3	3	3	3	3
14.	Սլովակիա	2	2	2+	2	2	2+	2-	2	2+
15.	Լեհաստան	3+	4-	3+	3+	4-	3+	3+	4-	3+
16.	Ռուսաստան	2+	2-	2-	2+	2+	2	2+	3-	2
17.	Ռումինիա	2	2	3-	2	2	3-	2	2	3-
18.	Սլովակիա	3	2+	3+	3	2+	3+	3	3-	3+
19.	Սլովենիա	3-	3-	3+	3	3-	3+	3	3-	3+
20.	Հարավսլավիա	1	1	1	2	2-	2+	2	2	2+
21.	Տաջիկստան	2-	1	1	2-	1	2-	2-	1	2-
22.	Թուրքմենստան	1	1	1	1	1	1	1	1	1
23.	Ուզբեկստան	2-	2	2-	2-	2	2-	2-	2	2-
24.	Ուկրաինա	2	2	2	2	2	2+	2	2	2+
25.	Խորվաթիա	3-	2+	3+	3-	3-	4-	3-	3-	4-
26.	Չեխիա	3+	3	4-	3+	3	4-	3+	3	4-
27.	Էստոնիա	3+	3	4-	3+	3+	4-	3+	3+	4-

Korp- կորպորատիվ կառավարում եւ կազմակերպությունների ենթակառուցվածքային բարեփոխումները բնութագրող ցուցանիշ
 RCB- ֆոնդային շուկաների եւ ոչ բանկային ֆինանսական կազմակերպությունների գործունեությունը բնութագրող ցուցանիշ
 Bank- բանկային բարեփոխումները եւ տոկոսադրույքների ազատականացման մակարդակը բնութագրող ցուցանիշ

- ✓Էժան եւ արտոնյալ ռեսուրսների վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքների լիարժեք ազատականացում,
- ✓մասնավոր ձեռնարկությունների վարկավորման խոշոր ծավալներ,
- ✓մեծ քանակությամբ մասնավոր բանկերի առկայություն:
- ոչ բանկային ոլորտի «3» գնահատականը ենթադրում է.
- ✓մասնավոր ձեռնարկությունների կողմից խոշոր ծավալով արժեթղթերի թողարկում, բաժնետոմսերի անկախ ռեեստրավարում,
- ✓փոխհաշվարկի եւ քլիրինգի հուսալի ընթացակարգեր,
- ✓փոքր բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանություն,
- ✓ոչ բանկային ֆինանսական կառույցների առկայություն (ներդրումային հիմնադրամներ, կենսաթոշա-

կային հիմնադրամներ, ապահովագրական եւ լիզինգային մասնավոր ընկերություններ) եւ դրանց գործունեությունը կարգավորող նորմատիվ բազա:

Աշխատանքում կատարվող վերլուծության տեսանկյունից EBRD-ի «3» գնահատականը շատ կարեւոր է եւ՝ բանկային, եւ՝ ոչ բանկային ոլորտների համար, քանի որ երկու դեպքում էլ, այլ խնդիրների հետ միասին, այն նշանակում է տնտեսության իրական ֆինանսավորման զգալի ծավալների հնարավորություն:

EBRD-ի 2000-02թթ. համար տված՝ անցումային երկրների վերը նշված երեք ոլորտներում իրականացվող բարեփոխումների գնահատականները հնարավորություն են տալիս կատարել բավական հետաքրքիր վերլուծություններ եւ կարելու եզրակացություններ:

Կառավարման եւ կառուցվածքային վերակազմակերպման համար սահմանված գնահատականները ցույց են տալիս արտադրության նկատմամբ լրավճարների կրճատման, անվճարունակության (սնանկու-

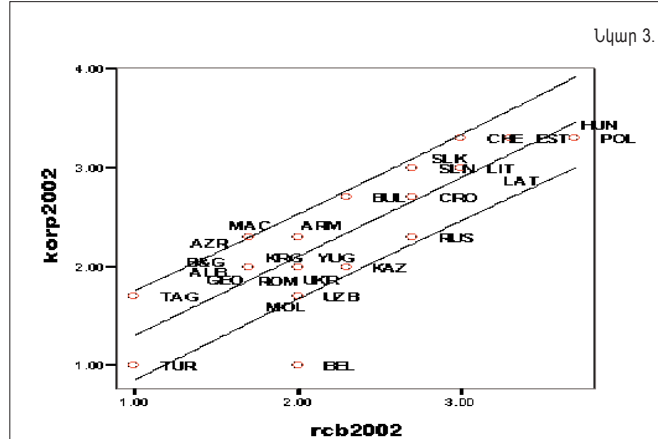
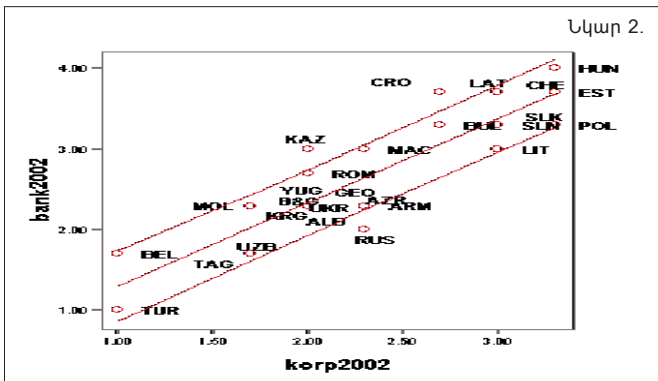
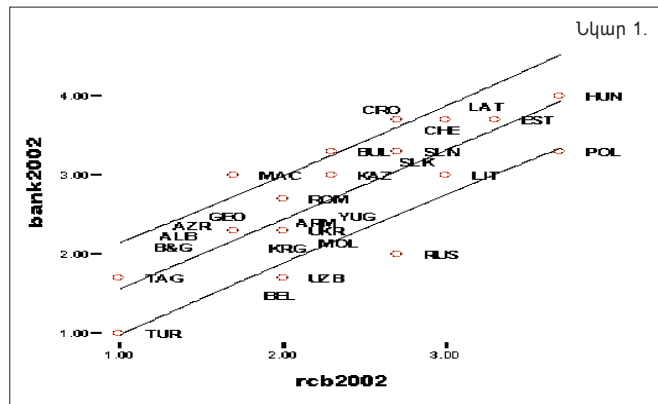
թյան) արդյունավետ ընթացակարգերի ներմուծման եւ կորպորատիվ կառավարման ռազմավարական փորձի դիմադրական:

Ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ կիրառվող գնահատականներն արտացոլում են բանկային համակարգի բարեփոխումների եւ զարգացման ընթացքը (այդ թվում՝ տոկոսադրույքների ազատականացման աստիճանը), ինչպես նաեւ ֆոնդային շուկաների եւ ոչ բանկային ֆինանսական կազմակերպությունների ստեղծման գործընթացը: Բացի այդ, ցույց են տալիս բանկային եւ ֆինանսական նորմատիվները միջազգային ստանդարտների մակարդակին հասցնելու աստիճանը, այդ նորմատիվների կիրառման արդյունավետությունը, ինչպես նաեւ սնանկացած ֆինանսական կազմակերպությունների հիմնախնդիրների լուծման համար անհրաժեշտ ընթացակարգերի ամփայլությունը:

Վերը նշված երկու՝ կորպորատիվ կառավարման ու կազմակերպությունների ենթակառուցվածքային բարեփոխումների եւ ֆոնդային շուկաների եւ ոչ բանկային ֆինանսական կազմակերպությունների ոլորտներում Հայաստանը 2002թ. դրությամբ զբաղեցնում է առաջատար դիրքը ԱՊՀ երկրների շարքում. առաջին ոլորտում՝ 1-3 տեղերը, երկրորդ ոլորտում՝ 3-8 տեղերը: Անցումային բոլոր երկրների համեմատ Հայաստանը զբաղեցնում է միջին տեղերը. առաջին ոլորտում՝ 11-14, իսկ երկրորդ ոլորտում՝ 13-20 տեղերը:

Ակնհայտ է, որ Հայաստանում ֆինանսական շուկայի կարելուրագույն ոլորտներից մեկը՝ բանկային համակարգը, ավելի զարգացած է, քան մնացած՝ ոչ բանկային ոլորտները: Նմանատիպ օրինակաբանություն է դիտարկվում նաեւ անցումային բոլոր երկրներում, ինչը հաշվի է առնված նաեւ EBRD-ի՝ անցումային երկրների համար կատարած համեմատական վերլուծություններում: Միաժամանակ, այդ վերլուծությունների արդյունքում պարզվում է, որ 2002թ. դրությամբ եւ՝ բանկային, եւ՝ ոչ բանկային ոլորտները, տնտեսության ֆինանսավորման տեսակետից, զարգացման նույն մակարդակի վրա են: Բանկային բարեփոխումների եւ տոկոսադրույքների ազատականացման ցուցանիշով Հայաստանը անցումային երկրների մակարդակով զբաղեցնում է 14-22 տեղերը, իսկ ԱՊՀ երկրների մակարդակով՝ 2-7 տեղերը: Ոչ բանկային ոլորտներում Հայաստանն առաջ է անցել նույնիսկ Արեւելյան Եվրոպայի մի շարք երկրներից: Նշենք, որ ԱՊՀ երկրներից Ղազախստանը՝ բանկային ոլորտում եւ Ռուսաստանը՝ ոչ բանկային ոլորտում ունեն «3» գնահատականը: ԱՊՀ մյուս բոլոր երկրները, այդ թվում՝ Հայաստանը, թե՛ բանկային, թե՛ ոչ բանկային ոլորտներում ունեն «3»-ից ցածր գնահատականներ, ինչը վկայում է, որ այս ոլորտներն առայժմ չեն ապահովում տնտեսության իրական ֆինանսավորման բավարար ծավալներ:

Անցումային երկրների բանկային եւ ոչ բանկային ոլորտների համեմատություն կատարելու համար ներկայացնենք նկար 1-ը, որտեղ, EBRD-ի ստացած գնահատականների հիման վրա, X առանցքի վրա տեղադրված են ոչ բանկային ոլորտի, իսկ Y առանցքի վրա՝ բանկային ոլորտի ցուցանիշները: Գծային ռեգրեսիայի միջոցով կառուցված մեջտեղի գիծը պայմանականորեն ցույց է տալիս երկու ոլորտների հավասար զարգացածության աստիճանը: 90%-անոց վստահության միջակայքում ընկած երկրների վերաբեր-

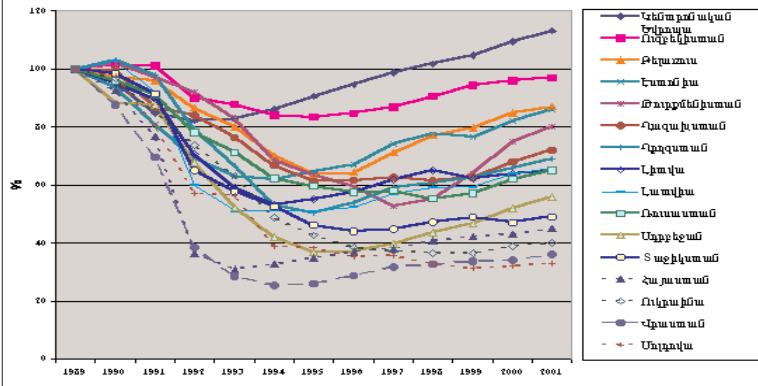


յալ կարելի է ասել, որ դրանց ֆինանսական շուկաների երկու կարելուրագույն՝ բանկային եւ ոչ բանկային հատվածները, EBRD գնահատականներով, մոտավորապես հավասար են զարգացած:

Ընդ որում՝ 2002թ. դրությամբ հետազոտվող 27 երկրներից միայն 6-ի մասին կարելի է ասել, որ նրանց ֆինանսական շուկաների երկու հատվածներից մեկն ավելի զարգացած է, քան մյուսը: Մակեդոնիայի, Բուլղարիայի եւ որվաթիայի բանկային համակարգերը զգալիորեն ավելի զարգացած են, քան ոչ բանկային համակարգը, իսկ Բելառուսի, Ուզբեկստանի ու Ռուսաստանի բանկային համակարգերը պակաս զարգացած են, քան ոչ բանկայինը: Վերջին երեք երկրներում ֆինանսական շուկաների զարգացման դինամիկայի ընդհանուր միտումների շեղված լինելու հանգամանքը բացատրվում է այն բանով, որ Բելառուսը եւ Ուզբեկստանը ամենազուլավոր բարեփոխումներ իրա-

ՀՆԱ դինամիկան նախկին խորհրդային հանրապետություններում (1999, 100%)

Սկար 4.



կանացող երկրներն են, իսկ Ռուսաստանը 1998թ. ունեցել է ֆինանսական խոր ճգնաժամ, որն առաջին հերթին վերաբերում էր բանկային համակարգին:

Հայաստանը, ի թիվս մնացած՝ մոտ 20 երկրների, գտնվում է վստահության միջակայքում՝ տրենդի գծից ներքև, ինչը փաստում է, որ մեր երկիրը տեղավորվում է դիտարկվող երկրների զարգացման ընդհանուր օրինաչափությունների շրջանակներում: Ինչպես մյուս երկրներում, Հայաստանում եւս ֆինանսական շուկայի բանկային եւ ոչ բանկային հատվածները տնտեսության ֆինանսավորման համատեքստում ունեն գարգացման մոտավորապես նույն մակարդակը:

Սկար 2-ում պատկերված է բանկային համակարգի եւ ձեռնարկությունների զարգացածության աստիճանի՝ EBRD-ի գնահատականների համեմատությունը 2002թ. դրությամբ:

Ինչպես երեւում է, այս դեպքում էլ գրեթե բոլոր երկրները, մոտ 24-ը, վստահության միջակայքում են, հետևաբար՝ ունեն գարգացման նույնատիպ միտումներ: Միայն երեք երկրներ՝ Ռուսաստանը, որվաթիան եւ Ղազախստանն են, որ դուրս են վստահության միջակայքից:

Սկար 3-ում նույն մոտեցմամբ ներկայացված են հետազոտվող ցուցանիշների վերջին զույգի՝ անցումային երկրներում ձեռնարկությունների եւ ոչ ֆինանսական ոլորտների զարգացածության ցուցանիշների համեմատական գնահատականները 2002թ. դրությամբ:

Ինչպես երեւում է, բացի Բելառուսից, որը, արդեն նշեցինք, ամենապահպանողականն է բարեփոխումների իրականացման տեսանկյունից, մնացած բոլոր երկրները վստահության միջակայքում են, հետևաբար՝ ունեն գարգացման նույն միտումները:

Այսպիսով, EBRD-ի համեմատական ասնդղակից ելնելով՝ կարելի է պնդել, որ անցումային երկրներում ֆինանսական երկու՝ բանկային եւ ոչ բանկային հատվածների եւ ձեռնարկությունների կառավարման ու կառուցվածքային բարեփոխումներն ունեն գարգացման մոտավորապես նույնական մակարդակ եւ ընթանում են գարգացման նույնատիպ օրինաչափությունների շրջանակներում: Չնայած անցումային տնտեսությունների հետազոտման փորձը ցույց է տալիս, որ բանկային համակարգն ավելի արագ է զարգանում, քան ֆինանսական շուկաների մյուս հատվածները: Եվ սա օբյեկտիվ օրինաչափություն է, քանի որ ոչ բանկային հատվածը բնույթով շատ ավելի բարդ է: Միաժամանակ,

պետք է նշել, որ ոչ բանկային համակարգն ավելի արդյունավետ կարող է լինել տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորման տեսակետից: Ոչ բանկային համակարգի դերն ավելի է կարեւորվում անցումային տնտեսությունների զարգացման այս փուլում, երբ, մի շարք տնտեսագետների կարծիքով, «վերականգնողական» աճն ունի իր ֆիզիկական սահմանը, եւ կարելի է ասել, որ այն մոտ է իր սպառմանը: Անցումային որոշ երկրներում նկատվում են լճացման գործընթացներ: Եվ, բնականաբար, այս խնդիրների համատեքստում հրատապ ու կարեւոր է դառնում որակական զարգացման գործընթացների անհրաժեշտությունը, ինչը ենթադրում է տնտեսության ֆինանսավորման ոչ պարտքային ձևերի նախապատվություն՝ պարտքային ձևերի նկատմամբ: Ավելի հանգամանալի եւ համոզիչ լինելու համար

հետաքրքիր է Եգոր Գայդարի կարծիքը Ռուսաստանի տնտեսական աճի մասին², որը, կարելի է ասել, համարժեք է նաեւ Հայաստանի տնտեսական իրավիճակին. «...Եվ այժմ մենք նույնպես այնքան էլ հստակ չենք պատկերացնում, թե ինչպես կարող է մեր երկրում հետագայում զարգանալ վերականգնողական աճի գործընթացը: Հիմքեր կան ենթադրելու, որ այդ աճի հնարավորությունները կարող են սպառվել՝ սոցիալիստական արտադրության ժամանակ ռուսաստանյան ՀՆԱ-ի առավելագույն մակարդակից ավելի ցածր թողարկման ծավալների դեպքում: Բայց սա վարկած է: Սակայն հստակ է մի բան, որ վերականգնողական աճը կրում է մարող բնույթ: Դա նշանակում է, որ աճի տեմպերն իջնում են, որովհետեւ վերականգնման ռեսուրսները, այդ թվում՝ ունեցած հզորությունների եւ աշխատուժի ներմուծման ռեսուրսներն ի վերջո կսպառվեն: Բնականաբար, երբ աճի տեմպերն ընկնում են, մարումը պետք է փոխհատուցվի արտադրական աճի նոր գործոններով, նոր կապիտալ ներդրումներով, նոր հզորությունների ներմուծումով, արտադրական գործընթացներում նոր աշխատուժի ներգրավումով: Բայց դա պահանջում է ազգային կառույցների այլ որակ, որոնք ունակ կլինեն ապահովել տնտեսական զարգացում: Վերականգնողական աճը տնտեսաբաղաբական վերնախավի համար սկզբում դառնում է հաճելի անակնկալ, իսկ հետո այն դառնում է հիմնախնդիր, քանի որ աճի սկզբնական տեմպերը չպահպանվելով՝ սկսում են ընկնել»:

Եթե ճիշտ է այն վարկածը, որ վերականգնողական աճը կարող է տեղի ունենալ մինչեւ ՀՆԱ-ի նախաբարեփոխումային մակարդակին հասնելը, ապա Հայաստանը, ինչպես երեւում է նկար 4-ից, որոշակի ժամանակ դեռ ունի: Մասնավորապես՝ 2001թ. դրությամբ Հայաստանը վերականգնել է իր ՀՆԱ նախաբարեփոխումային մակարդակի ընդամենը 45%-ը՝ առաջ անցնելով միայն Ուկրաինայից, Վրաստանից եւ Մոլդովայից: Նշենք, որ տնտեսական անկման բացարձակ խորությամբ Հայաստանը գրավում է վերջից երկրորդ տեղը՝ առաջ անցնելով միայն Վրաստանից: Այս ամենը վկայում է, որ Հայաստանում վերականգնողական աճը առաջիկա մի քանի տարում կարող է շարունակվել առանց տեմպերի զգալի մարման: Սակայն, մեծ հավանականությամբ, հետագա աճի տեմպերը կնվազեն՝ պայմանավորված վերականգնողական աճի

փուլի ավարտով: Հետագա զարգացման համար անհրաժեշտ կլինեն արտադրական նոր հզորություններ եւ խոշոր կապիտալ ներդրումներ, եւ կարելու է, որ տարվող տնտեսական քաղաքականությունն աստիճանաբար վերակողմնորոշվի ներդրումների խթանմանն ուղղված որակական նոր մոտեցումներին:

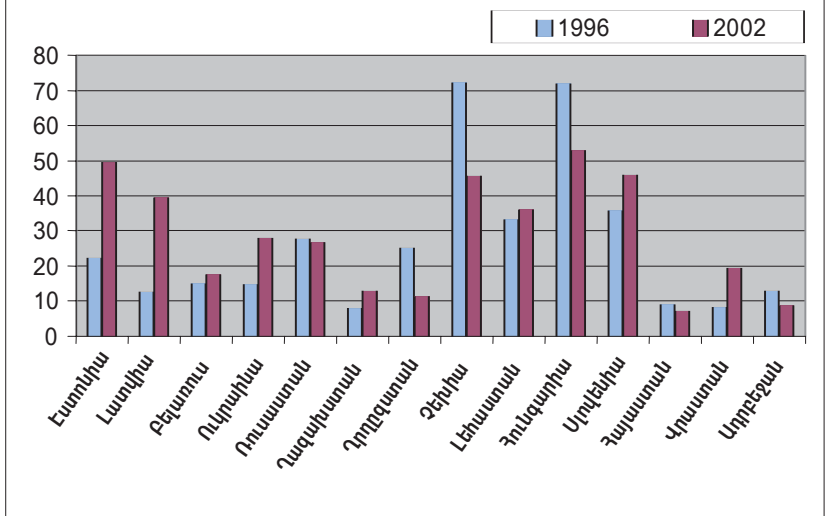
Այստեղ էլ ավելի է կարելու ֆինանսական շուկաների դերը: Մանավանդ որ, ֆինանսական շուկաների համակողմանի ուսումնասիրությունը հիմք է տալիս եզրակացնել, որ ֆինանսական ռեսուրսների առկայությունն անհրաժեշտ, բայց ոչ բավարար պայման է ներդրումների իրականացման համար, եւ առավել կարելու են ներդրումների իրականացման ներուժային հնարավորությունները կյանքի կոչելու արդյունավետ մեխանիզմների մշակումն ու ներդրումը:

Այս առումով, Հայաստանի ներկա տնտեսավարման պայմաններում, տնտեսության միայն պարտքային ֆինանսավորումը չի կարող արդյունավետ լինել: Առավել եւս, որ այսօր Հայաստանում բանկային ոլորտի կողմից տնտեսության վարկավորման մակարդակը ամենացածրերից մեկն է անցումային երկրներում (աղբյուրը՝ IMF):

Այստեղ, տնտեսության զարգացման առումով, էլ ավելի է կարելու ոչ պարտքային ֆինանսավորման դերը. որքան զարգացած կլինի տնտեսության ոչ պարտքային ֆինանսավորման համակարգը, այնքան մեծ կլինեն տնտեսական աճի հետագա հնարավորությունները: Նման եզրահանգման շրջանակներում, մեղմ ասած, ռացիոնալ չեն մոտեցումներն առ այն, որ Հայաստանում արժեթղթերի շուկան, ապահովագրական ոլորտը կայացած չեն, իսկ բանկային համակարգը կայացած ու զարգացած է, եւ ֆինանսական համակարգի հետագա զարգացման շեշտը ավելի շատ դրվում է բանկային ոլորտի վրա: Նախ, ինչպես բացահայտվեց համեմատական վերլուծության արդյունքում, դա այնքան էլ այդպես չէ, մյուս կողմից՝ նման մոտեցումը վտանգավոր է համարժեք ֆինանսական շուկայի զարգացման եւ հետեւաբար՝ տնտեսական հետագա աճի տեսակետից:

Ֆինանսական շուկայի յուրաքանչյուր առանձին հատվածի թերզարգացածությունը միանշանակ բերում է ֆինանսական շուկայի ոչ լիարժեքության: Ֆինանսական շուկայի առանձին հատվածները (բանկային, արժեթղթերի շուկա, ապահովագրություն) այնքան սերտ են փոխկապակցված, որ անհնար է ունենալ ֆինանսական զարգացած շուկա՝ առանց դրա առանձին հատվածների համամասնական ու ներդաշնակ զարգացման: Ասվածը ենթադրում է տնտեսության ֆինանսավորման պարտքային եւ ոչ պարտքային ձևերի, բանկային եւ ոչ բանկային հատվածների հավասարակշիռ եւ նպատակաուղղված կարգավորում՝ համապատասխան քաղաքականության շրջանակներում: Ընդ որում՝ ֆինանսական շուկաների կարգավորման քաղաքականությունը մշակելիս պետք չէ տարվել այլ երկրների փորձի ուղղակի կիրառմամբ: Զերբազանհատելով միջազգային փորձի կարելու թյունը՝ այնուհանդերձ շատ կարելու է հաշվի առնել

Տնտեսության վարկավորում/ՀՆԱ



այն հանգամանքը, որ Հայաստանը վերականգնողական աճի փուլում է: Եվ կարգավորման տեսանկյունից կարելու է վերականգնողական աճի փուլից աճի որակական նոր փուլի անցնելու հատվածը: Մինչդեռ այդ շեմը դեռեւս շատ քիչ անցումային երկրներ են հաղթահարել:

Ելելով տնտեսական հետագա աճի ապահովման հրամայականից եւ հաշվի առնելով տնտեսության մեջ տեղ գտած, մասնավորապես՝ կատարված վերլուծության շրջանակներում դիտարկված, ինդիկատորները, ինչպես նաեւ առավելագույնս կարելու էլ ֆինանսական շուկայի, մասնավորապես՝ բանկային եւ ոչ բանկային հատվածների դերը՝ որպես տնտեսության ֆինանսավորման եւ տնտեսական աճի հավասարագոր աղբյուրներ, անհրաժեշտ է խստագույնս ուղղորդվել «երբեք բոլոր ձվերը մի դիր լույն զամբյուղի մեջ» սկզբունքով: Այսինքն՝ չզերբազանհատելով բանկային համակարգի դերը եւ փորձելով արդյունավետորեն օգտագործել ոչ բանկային համակարգի ներուժը, վարել ֆինանսատնտեսական հավասարակշիռ քաղաքականություն: Նման մոտեցումը կարող է լուրջ երաշխիք դառնալ տնտեսական հետագա կայուն աճի ապահովման համար:

1. EBRD Transition report 2003: Integration and regional cooperation, <http://www.ebrd.com/pubs>.
 2. Егор Гаўдар, Экономический рост и человеческий фактор, Вестник Европы, №9, 2003.