

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ
ՏՆՏԵՍԱԳԻՏՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՖԱԿՈՒԼՏԵՏ

**ԿԼԵԿՉՅԱՆ ԼԵՎՈՆ ՌՈՒԲԵՆԻ
«ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՈԼՈՐՏԻ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ
ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽԱԴԻՐՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ»**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

Ը.00.03.-«Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ
տնտեսագիտական գիտությունների թեկնածուի գիտական աստիճանի
հայցման համար

Գիտական ղեկավար՝ տնտեսագիտության դոկտոր Հայկ Մնացականյան

Երևան 2016

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱՃՈՒԹՅՈՒՆ..... 3

ԳԼՈՒԽ 1. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ	9
1.1. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՓՈՒԼԵՐԸ	9
1.2. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՄԵԹՈԴՆԵՐԸ	20
1.3. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՈԼՈՐՏԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ՄԱԿԱՐԴԱԿԸ ՀՀ-ՈՒՄ	35
ԳԼՈՒԽ 2. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ	51
2.1. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՈԼՈՐՏԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ԱՌԱՋԱՏԱՐ ԵՐԿՐՆԵՐՈՒՄ	51
2.2. ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՄԻՋԱՉԳԱՅԻՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ	62
2.3. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՆՈՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԵՐԻ ԱՌԱՋՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ	79
ԳԼՈՒԽ 3. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ.....	99
3.1. ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՄԻՋԱՎԱՅՐԻ ԲԱՐԵԼԱՎՄԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ...	99
3.2. ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆՆԵՐԻ ՆԵՐԴՐՄԱՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄՆԵՐԻ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ	114
3.3. ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆՆԵՐԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ	124
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ	134
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ.....	141
ՀԱՎԵԼՎԱԾ 1: ԵՄԵՐԿՐՆԵՐԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔ/ ՀՆԱՀԱՐԱԲԵՐՈՒԹՅՈՒՆ.....	146
ՀԱՎԵԼՎԱԾ 2: ԲԱԺՆԵՏԵՐԵՐԻ ԺՈՂՈՎՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՂԻ ՔՎԵԱՐԿՈՒԹՅԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ	147

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Հետազոտության թեմայի արդիականությունը: Մարդկային պատմության ողջ ժամանակահատվածում մարդը փորձել է առավելագույնս բավարարել սեփական պահանջմունքները և ստեղծել առավել արդյունավետ տնտեսական համակարգ: Վերոնշյալ պահանջմունքների բավարարումն է հիմք հանդիսացել տնտեսական հարաբերությունների շարունակական զարգացմանն ու կատարելագործմանը, ինչի արդյունքում գիտնականները փորձել են յուրովի լուծել ժամանակի կարևորագույն խնդիրները, ստեղծել տնտեսության զարգացման նոր մոտեցումներ, նոր հայեցակարգեր և ապագայի նկատմամբ նոր սպասումներ:

Հայաստանի ժամանակակից տնտեսության աճն ի թիվս այլ գործոնների կախված է նաև Հայաստանի արտասահմանյան գործընկերների (այդ թվում՝ Ռուսաստանի Դաշնությունից, Վրաստանից, ԵՄ-ից, ԱՄՆ-ից և այլն) տնտեսությունների վիճակից: Այս պետություններից Հայաստան փոխանցվող մասնավոր տրանսֆերտները և ՀՀ տնտեսության համար ռազմավարական ծրագրերի պետական ֆինանսավորումը մեծ ավանդ են ունեցել Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացման և կայունության համար, իսկ այսօր դժվար է պատկերացնել կյանքն առանց բանկերի և այլ ֆինանսական հաստատությունների: Ցավոք, 20-րդ դարի երկրորդ տասնամյակում համաշխարհային տնտեսությունում դիտվում են առավել ապես ճգնաժամային երևույթներ, որոնք իրենց բացասական հետևանքն են թողնում Հայաստանի տնտեսության վրա (համաշխարհային տնտեսության ներկա վիճակն առավել մանրամասն նշված է սույն աշխատանքի երկրորդ գլխում):

Համաշխարհային տնտեսության զարգացման ներկա փուլում արդիական են երկու կենսական հիմնահարց. պետությունների համար՝ ինչպես ներգրավել ներդրումներ, ներդրողների համար՝ որտեղ ներդնել: Եթե տնտեսվարող սուբյեկտները փորձում են ուղիներ գտնել ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու համար, ապա ներդրողները փորձում են ցածր ռիսկային և առավել բարձր եկամտաբերություն ունեցող ներդրումային նախագծերում

ներդրումներ կատարել: Ներկայումս զարգացող երկրների տնտեսություններում առկա խնդիրները հաջորդում են միմյանց, և ներդրողները միտված են զարգացող երկրներից ներդրումները տեղափոխել առավել զարգացած երկրներ: Այս համատեքստում կենսական խնդիրներ են ի հայտ գալիս զարգացող երկրների համար. տնտեսությունը գրեթե չի աճում (առավել շատ են տնտեսական աճի տեմպի անկման միտումները), բարձր գնաճային երևույթներ են ի հայտ գալիս, բարձրանում է գործազրկության մակարդակը, իսկ ներդրումներն արտահոսում են տնտեսությունից դուրս: Ներկայումս կենսական անհրաժեշտություն է տնտեսության առավել գրավիչ ճյուղեր ստեղծել, որոնք ոչ միայն կներգրավեն ներդրումներ, այլ նաև կաշխուժացնեն տնտեսությունը:

Համաձայն Բլումբերգ ֆինանսական պորտալի՝ ներկայումս համաշխարհային տնտեսությունը միտված է դեպի բարձր տեխնոլոգիաների զարգացում, ինչն իրենից ենթադրում են նորարար ապրանքների և ծառայությունների ստեղծում¹: Հարկ է նշել, որ Բլումբերգի մասնագետների պնդմամբ, նորարար են ոչ միայն աշխարհում նմանը չունեցող ապրանքների և ծառայությունների ստեղծումը, այլ նաև տվյալ ընկերության ներսում հոսքազօժի կամ տեխնոլոգիայի հին տարբերակների փոխարինումը առավել ժամանակակից տարբերակով:

Գաղտնիք չէ, որ զարգացած երկրների ֆինանսական շուկաներում առավել բարձր պահանջարկ են վայելում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում գործող ընկերությունները: Այս պնդման ապացույցն է թերևս ԱՄՆ ֆոնդային բորսայում մեծ պահանջարկ վայելող Էփլը (Apple), Ֆեյսբուքի (Facebook), Տեսլայի (Tesla) նման բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում գործող ընկերությունների արժեթղթերի նկատմամբ բարձր պահանջարկը: Օրինակ՝ Էփլը (Apple) ընկերության 2015թ. միջին շուկայական կապիտալիզացիան կազմել է 650 մլրդ ԱՄՆ դոլլար²:

Հայաստանում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտն ունի զարգացման բարձր տեմպեր: Օրինակ՝ «Արմթաթ Թեքնոլոջիս» ընկերությունը 2014 թվականից սկսել է հայկական «ալանշետ»-ների

¹ Bloomberg innovational index - <http://www.bloomberg.com/graphics/2015-innovative-countries/>

² Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայի պաշտոնական կայք - <https://www.nyse.com/index>

արտադրությունը, ինչը շատ կարևոր քայլ է Հայաստանի նման փոքր տնտեսությունն ունեցող ընկերության համար: Հարկավոր է նշել նաև, որ տարածաշրջանում ոչ մի պետություն նմանատիպ հաջողության դեռ չի հասել: Նմանատիպ ծրագրերի հաջող իրագործումը ոչ միայն զարգացնում է տնտեսության համապատասխան ճյուղը, այլ նաև բարձրացնում են պետության համբավը միջազգային ասպարեզում:

Հայաստանի ներկայիս տնտեսական ոչ բարենպաստ վիճակը օտարերկրյա ներդրողների համար ուղղակի ներդրումների իրականացումը բարձր ռիսկային են դարձնում, ինչի արդյունքում նվազում են օտարերկրյա համախառն ներդրումների ծավալները:

Վերոնշյալ փաստարկներից հետևում է, որ բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտը Հայաստանում զարգացման մեծ հեռանկար ունի, սակայն ֆինանսական սուղ և թանկ ռեսուրսների պատճառով չի կարողանում ամբողջությամբ օգտագործել իր պոտենցիալը:

Հետազոտության հիմնական նպատակը և խնդիրները: Սույն գիտական աշխատանքի հիմնական նպատակն է Հայաստանում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման հիմնախնդիրների լուծմանն ուղղված մոտեցումների և առաջարկների մշակումն է, որին հասնելու համար աշխատանքում սահմանվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- Ուսումնասիրել բարձր տեխնոլոգիայի ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման տեսական հիմքերը

- Վերլուծել բարձր տեխնոլոգիաների զարգացման արդի պայմաններն ու առանձնահատկությունները ՀՀ-ում

- Հետազոտել բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման միջազգային փորձը

- Գնահատել ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման մեթոդների դերը տնտեսության զարգացման գործում

- Ընտրել ֆինանսավորման մեթոդներից մեկը, որի օգտագործումը կնպաստի բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորմանն ուղղված ծախսերի կրճատմանը և ֆինանսավորման ավելացմանը

• Զարմարեցնել բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման համար ընտրված մեթոդը Զայաստանի տնտեսությանը՝ առանց մեթոդի հիմնական հատկանիշների փոփոխման

• Մշակել բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման հիմնախնդիրների և զարգացմանն ուղղված տեսամեթոդական և գործնական լուծումներ

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ տնտեսության բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտն է, իսկ առարկան՝ բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման հիմնախնդիրները և վերջինների լուծման համար առկամ մեթոդները:

Հետազոտության տեսամեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության համար տեսամեթոդական հիմք են հանդիսացել բարձր տեխնոլոգիաների ֆինանսավորման զարգացած երկրների փորձը, այդ ոլորտում ժամանակակից տնտեսագիտության զարգացման միտումները միջազգային հեղինակություն ունեցող տնտեսագետների և ներդրողների աշխատություններում, բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման մասին գործնական վերլուծություներ կատարած մասնագետների կողմից հեղինակած մեթոդականական աշխատանքները, Արժեթղթերի թողարկումը և տեղաբաշխումը կարգավորող օրենսդրական և ենթաօրենսդրական ակտերը:

Հետազոտության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության հրապարակած տեղեկությունները, ՀՀ օրենքները, ՀՀ ԿԲ նորմատիվ իրավական ակտերը և հրապարակած տեղեկությունները, Ռուսաստանի Դաշնության, Եվրոպական Միության և Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների իրավական ակտերը, հեղինակավոր ընկերությունների և բանկերի հրապարակած տվյալները:

Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են համակարգային, վիճակագրական, համեմատական և մոդելավորման վերլուծության մեթոդները:

Հետազոտության գիտական նորույթը: Հետազոտության նպատակին համահունչ առաջադրված խնդիրների լուծման արդյունքում ստացվել են մի շարք արդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթով առանձնանում են հետևյալները՝

- Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման ծավալների մեծացման նպատակով մշակվել են օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման համար անհրաժեշտ իրավական դաշտի և դեպոզիտար ստացականների թողարկման ու տեղաբաշխման կատարելագործման առաջնահերթ մոտեցումները:

- Միջազգային զարգացած ֆինանսական շուկաներ մուտք գործելու ծախսերի նվազեցման և մասնագետների գործունեության ապահովման տեխնիկական հնարավորությունների ստեղծման տեսանկյունից հիմնավորվել է դեպոզիտար ստացականների կիրառման արդյունավետության ունը ՀՀ-ում և մշակվել են դեպոզիտար ստացականների ներդրմամբ ՀՀ բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ընկերությունների արժեթղթերի ֆինանսավորման և էլեկտրոնային քվեարկության մեխանիզմներ:

- Համաշխարհային և տարածաշրջանների տնտեսական կենտրոնների ֆինանսատնտեսական վիճակների կանխատեսումների արդյունքում բացահայտվել և հիմնավորվել են Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներից և Եվրոպական Միության ֆինանսական շուկաներից դեպոզիտար ստացականների միջոցով բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման ներգրավման հնարավորությունները:

Հետազոտության գործնական նշանակությունը: Սույն աշխատանքում զետեղված վերլուծությունները կարող են տնտեսական և գործնական հիմք լինել բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման համար դեպոզիտար ստացականների օգտագործման ժամանակ, ինչպես նաև ներդրողների իրավունքների պաշտպանության համար անհրաժեշտ օրենսդրաիրավական դաշտի լրացման և փոփոխության համար:

Հետազոտության արդյունքների փորձաքննությունը և հրապարակումները: Ատենախոսության արդյունքները քննարկվել են բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ընկերությունների

ներկայացուցիչների հետ և գործնականում այդ խնդիրներով զբաղվող մասնագետների հետ, Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի և ՆԱՍԴԱՔ ՕԵՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ ֆոնդային բորսայի մասնագետների հետ, ինչպես նաև ԵՊՀ Տնտեսագիտության և կառավարման ֆակուլտետի «Ֆինանսահաշվային» ամբիոնի նիստում և Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի շահագրգիռ ընկերությունների հետ: Ատենախոսության թեման ամփոփվել և ներկայացվել է չորս գիտական հոդվածներում:

Հետազոտության ծավալը և կառուցվածքը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացությունից և օգտագործված գրականության ցանկից: Ատենախոսությունը շարադրված է 139 մեքենագիր էջի վրա:

ԳԼՈՒԽ 1. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿՈՐՄԱՆ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

1.1. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿՈՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՓՈՒԼԵՐԸ

Տեխնոլոգիա են անվանում հմտությունների և տեխնիկական հնարավորությունների օգտագործման այն հաջորդականությունը, որի իրականացման արդյունքում մատերիան, էներգիան, տեղեկությունը, հումքը, ռեսուրսը դառնում են արտադրանք, ինչպես նաև արդատրանքը մշակվում և վերամշակվում է, իրականացվում է վերջնական արտադրանքի հավաքում, որակի ստուգում, կարգավորում և կառավարում³: Բարձր տեխնոլոգիաներ անվանում են համեմատաբար ավելի ժամանակակից տեխնոլոգիական գործընթացները և տեխնոլոգիական լուծումները, որոնք գիտելիքահեն են: Բարձր տեխնոլոգիաներն իրենցից ներկայացնում են գիտատեխնիկական առաջընթացի հետևանք, որի նպատակն է օպտիմալացնել տեխնոլոգիական պրոցեսը կամ ստեղծել նոր արտադրանք:

Հաճախ բարձր տեխնոլոգիա են անվանում նաև այն տեխնոլոգիաները, որոնք զերծ են մարդկային գործունից, այսինքն որքան մարդկային գործունը քիչ է, այնքան տեխնոլոգիան համարվում է «բարձր»: Բարձր տեխնոլոգիաները կարող են օգտագործվել տնտեսության բոլոր ճյուղերում՝ գյուղատնտեսությունից մինչև ռոբոտաշինություն, միկրոբիոլոգիայից մինչև անվտանգության համակարգեր: Այս ոլորտի զարգացումը կարող է զարգացնել տնտեսության այն ճյուղը, որտեղ տվյալ տեխնոլոգիան օգտագործվում է, ինչպես նաև կարող է անմիջական դրական ազդեցություն ունենալ տնտեսական աճի տեմպերի վրա:

Հայաստանում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտն անընդհատ աճում է: Այս ոլորտում աշխատող տնտեսվարող սուբյեկտները համարվում են Հայաստանի տնտեսության ամենաարագ զարգացող ընկերությունները և ունեն տարածաշրջանում առաջատար լինելու

³ «Большой экономический словарь», А.Б. Борисов, Москва, 2007г, стр. 256

մեծ պոտենցիալ⁴: Այս մասին ավելի մանրամասն անդրադարձ կկատարվի սույն աշխատանքի հետագա ենթագլուխներում:

Ինչպես տնտեսության ցանկացած ոլորտ, այնպես էլ բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտն ունի ներդրումային ռազմավարության ավանդույթներ, որոնք ձևավորվել են տարիների ընթացքում: Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման ռազմավարությունը բաղկացած է տասներկու հիմնական փուլերից.

1. Գործարքի կազմակերպում: Այս փուլում ներդրողը փնտրում է ընկերություն, որտեղ հետագայում կիրականացնի ներդրումներ: Այս փուլում կարևոր է սահմանել զտման հստակ մեխանիզմ, որի օգնությամբ ներդրողը կկարողանա գտնել ներդրման օբյեկտը: Սովորաբար զտման չափանիշներն են⁵.

➤ Աճի մեծ պոտենցիալ, որն իրենից ներկայացնում է նորարար կամ բարձր մրցակցային ապրանքների և ծառայությունների ստեղծում

➤ Կայուն և որակավորված կառավարման մարմին

➤ Ժամանակակից բիզնես պրոցեսների առկայություն

➤ Մարդկային ռեսուրսների օգտագործման հստակ մեխանիզմների առկայություն

➤ Ապրանքների և ծառայությունների կատարելագործման հնարավորություն

2. Հեռահար ուսումնասիրություն: Այս փուլի ընթացքում ներդրողն իրականացնում է ընկերության ուսումնասիրություն հանրության համար բաց տեղեկատվության հիման վրա (հրապարակված ֆինանսական հաշվետվություններ): Այս փուլում հնարավոր են նաև հանդիպումների ներդրողների և թիրախային ընկերությունների կառավարման մարմինների հետ: Այս հանդիպումների ընթացքում նախանշվում են ներդրողների կողմից ընկերության արժեթղթերի նկատմամբ հետաքրքրությունը և անհրաժեշտության դեպքում վերջիններին տրամադրվում են չհրապարակված այլ հաշվետվություններ:

⁴ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ
⁵ В.В.Ковалев, В.В. Иванов «Инвестиции» Учебник. 2003г., стр. 176

Մասնավոր ներդրումների նկատմամբ ընկերության կառավարման մարմինը կարող է հետաքրքրություն ունենալ, եթե

➤ Առաջիկայում նախատեսվում է ստեղծել նոր ընկերություն

➤ Նախատեսվում է արտահանել ընկերության արտադրանքը կամ ծառայությունը

➤ Անհրաժեշտ է ներգրավել բարձր որակավորում ունեցող մասնագետներ

➤ Նախատեսվում է վաճառել ընկերության մի մասը

➤ Նախատեսվում է մեծացնել ընկերության ակտիվները

3. Բիզնես և իրավական վերլուծություն: Ներդրողների կողմից իրականացվում է ընկերության մանրամասն ուսումնասիրություն, որի ժամանակ հատուկ հանձնաժողովը վերլուծում է ընկերության կողմից տրամադրված հաշվետվությունը, տեղում կատարված ստուգումների արդյունքները: Այս փուլում ստուգվում են նաև ընկերության կառավարման մարմնի որակավորման աստիճանը, շուկայի մասին տեղեկացվածության մակարդակը, բիզնես տեսլականը, ներքին ռազմավարությունը և այլն:

Ներդրողների կողմից ուսումնասիրվում են հետևյալ տեղեկությունները⁶.

➤ Ընկերության պատմությունը և ընդհանուր նկարագիրը

➤ Ներդրումային հնարավոր ուղղությունները

➤ Վաճառքի մասին տեղեկություններ

➤ Ապրանքների և ծառայությունների մանրամասն նկարագիրը

➤ Շուկայի/ճյուղի նկարագիրը

➤ Մրցակիցների և նրանց նկատմամբ մրցակցային առավելությունների մասին

➤ Մարքեթինգային քաղաքականություն

➤ Մարդկային ռեսուրսների մասին

➤ Ֆինանսական վիճակի մասին

➤ Նախագծերի մասին

⁶ Игошин Н.В. Инвестиции – М.:ЮНИТИ-ДАНА, 2008, стр. 19

Բիզնես վերլուծությունը չի կարող նպատակային լինել առանց իրավական վերլուծության: Վերջինի ժամանակ ստուգվում են ընկերության ներքին իրավական ակտերի և բիզնես պրոցեսների համապատասխանությունը երկրի օրենսդրությանը և ներդրող ընկերության արժեքներին: Ի տարբերություն բիզնես վերլուծությանը՝ իրավական վերլուծությունը շարունակվում է նաև հետագափուլերում:

4. Ներդրումային նախապայմանների ցուցակի կազմում և երկկողմանի հաստատում: Ներդրումային նախապայմանների ցուցակն իրենից ներկայացնում է իրավական ուժ ունեցող փաստաթուղթ, որտեղ ներառված են ներդրման համար անհրաժեշտ հիմնական պայմանները, որոնք հետագայում տեղ կգտնեն վերջնական պայմանագրում: Այն ստորագրվում է ներդրողի ու ընկերության կողմից և ենթակա է կատարման մինչև վերջնական պայմանագրի ստորագրումը:

5. Ներդրումային ռազմավարության հաստատում: Ներդրումային ռազմավարությունը իր մեջ ներառում է ոչ միայն բիզնես վերլուծություն, այլ նաև ընդհանուր նկարագիր, բիզնեսի գնահատում և ելքի ռազմավարություն: Այս ռազմավարության առաքելությունն է ստեղծել իրատեսական ծրագիր, որին համահունչ պետք է զարգացնել ընկերությունը:

6. Ներդրումային առաջարկ: Ներդրումային ռազմավարությունը հարակից բոլոր փաստաթղթերով ներկայացվում է ներդրումային կոմիտեին՝ որպես ներդրումային առաջարկ: Այս փաթեթը ներառում է ներդրումային ծրագրով զբաղվող թիմի բոլոր առաջարկները, տեսլականը և դրանք հաստատող փաստաթղթերը: Ներդրումային կոմիտեն կազմված է նվազագույնը հինգ անկախ մասնակիցներից, ովքեր ուսումնասիրում են փաթեթը և պարզ մեծամասնության սկզբունքով հաստատում կամ մերժում են այն (փուլ 7): Այս փուլում հնարավոր է նաև ռազմավարության մասնակի ընդունում՝ կոմիտեի կողմից կատարված ուղղումներն ընդունելուց հետո:

7. Ներդրումային առաջարկի հաստատում: Այս փուլը ներառում է ներդրումային կոմիտեի կողմից ներդրումային

փաթեթի հաստատումը կամ մերժումը: Յուրաքանչյուր ընկերություն ունի փաթեթի հաստատման տարբեր ընթացակարգեր, սակայն եթե ներդրումային փաթեթը հասնում է այն փուլին, ապա բավականին ծավալուն աշխատանք է կատարվել և հաստատման հավանականությունը բավականին բարձր է:

Ներդրումային կոմիտեն կատարում է ներդրումային փաթեթի ստուգում, սակայն յուրաքանչյուր մասնագետ ունի ստուգման նախնական շեմ. այսինքն այդ շեմը այն նվազագույն պայմանն է, որը չապահովելու դեպքում անհրաժեշտ է առանց հետագա ուսումնասիրության մերժել ներդրումային փաթեթը: Օրինակ. եթե ներդրումային նախագծի ներքին եկամտաբերության նորմը (IRR) ամենալավատեսական սցենարի դեպքում 10 տոկոսից ցածր է լինում, ապա ներդրումային փաթեթը ենթակա է մերժման:

8. Վերջնական իրավական գրանցումների իրականացում⁷: Այս փուլը ներդրողների վերջին հնարավորությունն է բոլոր կասկածները փարատելու համար. իրականացվում են վերջին ճշգրտումները, պետական գրանցումները, անհրաժեշտ թույլ տվող ունենքի (լիցենզիաների) ստացումը և այլն:

9. Ներդրումային պայմանագրի կնքում: Ներդրողների և ընկերության բոլոր պայմանավորվածությունները փաստաթղթավորվում են և տեղ գտնում ներդրումային պայմանագրում: Այս պայմանագրի կնքումից սկսում է անմիջական ներդրումային գործընթացը:

10. Ներդրումների իրականացումը: Այս փուլում կատարվում են պայմանագրով սահմանված ներդրումները: Կախված ներդրումային նախագծի յուրահատկություններից այս փուլը կարող է զուգորդվել 11-րդ փուլով՝ մի քանի փուլերով ներդրումներ կատարելու դեպքում:

11. Վերահսկողություն⁸: Ներդրումային պայմանագրով սահմանված ներդրումային ռազմավարությունը ենթակա անընդհատ մոնիթորինգի, որի ընթացքում ստուգվում են ընկերության

⁷ Евстигнеев В.Р. Финансовый рынок в переходной экономике: инвестиционные стратегии, структурная организация, перспективы международной интеграции. – М.: Эдиториал УРСС, 2000. стр. 46

⁸ BETZ, F. 2001. Executive Strategy: Strategic Management and Information Technology. New York: John Wiley & Sons, Inc., p. 18-19

կառավարման մարնի կողմին իրականացված գործողությունների համապատասխանությունը պայմանագրին: Հայաստանյան ընկերությունների համար մասնավոր ներդրողներն ունենյուրահատուկ պայման: Մասնավոր ներդրողը գնում է ընկերության կողմից թողարկած բաժնետոմսերը և իր կողմից սահմանած նորմատիվներով վերահսկում է իր ներդրման օգտագործումը: Այս պրոցեսում ներդրողի կողմից տրամադրած ֆինանսական միջոցներն օգտագործվում են նպատակային: Սակայն այստեղ առկա է հետևյալ խնդիրը. Հայկական ընկերության բաժնետերերը, ովքեր ցանկանում են վաճառել ընկերությունը առավելագույնս բարձր գնով, սխալ տեղեկություններով ներգրավում են մասնավոր ներդրումներ: Մասնավոր ներդրողն իր ռիսկերը նվազեցնելու համար հետևում է իր կողմից կատարված ներդրումների ծախսմանը, որպեսզի մնացած բաժնետերերը չկարողանան այդ դրամական միջոցները յուրացնեն: Սակայն, հաշվի առնելով ընկերության բաժնետոմսերում ներդրումային ընկերության կողմից կատարված ներդրումները, ընկերության շուկայական արժեքը բարձրանում է և բաժնետերերը կարողանում են բարձր գնով վաճառել իրենց բաժնետոմսերը: Իսկ ներդրումային ընկերությունը և նոր բաժնետերերը ստանում են սխալ ֆինանսական տվյալներով և կործանման եզրին գտնվող ընկերություն:

Այս փուլի կարևորությունը գերազնահատել հնարավոր չէ, քանի որ ամբողջ տասներկու փուլային գործընթացի հաջողության կարևորագույն օղակը վերահսկողությունն է: Չնայած յուրաքանչյուր ներդրող ունի վերահսկողության իր մոտեցումները, սակայն հետևյալ գործոնների նկատմամբ վերահսկողությունը ընդհանուր է բոլորի համար.

- Անմիջական ներդրումների հետագա փուլերի իրականացման համար անհրաժեշտ պայմանների ապահովում
- Կառավարման մարմնում նոր անդամների ներգրավում
- Ֆինանսական հաշվետվությունների կազման և ներկայացման ընթացակարգերի ներդրում
- Ճգնաժամային իրավիճակների ի հայտ գալու ժամանակ անհրաժեշտ գործողությունների իրականացում

- Բանկերի հետ համագործակցություն
- Գնումների վերահսկողություն

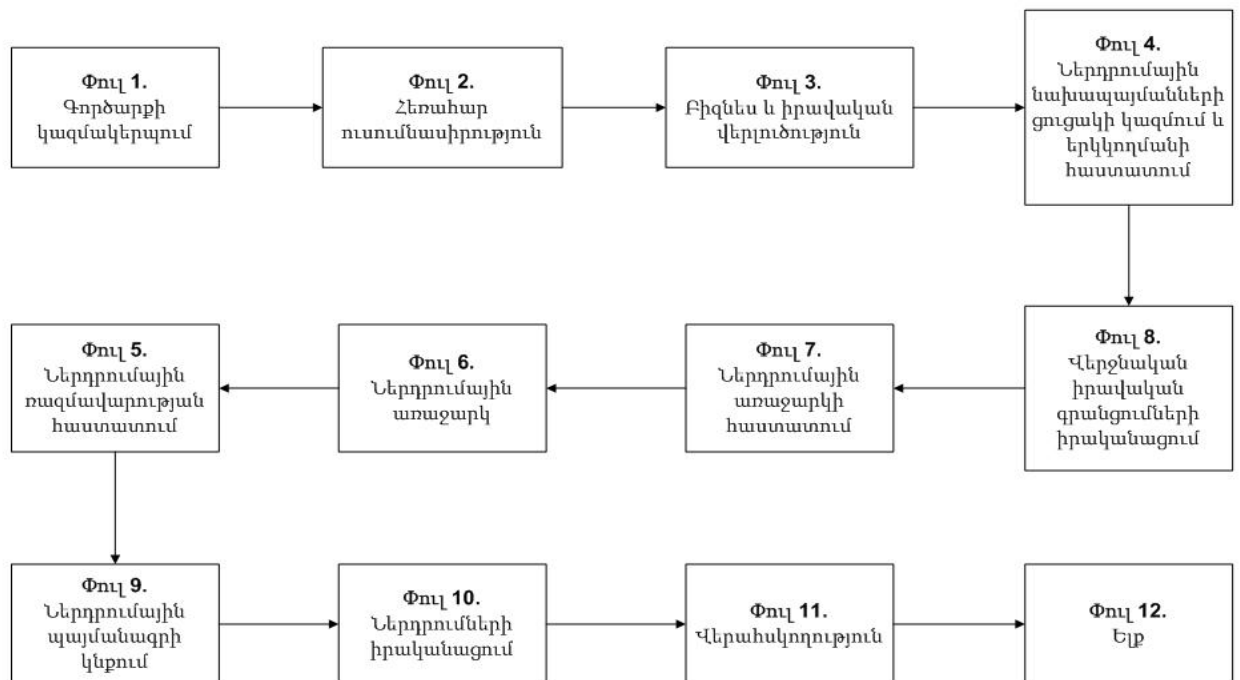
Ի տարբերություն ավանդական վերահսկողության, մասնավոր ներդրողի վերահսկողությունը միջամտության իրավունք: Կառավարման մարմնի իրականացրած ցանկացած որոշում ու ժի մեջ է մտնում որոշման ստորագրության օրվա հաջորդ օրը: Մեկ օրվա ընթացքում վերահսկողը ունի բացարձակ վետոյի իրավունք, ինչը թույլ է տալիս վերահսկողին կարևոր խնդիրների լուծման ժամանակ հանդես գալ որպես գլխավոր խորհրդատու:

12. Ելք: Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրում իրականացնող ցանկացած մասնավոր ներդրող ներդրումային ռազմավարության կարևորագույն մասը ելքի պայմաններն ու ժամկետներն են: Նմանափայ ներդրումային ծրագրերի ելքի ժամկետները տատանվում են ներդրում կատարելու պահից հետո 5-10 տարի: Այս ընթացքում ներդրումային ընկերության ռազմավարության ճիշտ իրականացման դեպքում ներդրումային ընկերությունը նվազագույնը կունենա նախատեսված շահույթը և կվաճառի իր բաժնետոմսերը:

Այս պրոցեսը նման է ցիկլի. դուրս գալով մի ընկերության բաժնետերերի ռեեստրից, մասնավոր ներդրողները գտնում են մեկ այլ ընկերություն և իրականացնում նույն գործընթացը:

Գծապատկեր 1.1-1: Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ընկերություններում մասնավոր ներդրումների ռազմավարության փուլերը

Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ընկերություններում մասնավոր ներդրումների ռազմավարության փուլերը



Ներդրողներն առանձնացնում են ելքի ռազմավարության 5 հիմնական ուղղություններ⁹.

➤ Առևտրային վաճառք-Ներդրողն ընկերությունը վաճառում է շուկայում մրցակից այլ ընկերությանը: Գնող ընկերության նպատակը շուկայում գերակշիռ մաս ունենալն է:

➤ Ընկերության հետգնում- Ընկերությունը ներդրողից հետե գնում իր կողմից թողարկած արժեթղթերը:

➤ Վաճառք արտաբորսային շուկայում

➤ Վաճառք ֆոնդային բորսայում

➤ Ընկերության լիկվիդացում- Այս ռազմավարությունն օգտագործվում է այն դեպքում, երբ ներդրումային ռազմավարությունը սխալ է լինում և ներդրողը, գիտակցելով հետագա գործունեության ծախսատարությունը, որոշում է փակել ընկերությունը:

⁹ ACCEL corp. - <http://www.accel.com/top-of-mind/>

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ առևտրային վաճառքը ամենաշատ օգտագործվող ելքի ռազմավարությունն է:

Տնտեսության տարբեր ճյուղերում բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումը և նոր գիտատարապարանքների արտադրությունը ներկայումս հանդիսանում են զարգացող երկրների տնտեսական աճի հիմքն ու մոտակա ժամանակների հեռանկարը:

Շուկայական տնտեսություններում բարձր տեխնոլոգիաների ու որոտում հետազոտությունները հիմնականում կատարում են առևտրային ընկերությունները: Պատճառը կայանում է նրանում, որ այդ հետազոտությունները բավականին ծախսատար են և անընդհատ ներդրումներ են պահանջում, ինչն իրենից ենթադրում է էժան ֆինանսավորման աղբյուրների պահանջարկ: Որպես ֆինանսավորման աղբյուր կարող են հանդես գալ սեփական և փոխառումիջոցները, տարբեր մակարդակների բյուջեներից ստացված հատկացումները, արտաբյուջեային ֆոնդերը և այլն: Բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրում կատարող սուբյեկտները գիտակցում են ռիսկայնության աստիճանը և փորձում են առավելագույնս ուսումնասիրել այս ոլորտի ներդրումային նախագծերը:

Ներկայումս զարգացող ընկերությունների մեծ մասն իրենց կառավարման համակարգն այնպես են վերակազմավորում, որ հնարավոր լինի մեծ ուշադրություն հատկացնել բարձր տեխնոլոգիաների ստեղծմանն ու ներդրմանը, քանի որ բարձր տեխնոլոգիաների վրա հիմնված նոր հնարավորություններով արտադրանքը մեծ պահանջարկ ունի բոլոր շուկաներում:

Զարգացած երկրներում տեխնոլոգիաները համարվում են մրցակցային առավելության ստեղծման և պահմանման հիմքը, հետևաբար բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրումների ֆինանսավորման գործընթացի կայունությունը միշտ արդիական է:

Մրցակցային առավելության հասնելու և առավելագույն շահույթ ունենալու համար ժամանակակից ընկերությունները ստիպված են ստեղծել նոր հնարավորություններով ապրանքներ և ծառայություններ: Այս նոր արտադրանքների ստեղծման համար հարկավոր են մեծ ֆինանսական ներդրումներ, որոնց ծավալների հետագա տեմպն անկանխատեսելի է. հնարավոր չէ միանշանակ ասել,

թե որքան ներդրում կապահանջվի նոր տեսակի արտադրանք կամ ծառայություն ստեղծելու համար¹⁰: Այդ ներդրումները կարող են օգտագործվել նոր շենք, շինություն, տեխնիկա կամ հումք գնելու համար, նոր մասնագետներին վարձելու համար և այլն: Ֆինանսավորման ուղղությունները յուրաքանչյուր նախագծի համար տարբեր են՝ կախված այդ նախագծի առանձնահատկություններից և թիրախային խմբերից: Այսինքն՝ այս ծրագրերի համար առաջնային խնդիրը ֆինանսավորումն է, որը կարող է արտահայտվել ոչ միայն դրամով, այլև հիմնական և շրջանառու միջոցներով, գույքային իրավունքներով, լիցենզիաներով, արտոնություններով, երաշխիքներով, երաշխավորություններով, հողային իրավունքով և այլն:

Ներդրումային նախագծի ֆինանսավորումը կապիտալի ներգրավման, բաշխման, օգտագործման և կառավարման գործունեությունն է: Բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորման հիմնական բաղկացուցիչներն են¹¹.

- Ծրագրի իրականացման համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցների աղբյուրներ

- Տարբեր աղբյուրներից ներգրավված ֆինանսական միջոցների հավաքագրման համակարգեր

- Ներդրումների ռազմավարություն և դրավրա հիմնված կարճաժամկետ քաղաքականության մշակման համար անհրաժեշտ մասնագետների խմբեր

- Ներդրումների վերահսկողության համար անհրաժեշտ մասնագետների խմբեր

- Ներգրավված ներդրումների և փոխառությունների կառավարման համար անհրաժեշտ մասնագետների խմբեր

Ընկերության համար բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրումային ծրագրերի արդյունավետության համար կարևոր է ունենալ ֆինանսավորման մի քանի աղբյուրներ, որոնք կապահովեն ներդրումային գործընթացի տարբեր մասերի և օբյեկտների ժամանակին ֆինանսավորումը: Սա կապահովի արտաքին միջավայրի

¹⁰ Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005, стр. 11

¹¹ Harvard Business School Press. 2006. Essentials of strategy. Printed in the United States of America, p. 3

փոփոխությունների նկատմամբ ներդրումային ծրագրի պաշտպանվածությունը և հնարավորությունն Կտա ժամանակին արձագանքել ծրագրի իրագործման ժամանակ առաջ եկած դժվարություններին: Այն նաև հնարավորություն է տալիս առավելագույնս արդյունավետ օգտագործել ֆինանսական ռեսուրսները¹²:

Որպես այս ենթագլխի ամփոփում հարկավոր է նշել, որ բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտն արդեն կայացած ոլորտ է և ունի զարգացման հեռանկարները ամբողջ աշխարհում: Այս ոլորտի ֆինանսավորման համար առկա են կանոններ, որոնց հետևելով են ներդրողները ֆինանսավորում ներդրումային նախագծեր: Առաջնային է համարվում նշել, որ այս ոլորտի առանձնահատկություններից է այն փաստը, որ ներդրողներից ճշգրի մեծամասնությունը ձգտում է առավել արագ վաճառել իր արժեթղթերը, քան ցանկանում է զարգացնել ընկերությունը:

¹² Хмыз О. Инвестиционные стратегии транснациональных банков// Управление компанией. 2006. № 11., стр. 5-6

1.2. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿՈՐՄԱՆ ՄԵԹՈԴՆԵՐԸ

Չարգացած երկրների փորձը ցույց է տալիս բարձր տեխնոլոգիաների կարևորությունը ժամանակակից տնտեսության համար: «Բարձր տեխնոլոգիաները թույլ են տալիս ոչ միայն փոփոխել և կատարելագործել ապրանքներն ու ծառայությունները, այլ նաև ընկերության կառավարման համակարգը՝ համապատասխանեցնելով միջազգային չափանիշներին»¹³:

Գիտատեխնիկական զարգացմանն ուղղված ֆինանսավորումն իրենից ներկայացնում է բավականին բարդ և անընդհատ զարգացող համակարգ: Խորհրդային տարիներին ցանկացած զարգացում (այդ թվում՝ գիտատեխնիկական) կատարվել է պետական ֆինանսավորմամբ և ի օգուտ պետության: Մեծամասամբ դա է պատճառը, որ ֆինանսական միջոցներն օգտագործվել են ոչ արդյունավետ: 1990-1991 թվականներին հետխորհրդային տնտեսություններում սկսվել են մասնավոր հատվածի ստեղծման առավել ինտենսիվ գործառնությունները¹⁴: Պետական ֆինանսավորման կրճատումը, կենտրոնացված կառավարման դադարումը, անշարժ գույքի նկատմամբ սեփականության իրավունքի ընդլայնումը, աշխատուժի վարձատրության նկատմամբ հսկողության թուլացումը և գների ձևավորման շուկայական մոդելին անցումը ընկերություններին հնարավորություն տվեցին ինքնուրույն որոշել ընկերության գործունեության ուղղությունը: Ընկերությունների նոր սեփականատերերը կարողացան սահմանել զարգացման ռազմավարություն:

Այդ ժամանակահատվածում նախկին խորհրդային պետությունների շուկաները բացվեցին արևմտյան ընկերություններին համար, և վերջիններս իրենց ապրանքները ներմուծեցին: Այս հանգամանքը տեղական ընկերությունների համար ստեղծեց մի շարք խնդիրներ: Օրինակ՝ ժամանակին անհամապատասխան տեխնիկա և տեխնոլոգիաներ ունեցող

¹³ Պիտեր Թիլ՝ PayPal համակարգի հիմնադիր, 2005թ. Founders Fund

¹⁴ У.Ф.Шарп «Инвестиции» 1997г., стр. 88

ընկերությունները, որոնք ստեղծում են ցածր որակ և բարձր ինքնարժեք ունեցող ապրանքներ, պետք է սեփական պետության շուկայում մրցակցեին ժամանակակից բարձր տեխնոլոգիաներ ունեցող ընկերությունների էժան և որակյալ արտադրանքի հետ:

Հետխորհրդային պետությունների ընկերությունները մինչ այսօր գրեթե չեն կարողանում մրցակցել արևմտյան ընկերությունների արտադրանքի հետ: Շուկայի զարգացման ցածր մակարդակը թույլ չի տալիս գեներացնել բավականաչափ ֆինանսական միջոցներ, որպեսզի կարողանան սեփական գիտահետազոտական կենտրոնները ստեղծել¹⁵: Այս պետությունների ընկերությունները մրցակցային առավելություն ունեն հիմնականում այն ոլորտներում, որտեղ առկա է աշխարհագրական կամ էթնիկ-ավանդույթային տարր: Օրինակ՝ ռուսական շուկայում մրցակցային առավելություն ունեն նավթագազային ոլորտի ընկերությունները, հայկական շուկայում՝ կոնյակագործությունը, բելառուսական շուկայում՝ գյուղատնտեսական արտադրանքը և այլն¹⁶: Չնայած այս ոլորտների առավելություններին՝ ընկերություններից յուրաքանչյուրն ունի գիտահետազոտական վերլուծությունների և բարձր տեխնոլոգիաների մշակման ու ներդրմանն ուղղված նախագծերի ֆինանսավորում:

Ներկայումս առանձնացնում են բարձր տեխնոլոգիաների ֆինանսավորման հետևյալ հիմնական աղբյուրները¹⁷.

➤ Պետական և տարածքային բյուջեներ: Այս ֆինանսավորման առանձնահատկությունն այն է, որ տվյալ ծրագրերի իրագործումը լուծում է պետության առջև ծառացած սոցիալ-տնտեսական խնդիրներ և ունի ցածր ներդրումային գրավչություն: Այսինքն՝ կատարված ներդրումները բավականին ուշ են արդյունք տալիս:

➤ Արտաբյուջետային ֆոնդեր: Ֆինանսավորման այս աղբյուրից օգտվելը սովորաբար շատ դժվար և երկարաժամկետ պրոցես է, քանզի

¹⁵ PORTER, M. 2008. On competition. Updated and expanded edition. Printed in the United States of America: A Harvard Business School Publishing Corporation. p. 103

¹⁶ Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М.: Эдиториал УРСС, 2002. стр. 72-74

¹⁷ HYDER, A.S. ABRAHA, D. 2003. Strategic alliances in Eastern and Central Europe. Oxford: Elsevier Science Ltd, p. 29

զարգացող երկրներն այս ֆոնդերը հիմնականում օգտագործում են սոցիալական խնդիրները լուծելու համար:

➤ Սեփական միջոցներ: Այս ներդրումներն ուղղվում են ընկերության գործունեության ընդհանուր կուտակված շահույթից:

➤ Տարբեր ֆինանսական ընկերություններ: Այս խմբի մեջ մտնում են ներդրումային ընկերությունները, առևտրային բանկերը, ապահովագրական ընկերությունները, կենսաթոշակային ֆոնդերը և այլն:

➤ Ֆինանսական հաստատության և պետության համատեղ ծրագիր: Պետության զարգացման գերակա ուղղությունները հաճախ դառնում են ֆինանսական հաստատության հետաքրքրության առարկա, և ներդրումային ծրագրերը ֆինանսավորվում են պետության և ֆինանսական հաստատության ընկերության կողմից:

➤ Միջազգային ֆինանսական հաստատություններ: Համաշխարհային տարածում ունեցող ֆինանսական հաստատությունները ցածր եկամտաբերությամբ ներդրումներ են կատարում պետության զարգացման հեռանկար ստեղծող նախագծերում: Այս հաստատությունների թվին են դասվում Համաշխարհային բանկը, Չարգացման և վերակառուցման եվրոպական բանկը, Ասիական զարգացման բանկը և այլն:

➤ Գիտահետազոտական ֆոնդեր: Ֆինանսավորումը լինում է դրամաշնորհի տեսքով և չի ակնկալում տրամադրած ֆինանսական միջոցների վերադարձ:

➤ Ֆիզիկական անձանց խնայողություններ

Հայաստանում ցանկացած ներդրումային ծրագրի ֆինանսավորումը գտնվում է բավականին ցածր մակարդակում: Պետական ֆինանսավորումն անընդհատ կրճատվում է, ֆինանսական հաստատության ֆինանսավորումը թանկանում է, սեփական միջոցները չեն բավականացնում, ընկերությունների ղեկավարների մոտ ֆինանսական գիտելիքները չեն բավարարում ներդրումների այլ աղբյուրներ գտնելու համար: Ընդհանուր առմամբ այս խնդիրն առկա է զարգացող երկրների մեծամասնության մոտ: Ֆինանսական աղբյուրների բացահայտումն

ու օգտվելու հեռանկարների պարզաբանումը դառնում են պետության զարգացման կենսական անհրաժեշտությունը .

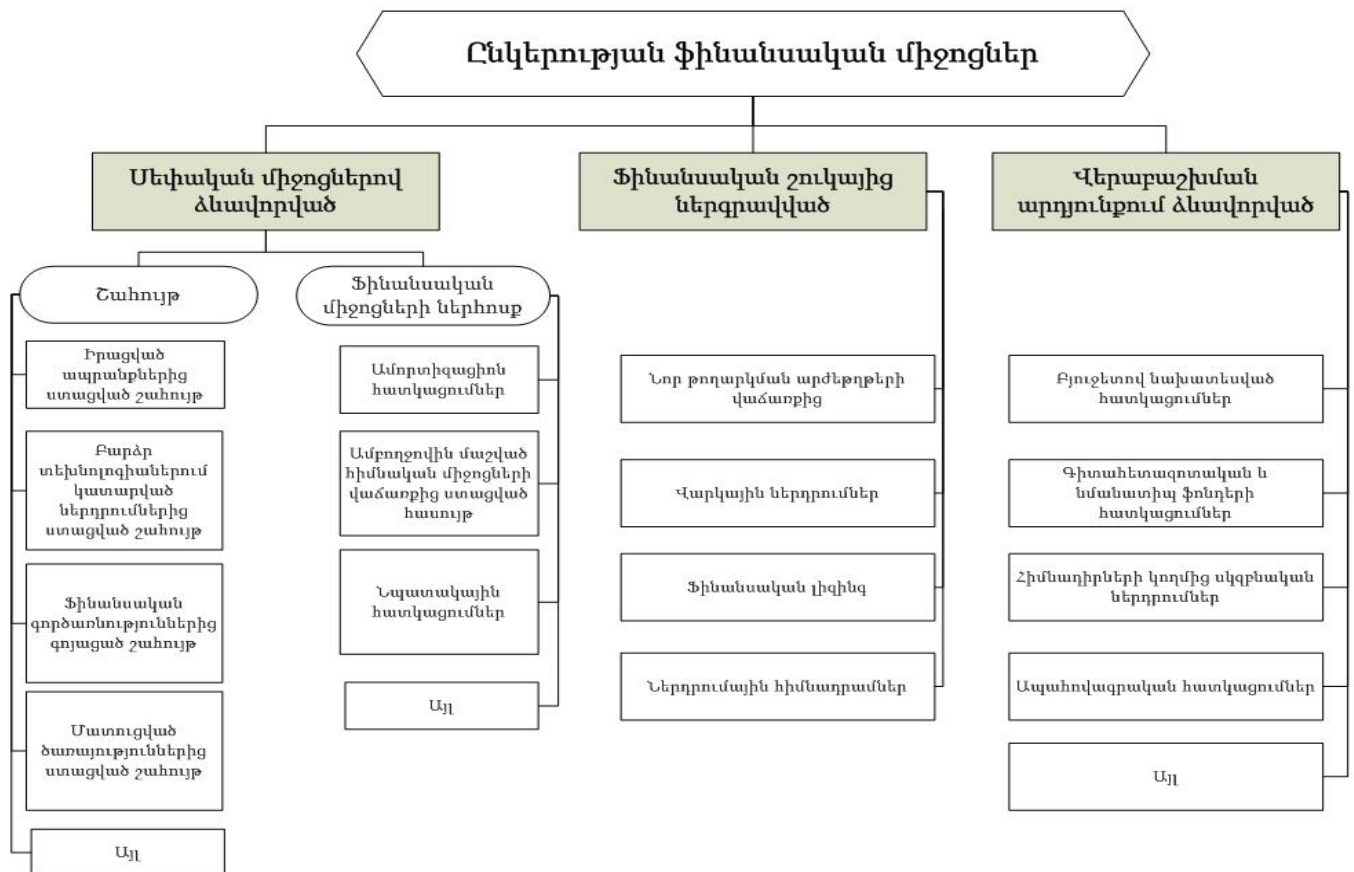
Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման մեթոդները բաժանվում են երկու խմբի՝ ուղղակի և անուղղակի¹⁸:

Ուղղակի ֆինանսավորման ամենատարածված աղբյուրներն են .

- Բանկային վարկ
- Արժեթղթերի թողարկում
- Ազատ ակտիվների վաճառքից կամ վարձակալությունից ստացված ֆինանսական միջոցներ
- Ներդրումային վարկ
- Կարճաժամկետ նախագծերից ստացված ֆինանսական միջոցներ
- Ընկերության ազատ ֆինանսական միջոցներ
- Ֆակտորինգ

Գծապատկեր 1.2-1: Ընկերության ֆինանսական միջոցների
կառուցվածքը

¹⁸ IT Industry, Information Technology Industry. <http://www.economywatch.com/business-and-economy/information-technology-industry.html>



Անուղղակի մեթոդն իրենից ներկայացնում է այնպիսի ֆինանսավորում, որը լինում է ոչ թե ֆինանսական միջոցների տեսքով, այլ տեխնիկական միջոցների, աշխատանքային և տեղեկատվական ռեսուրսների ներդրման տեսքով: Այսպիսի ներդրումների թվին են դասվում.

➤ Լիզինգի միջոցով ստացված հիմնական միջոցները

➤ Ռոյալթի վճարման հնարավորությամբ ստացված լիցենզիաները (վերջնական արտադրանքի վաճառքից ստացված շահույթի մասնաբաժնի տեսքով): Այսինքն՝ ընկերությունը լիցենզիայի համար վճարում է ոչ թե ձեռքբերման ժամանակ, այլ այդ լիցենզիայի օգտագործման արդյունքում ստեղծված նոր արտադրանքի վաճառքից հետո:

Մասնագետների խմբի ներգրավմամբ, որոնց հիմնական ներդրումը բարձր տեխնոլոգիաների զարգացման համար անհրաժեշտ գիտելիքներն են:

Անուղղակի ֆինանսավորման մեթոդի առավելությունն այն է, որ բարձր տեխնոլոգիաների հետազոտության և ստեղծման համար

անհրաժեշտ ռեսուրսները ընկերության կողմից ներգրավվում են միանգամից՝ առանց դրամական միջոցների «միջնորդության»¹⁹:

Պետական ֆինանսավորման համակարգ: Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում կատարված համապատասխան նորարարությունների նկատմամբ հետաքրքրություն ունեն շուկայում գործող գրեթե բոլոր ընկերությունները, սակայն ոչ բոլորն են ի վիճակի կատարել ներդրումներ այս ոլորտում: Ընդ որում զարգացող երկրներում ընկերությունները հազվադեպ են իրենց ֆինանսական միջոցները ներդնում բարձր տեխնոլոգիայի զարգացման ծրագրերում: Այս ենթատեքստում առավել կարևորություն է ստանում պետության դերը:

Բյուջետային ֆինանսավորումը համարվում է հետխորհրդային պետությունների ընկերությունների համար ներդրման ամենացանկալի աղբյուրը²⁰: Ամենայն հավանականությամբ, այս գործիքի նկատմամբ պահանջարկն ընկերությունների կողմից պայմանավորված է նրանով, որ խորհրդային միությունում պետական ֆինանսավորումն ամենաէժան և հաճախ վերադարձման կարիք չուներող ներդրման տեսակն էր: Անընդհատ աճող պահանջարկին հակադրվում է մի շարք պատճառներով պայմանավորված պետական ֆինանսավորման դինամիկ կրճատումը:

Ֆինանսավորման համակարգը հանդիսանում է բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի զարգացմանն ուղղված պետական ռազմավարության լծակներից կարևորագույնը: Այսինքն՝ ստացվում է մի իրավիճակ, երբ ֆինանսավորման ենթակա ծրագրերը շատ են, իսկ պետության ֆինանսական միջոցները սահմանափակ: Այս իրավիճակում հարկավոր է կատարել նպատակային ներդրումներ: Պետական ֆինանսավորման միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ պետությունը պետք է ֆինանսավորի այն ընկերություններին, որոնք այլ ֆինանսավորման աղբյուրից օգտվելու հնարավորություն չունեն: Այսինքն՝ ֆինանսավորման ենթակա պետք է լինեն ոչ թե այն ընկերությունները, որոնք մերժվել են ֆինանսական հաստատությունների կողմից ներդրումային ծրագրի

¹⁹ IT Industry, Information Technology Industry. <http://www.economywatch.com/business-and-economy/information-technology-industry.html>

²⁰ Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М.: Эдиториал УРСС, 2002. стр. 72-74

չափազանց բարձր ռիսկայնության պատճառով, այլ այն ընկերությունները, որոնք չեն կարողացել տրամադրել փոխառությունն ապահովող գրավ կամ ներդրման հետգնման ժամկետը բավականին երկար է, ընկերության բարձր տեխնոլոգիաների հետազոտությունն ու ստեղծումը ներդրումային տեսանկյունից հետաքրքրություն չունի, սակայն ունի սոցիալ-տնտեսական մեծ նշանակություն և այլն: Այս դեպքում և պետական ներդրումները կլինեն արդյունավետ, և ֆինանսական հաստատություններն ավելի ակտիվ մասնակցություն կունենան այս ոլորտի զարգացման գործում:

Այսպիսի ներդրումային ծրագրերի պետական ֆինանսավորումը կարող է լինել ինչպես ուղղակի ֆինանսավորմամբ, այնպես էլ ընկերության կողմից բարձր տեխնոլոգիաների հետազոտության համար բարենպաստ պայմանների ստեղծմամբ: Վերջինիս թվին են դասվում հարկային արտոնությունները, պետական հաստատությունների ներուժի անվճար օգտագործման հնարավորության տրամադրումը (օր.՝ պետական գիտահետազոտական կենտրոններ) և այլն:

Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի պետական ուղղակի ֆինանսավորման կարիք ունեցող ոլորտներն են²¹.

➤ Պաշտպանության ոլորտի ընկերությունները, որոնց հիմնական առաքելությունն է նոր և կատարելագործված ռազմական տեխնիկայի և զինամթերքի ստեղծումը: Այս ընկերությունների հիմնական հաճախորդը պետությունն է, և պետության համար ավելի էժան կլինի ներդրումային ծրագիր ֆինանսավորել, քան վերջնական արտադրանք գնել: Այս ոլորտը կարևոր է նաև նրանով, որ այստեղ առկա են ռազմական և պետական գաղտնիքի տարրեր, և պետական ֆինանսավորումը նվազեցնում է այդ գաղտնիքների բացահայտման ռիսկը:

➤ Ընկերություններ, որոնց հիմնական գործունեությունը չի կարող կատարելագործվել առևտրային նպատակներով: Այս ընկերությունների գործունեությունը և ներդրումը բարձր

²¹ “Financial technology”, Roy S. Freedman, 1st edition, 2006, p. 42

տեխնոլոգիաների ոլորտում կենսական անհրաժեշտություներ ունեն հասարակության համար: Այս ընկերությունների թվին են դասվում առողջապահության, կրթության, մշակույթի, էկոլոգիայի ոլորտի կազմակերպությունները, որոնց հիմնական աշխատանքը բնակչության կյանքի պայմանների լավացումն է: Այս ոլորտի ընկերությունների գործունեությունն իրենից ենթադրում է անընդհատ և հաճախ զերադարձվող ֆինանսավորման առկայություն: Այսպիսի պայմաններում այդ ընկերությունների՝ բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում հետազոտությունները կատարվում են կամ պետական ֆինանսավորմամբ, կամ այլ ընկերությունների բարեգործական հատկացումներով:

➤ Պետական գիտահետազոտական ռազմավարական ինստիտուտները: Այս կազմակերպությունները կարող են ապահովել շահույթ, սակայն պետության համար կարևոր ոլորտում բարձր տեխնոլոգիաների հետազոտությունների պատճառով ֆինանսավորվում են պետության կողմից:

Այս բոլոր ոլորտներում պետությունը կատարում է բարձր տեխնոլոգիաների ֆինանսավորում, և այդ ֆինանսավորումն առաջին հերթին ուղղված է պետական անվտանգության և սոցիալ-տնտեսական վիճակի բարելավմանը, որից հետո միայն կարող են օգտագործվել առևտրային նպատակներով:

Պետության հետաքրքրությունը բարձր տեխնոլոգիաների զարգացման մեջ պայմանավորված է ներդրումների հետզնման երկար ժամկետով, ներդրումների այնպիսի ծավալներով, որոնց կատարման համար հետաքրքրված ներդրողները բավականաչափ ֆինանսական միջոցներ չունեն, բարձր տեխնոլոգիաների ներմուծում դեպի պետական ռազմավարական ոլորտներ և այլն:

Առանձնացվում են բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի պետական օժանդակության հետևյալ տեսակները²².

➤ Պետական վարկավորման տրամադրում, որը ենթակա է վերադարձման:

²² 3.А.Сабов «Финансирование и инвестиции» 2000г., стр. 96

➤ Պետական անհատույց ֆինանսավորում՝ սուբսիդիաներ, տրանսֆերտներ և այլն:

➤ Ընկերության բաժնետոմսերի մի մասի գնում պետության կողմից: Միջազգային փորձի համաձայն՝ պետությունը ներդրում է կատարում հասարակ բաժնետոմսերում, եթե ընկերությունն ունի կոնսոլիդացված ֆինանսավորման պայմանավորված ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման կարիք, և արտոնյալ բաժնետոմսերում, երբ ընկերությունը ծանր ֆինանսական վիճակում է, և պետական ֆինանսավորումը կենսական անհրաժեշտություն է:

➤ Ընկերության բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերում ներդրողներին ներդրված ֆինանսական միջոցների մասնակի կամ ամբողջությամբ վերադարձման երաշխիքների տրամադրում: Այս կետի իմաստով հիմնականում ներդրողներ են հանդիսանում առևտրային բանկերը, որոնց կողմից հատկացված ֆինանսավորման ապահովումը ֆինանսների նախարարության կողմից տրամադրված երաշխիքն է:

Հարկ է նշել, որ պետական ֆինանսավորումը պետք է լինի մրցութային: Այսինքն՝ պետական ֆինանսավորման համար հայտարարվում է մրցույթ, որին մասնակցող ընկերությունները ներկայացնում են միջազգային ստանդարտներին համապատասխան բիզնես պլան, որից հետո միայն ընտրվում է ֆինանսավորման ենթակա ներդրումային ծրագիրը: Չարգացած երկրներում պետական ֆինանսավորման ընդունված պայման է ներդրումային ծրագիր ներկայացնողի կողմից ներդրման ենթակա գումարի 20 տոկոսի վճարումը: Ոչ սոցիալական ուղղություն ունեցող նախագծերի նկատմամբ պետությունը սահմանում է 2-5 տարվա հետզնման ժամկետ՝ կախված ծրագրի առանձնահատկություններից:

Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային նախագծերի պետական անուղղակի ֆինանսավորման տարրերից հարկային արտոնությունների թվին են դասվում առանձին տնտեսվարող սուբյեկտներին կամ առանձին գործունեության տեսակներին ամբողջությամբ կամ մասնակի, ժամանակավոր կամ անժամկետ հարկերի որոշ տեսակներից ազատելը: Իսկ ներդրումային հարկային վարկը հարկի վճարման ժամկետների փոփոխություններն

են, որի իմաստն ընկերության համար հարկային պարտավորությունների հետաձգումն է, իսկ ընկերությունը կառավարության կողմից սահմանված ժամկետից հետո պարտավոր է նշված քանակությամբ կամ դրույքով հարկ վճարել: Հարկային պարտավորություններն այնքան են հետաձգվում, որ ընկերության կողմից ամբողջությամբ հավաքագրվում են ներդրումային ծրագրի ֆինանսավորման համար անհրաժեշտ միջոցները, և հնարավոր է դառնում ներդրումային ծրագիրն իրականացնել: Այս գործիքից օգտվում են գործող ընկերությունները, որոնք արդեն ունեն արտադրական ցիկլ: Ներդրումային հարկային վարկի տոկոսադրույքը հիմնականում սահմանվում է Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի 0.5-0.75 մասը²³: Այս գործիքի առանձնահատկությունը կայանում է նրանում, որ պետությունը ներդրում է կատարում ոչ թե առկա ֆինանսական միջոցներից, այլ սպասվող հարկային ներհոսքից:

Պետական անուղղակի ֆինանսավորման տեսակ է նաև արագացված ամորտիզացիա կատարելու իրավունքի տրամադրումը: Պետությունը հնարավորություն է տալիս ընկերությանը իրացնել հիմնական միջոցների արագացված մաշվածության համար հատկացվող ֆինանսական միջոցները, ինչի հետևանքով նվազում է հարկային պարտավորության չափը: Այս դեպքում ընկերությունը ամորտիզացիայի համար հատկացված միջոցները կարողանում է օգտագործել բարձր տեխնոլոգիաների հետազոտության կամ ձեռքբերման համար: Արագացված ամորտիզացիայի ժամանակ առավելագույն մաշվածության հատկացումները կարող են լինել ստանդարտ հատկացումների կրկնապատկի չափով:

Բոլոր երկրներում ներդրումային ծրագրերի պետական ֆինանսավորման համար անհրաժեշտ հիմնական հատկանիշը պետական, հասարակական և սոցիալ-տնտեսական նշանակությունն է:

Շուկայական հարաբերություններում ճյուղային, միջճյուղային կամ տնտեսության բարձր տեխնոլոգիաների զարգացման և ժամանակակից արտադրանք թողարկելու համար սովորաբար օգտագործվում են ոչ պետական ֆինանսավորման

²³ Положение по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций (дов. письмом Минфина РФ от 30.12.93 № 160), стр. 5-9

աղբյուրները: Վերջիններիս թվին է դասվում ընկերության սեփական միջոցների ներդրումը բարձր տեխնոլոգիաների ծրագրերում²⁴: Ընկերությունն է նախաձեռնում և ներդնում նոր կառուցողական և տեխնիկական լուծումները, որոնց համար ընկերությունն իր հնարավորությունների սահմաններում կատարում է ներդրումներ: Այդ միջոցների թվին են դասվում չբաշխված շահույթը և կուտակված ամորտիզացիան:

Կազմակերպությունն իր ֆինանսական միջոցները հիմնականում ներդնում է այն ներդրումային նախագծերում, որոնք ուղղված են արտադրության արդիականացմանը և ընդլայմանը, գիտական հետազոտությունների իրականացմանը, տեխնոլոգիական նոր լուծումների մշակմանը, նոր մրցունակ ապրանքի կամ ծառայության ներդրման համար անհրաժեշտ տեխնիկայի ձեռքբերմանը և այլն: Այսինքն՝ ընկերության ներդրման նպատակը ռեսուրսատեխնիկական բազայի կատարելագործումն է:

Հաճախ ընկերությունները չեն կարողանում կուտակել բավականաչափ ամորտիզացիա և չբաշխված շահույթ, որպեսզի կարողանան իրականացնել բարձր տեխնոլոգիաների ներդրման ծրագիրը: Այս դեպքում ընկերությունը կարող է թողարկել նոր արժեթղթեր: Սակայն այս գործիքից կարող են օգտվել միայն բաժնետիրական ընկերությունները:

Ընդհանրապես, բաժնետիրական ընկերություններն ունեն ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու ամենալայն հնարավորությունները: Օրինակ՝ Նրանք կարող են իրենց արժեթղթերը տեղաբաշխել մեծ քանակությամբ ներդրողների շրջանում:

Արժեթղթերի թողարկումն իրենից ներկայացնում է բավականին բարդ և պատասխանատու աշխատանք, որը պահանջում է բարձր մասնագիտական գիտելիքներ և հմտություններ: Փորձը ցույց է

²⁴ Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М.: Эдиториал УРСС, 2002, стр. 69-70

տալ իս, որ լրացուցիչ արժեթղթերի թողարկումը պայմանավորված է լինում հետևյալ գործոններով²⁵.

➤ Բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրումային ծրագրերի համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու համար

➤ Նյութատեխնիկական բազայի վերակառուցման և զարգացման նպատակով անհրաժեշտ վերակառուցողական աշխատանքներ իրականացնելու համար

➤ Բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրման համար անհրաժեշտ հիմնական և շրջանառու միջոցների գնման համար

➤ Ընկերության ֆինանսական կայունության համար: Այս նպատակի համար ներգրավված միջոցներով ընկերությունը ֆինանսական վիճակի բարելավում է կատարում, հետագայում բանկային վարկ վերցնելու համար:

➤ Այլ նպատակներ, որոնք հատուկ են առանձին ընկերության համար:

Արժեթղթերի տեղաբաշխման ռազմավարության ընտրության առաջին քայլը տեղաբաշխման ձևն է՝ հրապարակային կամ փակ տեղաբաշխում²⁶: Ընդհանուր առմամբ՝ արժեթղթերի թողարկումն ու տեղաբաշխումը հնարավոր է իրականացնել տարբեր մեթոդների օգտագործմամբ, որոնցից յուրաքանչյուրն ունի իր յուրահատկությունները և պահանջում է հատուկ ռազմավարություն: Սակայն այս ամենից զատ, նրանցից յուրաքանչյուրի մշակման ժամանակ հարկավոր է ուշադրություն դարձնել հետևյալ նրբություններին²⁷.

1. Ընկերությունը կառավարման իրավունք ընձեռող բաժնետոմսերի խնդիր: Եթե ընկերությունն արդեն գործում է, և բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրումային նախագիծը մշակվել է նոր արտադրանք ստեղծելու համար, ապա նպատակահարմար չէ մեծ ներդրումների պատճառով կորցնել ընկերության կառավարումը: Ներդրողները կարող են բարձր շահույթի համար վերակազմավորել ընկերությունը: Նպատակահարմար է նաև ուսումնասիրել նոր

²⁵ Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М.: Эдиториал УРСС, 2002.стр. 67-69

²⁶ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք

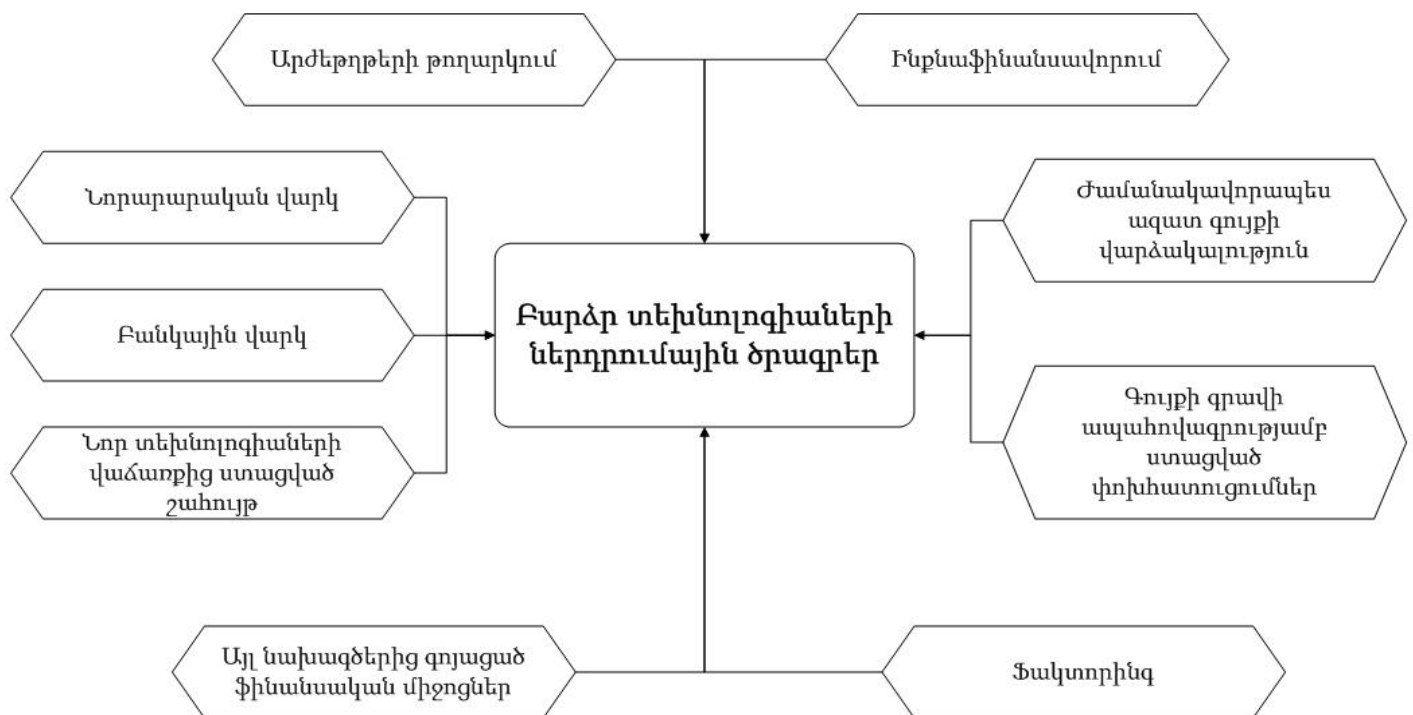
²⁷ Эффективный рынок капитала: экономический либерализм в государственное регулирование / Под ред. И.В. Костикова -2004. стр. 35

բաժնետերերին, քանի որ մոտ ապագայում ընկերության կառավարումը պետք է իրականացվի նրանց:

2. Ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման համար թողարկվող բաժնետոմսերի տեղաբաշխման ժամանակ հարկավոր է հստակ հայտարարել նախագծի նպատակը, կատարման ժամկետը, առկա ռիսկերը և անհաջողության հասնելու դեպքում առաջացող խնդիրների լուծման տարբերակները: Այս սահմանումը տալուց հետո հնարավոր է խուսափել հետագա անհամաձայնության լեններից:

Ժամանակակից գործարար հարաբերության լենների ժամանակ կարևոր է ուշադրություն դարձնել բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման համար ներգրավվող ֆինանսական միջոցների ներգրավմանն ուղղված կոմերցիոն վարկին: Այս ֆինանսական գործիքն անընդհատ զարգանում է, և ժամանակի ընթացքում ի հայտ են գալիս ավելի նեղ թիրախային խումբ ունեցող վարկեր:

Գծապատկեր 1.2-2: Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման աղբյուրների տեսակները



Կոմերցիոն վարկի տեսակների տարբերությունը վարկի տրամադրման պայմանների, մարման և բանկային վերահսկողության ծակների մեջ է: Երկարաժամկետ վարկավորումը հիմնված է ինուվեյթի սկզբունքների վրա՝ ապահովվածություն, ժամկետայնություն և վերադարձման հնարավորություն: Կոմերցիոն վարկի կարևորությունը կայանում է նրանում, որ գրեթե ցանկացած երկրի օրենսդրություն բանկերին թույլ է տալիս ճկունությամբ և ցուցաբերել վարկի նոր տեսակի պայմանների սահմանման ժամանակ: Ժամանակակից տնտեսության համար կարևոր առաջընթաց է վարկի տրամադրման պայմանագրային բազիսը, որն իրենից ներկայացնում է տվյալ վարկի պայմանների սահմանման հիմնական փաստաթուղթ: Այսինքն՝ վարկավորման հիմնական պայմանները համաձայնեցվում են բանկի և ընկերության միջև, ինչը բանկին հնարավորություն է ընձեռում յուրաքանչյուր վարկառուին առաջարկել վերջինիս համար ավելի հարմար պայմաններով ֆինանսավորում:

Այս ենթագլխում տեղ գտած ուսումնասիրությունները թույլ են տալիս փաստել բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման մեթոդների բազմազանությունը, միևնույն ժամանակ արձանագրել դեպրզիտար ստացականների հարմարությունը ֆինանսական միջոցների և ժամանակի խնայման տեսանկյունից:

1.3. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՈԼՈՐՏԻ ՉԱՐԳԱՅՄԱՆ ՄԱԿԱՐԴԱԿԸ ՀՀ-ՈՒ Մ

Ներկայ ու մս լ այ նորեն ընդունելի է այն փաստը, որ համաշխարհային տնտեսության աճի արագ տեմպերը վերջին տասնամյակում պայմանավորված են տեղեկատվական և բարձր տեխնոլոգիաների բնագավառում կատարված նորամուծություններով և տարբեր արդյունաբերական ճյուղերում դրանց կիրառմամբ: Դեռևս Խորհրդային Միության իշխանության տարիներին, լինելով ծրագրային ապահովման մշակման, արդյունաբերական հաշվարկման, էլեկտրոնիկայի, կիսահաղորդիչների արտադրության կենտրոն և պահպանելով տեխնոլոգիական ոլորտում զարգացման մեծ ներուժը, Հայաստանը շարունակում է տարածաշրջանում առաջատար դիրքեր զբաղեցնել տեղեկատվական և բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում, ինչը պայմանավորված է իր բավականին բարձր մրցակցային ներուժ ունեցող աշխատուժով, ՀՆԱ-ում ունեցած իր մասնաբաժնով, ինչպես նաև ընկերությունների թվի ու ընդհանուր շրջանառության աճի տեմպերով:

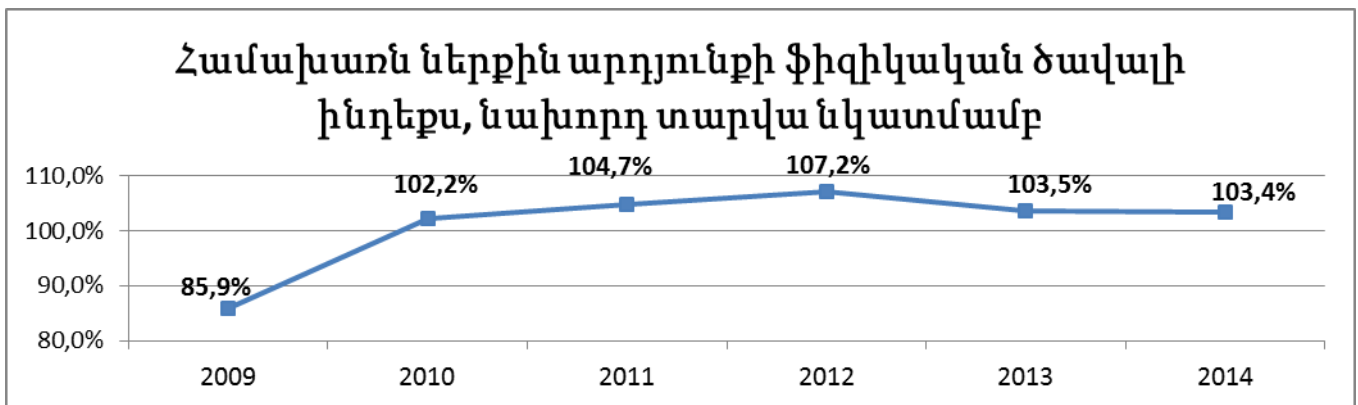
Մինչ բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի արդի մակարդակի վերլուծությունը, անհրաժեշտ է ուսումնասիրել Հայաստանի տնտեսության վիճակը վերջին տարիներին:

2014-2015 թվականները Հայաստանի համար մոտ ապագայում տնտեսական աճի վատատեսական զարգացումներ են խոստանում: Արձանագրվել են մի քանի փաստ.

➤ Նվազում է Հայաստանի համախառն ներքին արդյունքի ֆիզիկական ծավալի աճի տեմպը՝

Գծապատկեր 1.3-1²⁸: ՀՆԱ ֆիզիկական ծավալի ինդեքս՝ նախորդ տարվա նկատմամբ

²⁸ Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն (armstat.am)



- Աճ ու մ է արտաքին պետական պարտքը²⁹
- ԱՄՆ դոլ ար/ՀՀ դրամ միջին փոխարժեք³⁰
- 2015 թվականի հունվարի 30-ին մեկ մակարդակով նվազել է արտարժույթով և ազգային արժույթով Հայաստանի երկարաժամկետ պարտավորությունների վարկանիշը (BB- → B+): Երկրի վարկանիշի վերին սահմանաչափն է BB-:³¹
- 2015-2016թթ-ի համար ԿԲ կանխատեսում է մասնավոր սպառման և ներդրումների կրճատում:

Այս փաստերը վկայում են, որ Համախառն ներքին արդյունքի աճի տեմքը ոչ միայն կդանդաղի, այլ նաև կարող է նվազել:

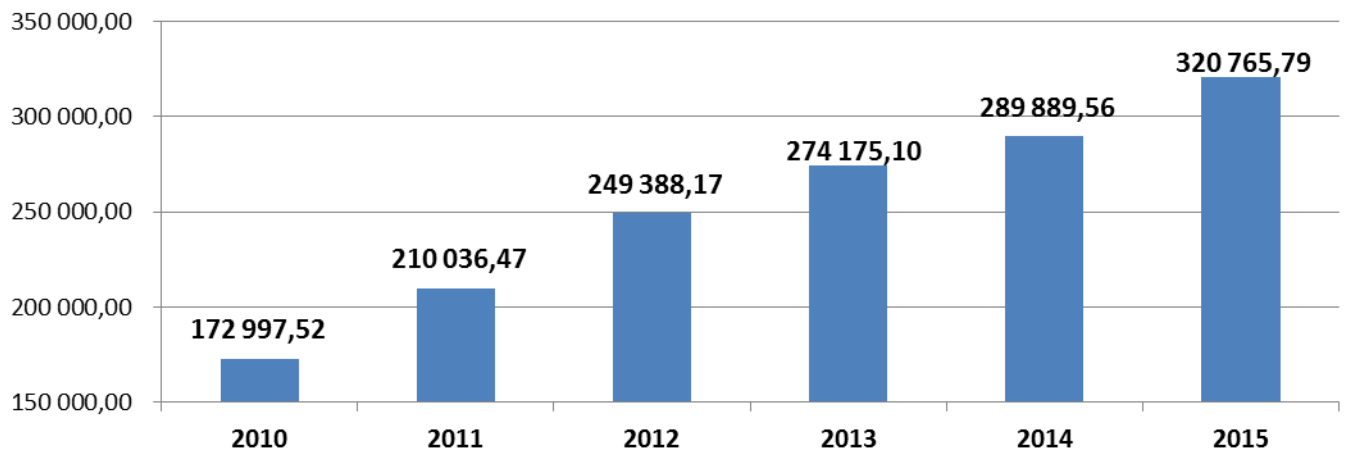
Գծապատկեր 1.3-2: Ծրցանառությամբ մեջ առկա պետական պարտատոմսերի ծավալը

²⁹ Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսների նախարարություն - <http://minfin.am/index.php?cat=79&lang=1>

³⁰ Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ (cba.am)

³¹ Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի Գնաճի հաշվետվություն (Դրամավարկային քաղաքականության ծրագիր I եռամսյակ 2015թ. Դրամավարկային քաղաքականության 2014թ. IV եռամսյակի ծրագրի կատարման հաշվետվություն)

Շրջանառության մեջ առկա պետական պարտատոմսերի ծավալ (մլն. դրամ)



Ներդրումային միջավայրն ուսումնասիրելիս հարկավոր է ուսումնասիրել հայկական ընկերություններում ներդրումային որոշումների գնահատման խնդիրները, որոնք անմիջապես ազդում են ներդրումային միջավայրի գրավչության վրա: Ռեսուրսների ներդրման մասին որոշումները հանդիսանում են բիզնեսի՝ որպես համակարգ առաջատար գործոններից մեկը: Բաժնետիրական կապիտալի արժեքի ձևավորման համար ամենաեական նշանակությունն ունեն խելամիտ ներդրումները, որոնց միջոցով իրագործվում, լուծվում են ձեռնարկության ռազմավարական խնդիրները:

Անհրաժեշտ է նշել, որ ներքին աղբյուրներից պետական պարտատոմսերով ներգրավված միջոցների ծավալներն աճի տեմպ ունեն և շրջանառության մեջ առկա պարտատոմսերի ծավալը վերջին տարիներին աճում է, ինչն ավելացնում է Հայաստանի Կառավարության պարտավորությունները (Գծապատկեր 2.2-15³²):

Անկախ նրանից, թե ենթադրվում է միջոցները ներդնել նոր սարքավորումների ձեռքբերման, գիտահետազոտական աշխատանքների, մարքեթինգային ծրագրերի իրականացման, շրջանառու կապիտալի մեծացման, այլ կազմակերպությունների կլանման թե ֆինանսական գործիքների մեջ, անհրաժեշտ է համադրել այսօր ծախսվող ռեսուրսները ապագայում ակնկալվող դրամական հոսքերի հետ: Ըստ էության նման գործընթացն իրենից

³² ՀՀ ֆինանսների նախարարություն - <http://minfin.am/index.php?cat=128&lang=1>

Ներկայացնում է նախագծի արժեքի որոշման փուլը, որի արդյունքը մուտքային և ելքային դրամական հոսքերի կոմբինացիայի տնտեսական արժեքի որոշումն է: Խնդիրն այն է, որ պետք է հաշվի առնել ապագա պայմանները, որոնց բնութագրական է անորոշության և ռիսկի բավականին բարձր մակարդակ: Ներդրումային որոշումներ կայացնելիս կարևորվում է այնպիսի գործոնների գնահատումը, ինչպիսիք են՝

- ընկերության ռազմավարական հեռանկարները,
- որոշումների ընդունման հիմնական, ընդհանուր սկզբունքները,
- ներդրումային վերլուծության մանրամասները,
- տնտեսական ցուցանիշների կիրառությունը և այլն:

Ներդրումային նախագծի վերլուծությունը և ընտրությունը ենթադրում է մի շարք պրոցեսների համադրում՝ կապիտալ ներդրումների բյուջեների համադրում, կապիտալի բյուջետավորում:

Արդյունքում ընկերությունն ստանում է դրամական հոսքերի բյուջեն, որոնք առանձին-առանձին և ընդհանուր պետք է բերեն տնտեսական շահույթ և ապահովեն, երաշխավորեն ապագայում բիզնեսի արժեքի ստեղծման հեռանկարը:

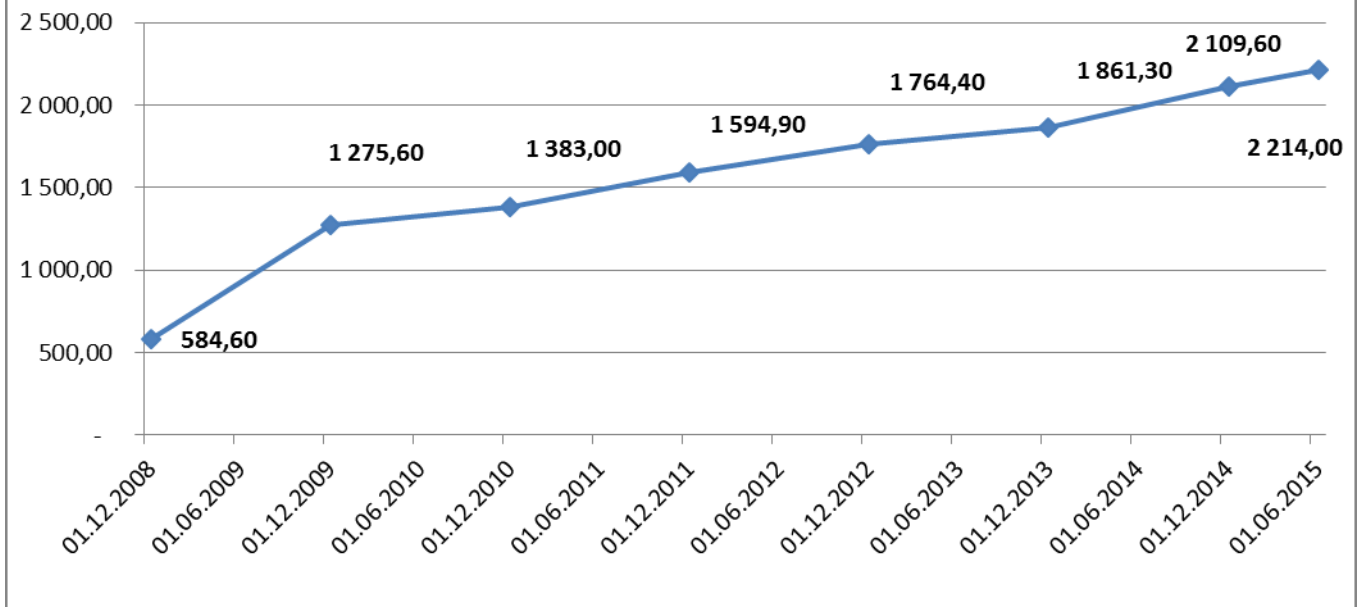
Այսպես՝ ներդրումային որոշումների կայացման հիմնական սկզբունքներն են.

- խնդրի սահմանումը,
- տարբեր ներդրումային նախագծերի փոխադարձ կապը,
- ապագա ծախսերի ու հասույթի հաշվարկը,
- ինկրեմենտալ դրամական հոսքերը և գործին առնչվող հաշվառման տարրերը,

“խորտակված” (sunk costs)՝ անցյալում կատարված և ապագայում չկիրառվող ծախսերը:

Գծապատկեր 1.3-3: ՀՀ պետական պարտքի մակարդակ

ՀՀ պետական պարտք (մլրդ դրամ)



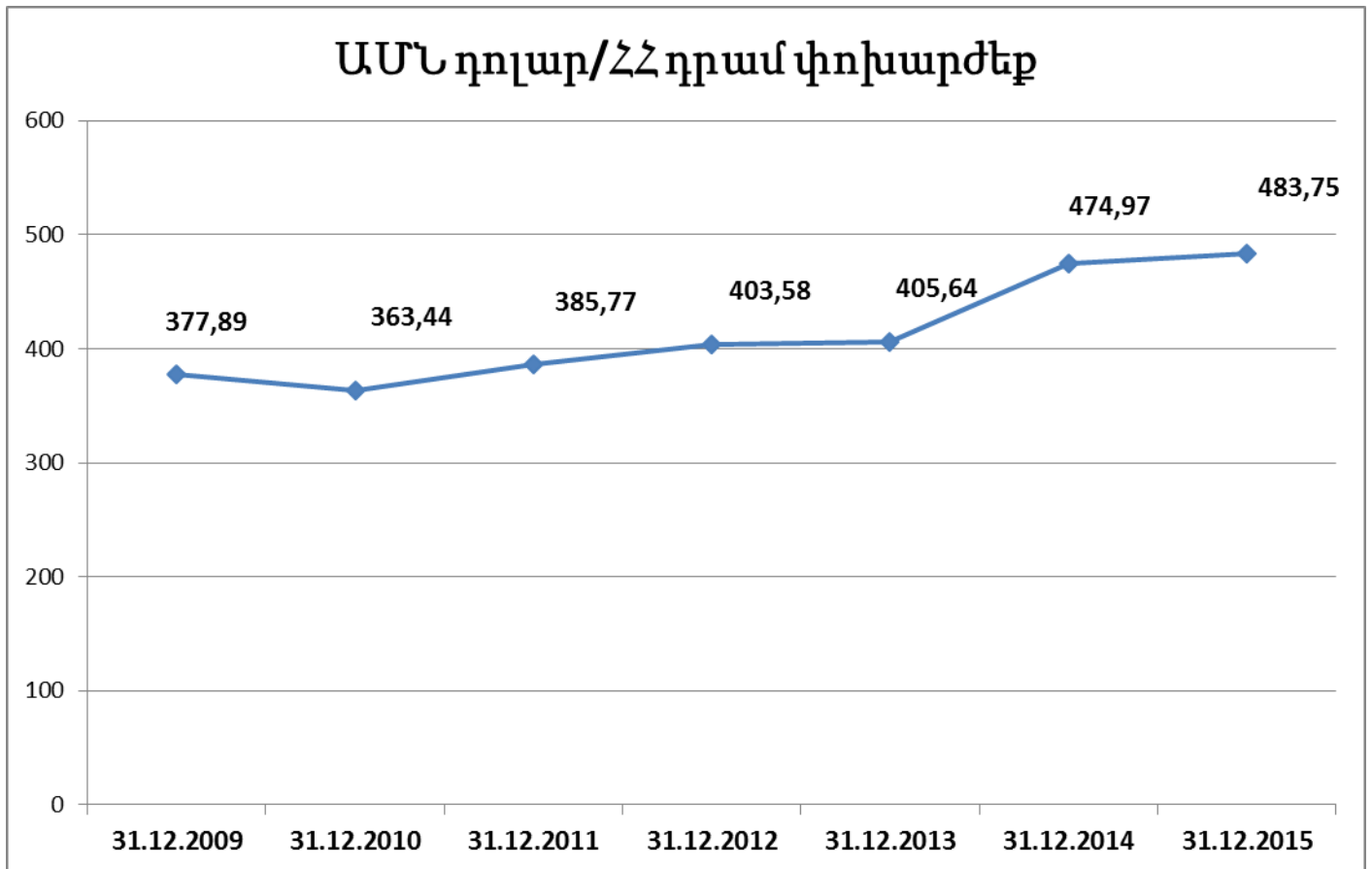
Ֆինանսների տեսուչյան և պրակտիկայի կարևորագույն խնդիրներից է ներդրումային ծրագրերի գնահատումը: Այս խնդիրն առավելագույնս կարևորվում է շուկայում մրցակցության աստիճանի բարձրացման, նորանոր մրցակիցների ի հայտ գալու, արժեքավոր գաղափարների արագ “պատճենահանման” պարագայում: Խստացող մրցակցության պայմաններում գոյատևելու համար ձեռնարկությունները պետք է կարողանան գտնել սահմանափակ ռեսուրսների ներդրման ամենաարդյունավետ անապահները:

Պետք է նկատել, որ շատ ավելի դժվար է գտնել շահութաբեր ծրագրեր, քան գնահատել դրանք:

Ֆինանսական տեսուչյունը բազմաթիվ մեթոդներ է տրամադրում ծրագրերի գնահատման համար, մինչդեռ այդ ծրագրերը գտնելը հենց իրենց՝ ձեռնարկությունների գործն է: Ընդ որում, շահութաբեր ծրագրերի փնտրտուքի ժամանակ չպետք է թերագնահատել այն գործոնը, որ եթե այդպիսի ծրագրերը գտնված են և դրանք իրականում սկսում են շահույթներ ապահովել, ապա մրցակիցներն արագորեն կներխուժեն տվյալ շուկա՝ իրենք նույնպես ակնկալելով օգտվել տվյալ ճյուղի (ծրագրի, գաղափարի) ընձեռած հնարավորություններից: Նոր “խաղացողների” հայտնվելն, իր հերթին, արագորեն կհանգեցնի գերշահույթների, եթե այդպիսիք

տեղ ունեն, արագ փոշիացմանը, ինչպես նաև կարող է հանգեցնել շահույթների միևնույն ժամանակահատվածում ու անգամ վերացմանը: Հետևապես, չպետք է մոռանալ, որ առաջին հայացքից խիստ շահույթաբեր թվացող ծրագրերը ոչ միշտ են այդպիսին:

Գծապատկեր 1.3-4: ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեք



Շահույթաբեր ծրագրեր գտնելու նպատակով է, որ ձեռնարկությունները ստեղծում են, այսպես կոչված, հետազոտությունների և զարգացման ստորաբաժանումներ (R&D departments): Կախված ճյուղից և ձեռնարկության մրցակցային դիրքից՝ այդ բնագավառում կատարվող ծախսերը կարող են կազմել ընդհանուր ծախսերի մի քանի տոկոսից մինչև տասնյակ տոկոսներ: Ավելին, շատ ֆիրմաներ առանձնակի կարևորում են ֆիրմայի մյուս բոլոր ճյուղերից եկող նորարարական առաջարկները: Այս առումով հայտնի է «Ֆորդ Մոթորս»-ի փորձը, որը, հետազոտությունների վրա կատարվող նշանակալի ծախսերից բացի, զգալի միջոցներ է ծախում նաև նորարարական առաջարկների համար պարգևատրելու ուղղությամբ: Համարվում է, որ հենց այդ գործոնն է օգնել Ֆորդին՝ գոյատևելու ճապոնական ավտոարտադրողների մրցակցությանը:

Ազատ դրամական միջոցների նկատմամբ պահանջարկը միշտ առկա է եղել ինչպես զարգացող, այնպես էլ զարգացած երկրների համար: Ֆինանսական վերլուծությունը ներդրումները դասակարգում է որպես համախառն ներքին արդյունքի «ամենակամակոր» հատվածը, որը չափազանց բարդ է կառավարել:

Համաձայն ՀՀ պետական եկամուտների կոմիտեի կողմից հրապարակվող 1000 խոշոր հարկատուների ցուցակի՝ 2015թ. չորրորդ եռամսյակում Հայաստանի SS ոլորտի առաջատար 7 ընկերությունները միասին պետական բյուջե են վճարել մոտ 3 մլրդ դրամ հարկ, որոնցից ուղղակի են 94.5%-ը³³:

Յուրաքանչյուր տարի «Ձեռնարկությունների ինկուբատոր» հիմնադրամն իրականացնում է Հայաստանում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի՝ մասնավորապես տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի, ուսումնասիրություն, որն իրենից ներկայացնում է տվյալ տարում այս ոլորտի փաստացի վիճակը և զարգացման հեռանկարները: Ընդհանուր ոլորտի շրջանառությունը, որը կազմված է ծրագրային ապահովման և ինտերնետ ծառայությունների ոլորտներից, հասել է 474.9 մլն. ԱՄՆ դոլար, ինչը 2013 թվականի համեմատ 25.2% աճի³⁴:

«Ձեռնարկությունների ինկուբատոր» հիմնադրամի կողմից իրականացրած վերոնշյալ ուսումնասիրությամբ պարզ է դառնում, որ Հայաստանում մրցակցային բարձր առավելություններ ունեցող տեխնիկական աշխատուժի շնորհիվ SS խոշոր ընկերությունների և վերազգային կազմակերպությունների համար նպաստավոր ու շահավետ ներդրումային պայմաններ են ապահովվում: Հաշվարկվել է, որ այս մրցունակ մասնագետները տարեկան մինչև 46,000 ԱՄՆ դոլարի արտադրողականություն են ապահովում իրենց ընկերությունների համար³⁵:

³³ Պետական եկամուտների կոմիտե - <http://www.taxservice.am/Content.aspx?itn=TILists>

³⁴ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 3-10

³⁵ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 3-10

Հայաստանյան Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի ընկերությունների հիմնական մասնագիտացումներն են՝

- ներկառուցված ծրագրային ապահովման մշակում
- կիսահաղորդիչների նախագծում
- ֆինանսական ծրագրերի մշակում
- մուլտիմեդիային նախագծում,
- վեբ ծրագրավորում,
- տեղեկատվական համակարգեր
- համակարգերի ինտեգրում:

Հայաստանը լուրջ նվաճումներով առանձնանում է հատկապես կիսահաղորդիչների նախագծման ծրագրերի և դրանց հարակից մտավոր սեփականության օբյեկտների ստեղծման բնագավառում:

«Ներկայումս Հայաստանի տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտում գործում են ավելի քան 390 ընկերություններ, որոնք ապահովում են տարեկան միջինում քսան տոկոս աճ: Այս ընկերությունների իննսուն տոկոսը տեղակայված է Երևանում, մարզային զարգացման ծրագրերի շրջանակում կրթական և գործարար ենթակառուցվածքների զարգացման շնորհիվ գործող ընկերությունների թիվը տարեցտարի աճում է ՀՀ-յի մարզերում, հատկապես Շիրակի և Լոռու մարզերում»³⁶:

Երեսուներորս նոր ընկերություններ են հիմնադրվել 2013-14 թթ., որոնցում ստեղծվել են ավելի քան երեք հարյուր նոր աշխատատեղեր³⁷: 2014 թվականի արդյունքում մոտ հազար հարյուր նոր աշխատատեղեր են ստեղծվել³⁸:

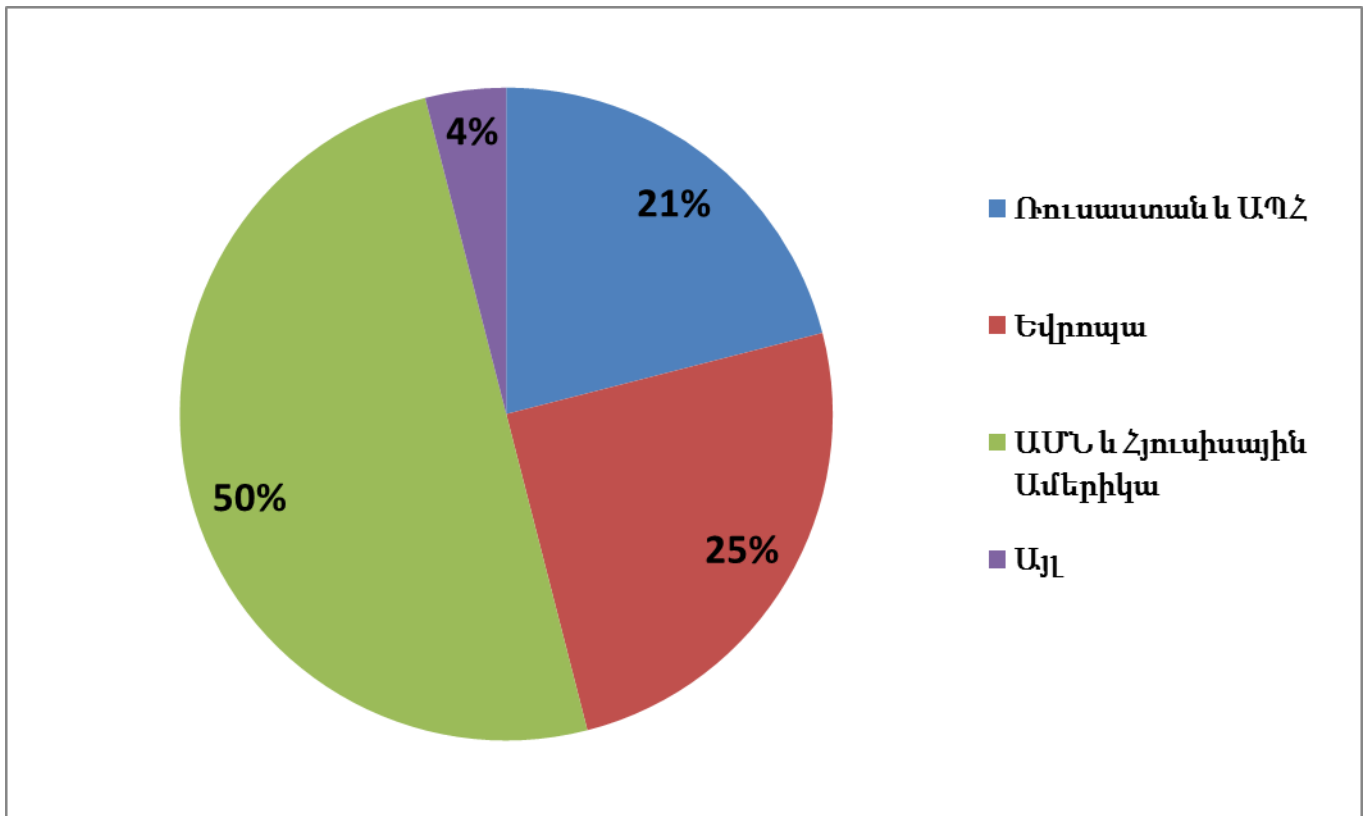
Գծապատկեր 1.3-1: Արտերկրների մասնակցությամբ
ընկերությունների բաշխում³⁹

³⁶ «Ձեռնարկությունների ինկուբատոր» հիմնադրամի ղեկավար Բագրատ Ենգիբարյան

³⁷ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ, Էջ 3-10

³⁸ Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն
պաշտոնական համացանցային էջ (armstat.am), Տարեգիրք 2014

³⁹ Հայաստանի տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտ. հրապարակված 2010թ. USAID միջոցով



Հայաստանը տարածաշրջանի այլ երկրների նկատմամբ ունի մի միջարք մրցակցային առավելություններ, որոնցից են՝

- միջազգային չափանիշներին համապատասխանող գիտահետազոտական և փորձարարական աշխատանքների իրականացման կարողություններ

- տեխնիկական հմտություններով և անգլերենի իմացությամբ բարձրակարգ մասնագետների առկայություն, որոնք գործում են ֆիզիկայի, ճարտարագիտության, մաթեմատիկայի և ինֆորմատիկայի բնագավառներում,

- Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների և հարակից մասնագիտացումներով հիմնարար ծրագրեր,

- բարձր մրցակցային մակարդակ ունեցող համեմատաբար էժան աշխատուժ և ցածր գործառնական ծախսեր,

- պետության կողմից ներդրումային դաշտը բարելավելու պատրաստակամություն:

Հայաստանի բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ենթաոլորտը բավականին երիտասարդ է. ընկերությունների ավելի քան 80%-ը հիմնադրվել է 2000-2009թթ.⁴⁰:

Համաձայն պատմական զարգացման՝

- SS ոլորտի առաջին մասնավոր տեղական ձեռնարկությունը հիմնվել է 1987թ.,

- 1991-1997թթ. տեխնոլոգիական ոլորտն ունեցել է ծանր անցումային շրջան, երբ տնտեսությանը անկումային վիճակը, տարածաշրջանային հակամարտությունները և բարձրակարգ մասնագետների արտագաղթը զգալիորեն խոչընդոտել են տնտեսության ընդհանուր վերականգնումը⁴¹:

- 1998թ. դրությամբ Հայաստանում գործում էին 3540 ծրագրավորող ընկերություններ և ինտերնետային կապի ծառայություն մատուցող ձեռնարկություններ, որտեղ՝ աշխատում էին ավելի քան 1000 մասնագետներ:

- 1998թ. ոլորտում աշխատող մասնագետների թիվը ցածր էր 1987թ. գրանցած ցուցանիշից, երբ միայն երեան քաղաքի մաթ. մեքենաների գիտահետազոտական ինստիտուտն ուներ մինչև 10000 աշխատակից⁴²:

- Վերջին տասնմեկ տարիների ընթացքում ոլորտում գրանցվել է տեղական նորաստեղծ ձեռնարկությունների և արտասահմանյան մասնաճյուղերի կտրուկ աճ:

- 2014 թվականին գործող Տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի ընկերությունների թիվը չի անցնում 400-ը, ինչը նշանակում է, որ գրեթե չորս տոկոս աճ է արձանագրվել 2013 թվականի համեմատ⁴³:

- 2004-2014թթ. միջին տարեկան հաշվով հիմնվել է շուրջ քսանհինգ SS ձեռնարկություն⁴⁴: Համեմատության համար հարկավոր

⁴⁰ Հայաստանի տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտ. հրապարակված 2009թ. USAID միջոցով, էջ 2

⁴¹ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 3-10

⁴² Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն պաշտոնական համացանցային էջ (armstat.am)

⁴³ Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն պաշտոնական համացանցային էջ (armstat.am), Տարեգիրք 2014, էջ 15-18

⁴⁴ ԱՄՆ կենտրոնական հետախուզական ծառայության վեբկայք <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/geos/am.html>

Ե նշել, որ 1990-ականներին այդ ցուցանիշը եղել է տարեկան չի անցել վեց ընկերության շեմը:

- 2008թ. գրանցվել է այս ոլորտի ընկերությունների առավելագույն ցուցանիշը, երբ հիմնվել է շուրջ 30 նոր ընկերություն⁴⁵:

- 2010-2014թթ Յայաստանի Հանրապետության Էկոնոմիկայի նախարարության կողմից ստեղծվել էին մի շարք դրամաշնորհային ծրագրեր՝ ուղղված «տեղեկատվական և բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում բիզնես գաղափարների մրցույթների և նորարարության խթանմանը: Իրականացված միջոցառումների արդյունքում SS մասնագետներից և ուսանողներից ձևավորվել են թիմեր, որոնք աշխատում են ծրագրային ապահովման և ծառայությունների ոլորտում նորարար պրոդուկտների ստեղծման ուղղությամբ: 2014թ-ին այդ թիմերից 16 նոր ընկերություններ են կազմավորվել»⁴⁶:

Համաձայն տարբեր աղբյուրների՝ «Յայաստանի SS ընկերությունների մոտ 51%-ը հիմնադրվել է 2007-2014թթ ժամանակահատվածում: 2013 և 2014 թվականներին հիմնադրվել են համապատասխանաբար 16 և 17 նոր ընկերություններ: Ոլորտում գործող ընկերությունները կայուն աճ են ապահովում երկրի տնտեսության համար, ինչի արդյունքում 2014թ-ին Յայաստանի SS ոլորտի շրջանառության աճը կազմել է 20% նախորդ տարվա համեմատ»⁴⁷:

2014թ. ՀՀ տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտի շրջանառությունը կազմել է մոտ 349.4 միլիոն ԱՄՆ դոլար՝ ապահովելով 19% տարեկան աճ նախորդ տարվա համեմատ: Ընդհանուր առմամբ 2009-2014թթ. ոլորտում գրանցվել է 21.8% միջին տարեկան աճ⁴⁸:

⁴⁵ Յայաստանի տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտ. հրապարակված 2010թ. USAID միջոցով, էջ 2

⁴⁶ Ինովացիոն տնտեսության ձևավորման մեկնարկային ռազմավարության հայեցակարգ, 2011թ., էջ 5

⁴⁷ «Յայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 3-10

⁴⁸ Ինովացիոն տնտեսության ձևավորման մեկնարկային ռազմավարության հայեցակարգ, 2011թ, էջ 5

Ընդհանուր եկամուտների մեջ Հայ կական ընկերությունների մասնաբաժինը կազմում է 45%, այնինչ 2011թ.-ին գրանցվել էր 42%:

Հարկավոր է արձանագրել, որ 2010-2015 թթ ընթացքում տեղական ընկերությունների ֆինանսական վիճակները բարելավվել են.

- աճել է աշխատակիցների թիվը,
- կատարելագործվել են նրանց տեխնիկական հմտությունները և շուկայի վերաբերյալ գիտելիքները,
- իրականացվում են առավել բարդ և բարձր գնահատվող ծրագրեր:

Ծրագրային ապահովման և ծառայությունների ոլորտի 40 խոշոր ընկերություններ (1 միլիոն ԱՄՆ դոլար և ավելի շրջանառությամբ), որոնք կազմում են գործող ձեռնարկությունների ընդամենը 11%-ը, ձևավորում են ոլորտի ընդհանուր հասույթի 60%-ը: Ոլորտի ընդհանուր հասույթի մեջ խոշոր ընկերությունների մասնաբաժինը 2013 թվականի համեմատ ավելացել է⁴⁹:

Այս ոլորտի ընկերությունների գրեթե կեսը հարյուր հազարից մինչև 1 մլն ԱՄՆ դոլարի չափով տարեկան եկամուտ ունեն⁵⁰: Միջին չափի ընկերությունների մասնաբաժինը նվազել է՝ կազմելով 52%՝ համեմատած 2013 թվականի հետ (57%)⁵¹: Տվյալները ցույց են տալիս, որ այս նվազումը պայմանավորված է միանգամայն առողջ հանգամանքներով, այն է՝ միջին ընկերությունների՝ խոշոր ընկերությունների վերափոխվելու փաստով, ինչպես նաև 2014 թվականին 17 նոր ընկերությունների ստեղծմամբ:

100,000 ԱՄՆ դոլարից պակաս հասույթ ունեցող փոքր ընկերությունների թիվը 2013թ-ի համեմատ աճել է 10%-ով, իսկ նրանց մասնաբաժինը ոլորտի ընդհանուր հասույթում աճել է 50%-ով: Չնայած, որ փոքր ընկերությունները զգալի ազդեցություն չունեն ոլորտի վրա, նրանց քանակի աճը վկայում է տեղական շուկայի շարունակական զարգացման մասին:

⁴⁹ Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն (armstat.am)

⁵⁰ ԱՄՆ գործարար տեղեկատվության ծառայություն - <https://archive.is/www.bisnis.doc.gov>

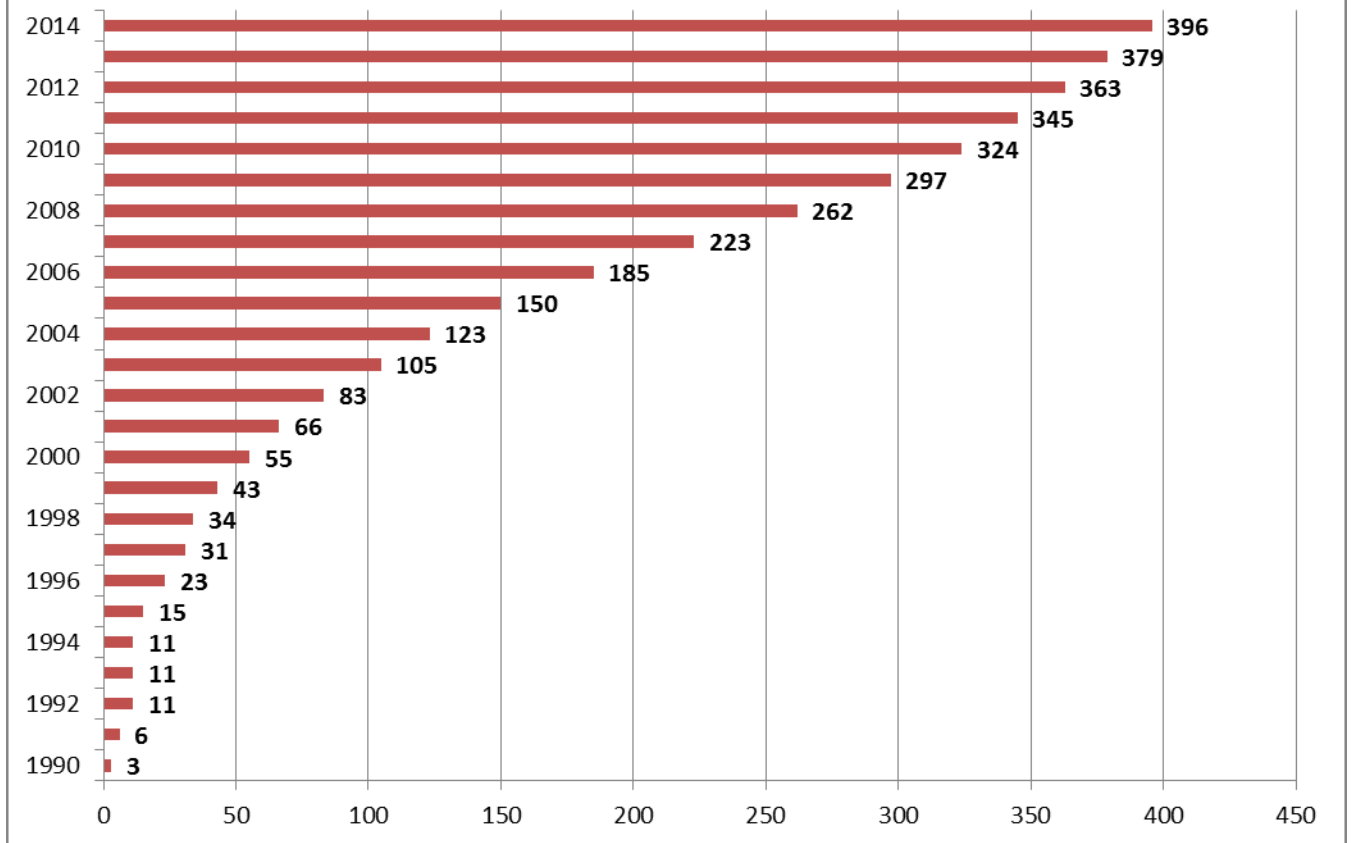
⁵¹ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 3-10

Հայաստանում SS ոլորտում գործունեության իրականացման հիմնական խնդիրները. Ոլորտում գործող կազմակերպությունների ղեկավար օղակների ներկայացուցիչների գրեթե քառասունյոթ տոկոսի (46.8%) կողմից որպես խնդրահարույց հարց ներկայացվել է բարձր որակավորում ունեցող աշխատուժ ներգրավելու խնդիրը: Հարցվածների 58.86 տոկոսը որպես հիմնական խոչընդոտ հանդիսացող գործոն է նշել բարձր որակավորում ունեցող մասնագետների պակասը, ինչը վկայում է այն մասին, որ բարձրակարգ հմտություններով և փորձառու տեխնիկական աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկն աճում է: Իսկ նման պահանջարկն էլ իր հերթին, բնականաբար, հանգեցնում է տեխնիկական մասնագետների վարձատրության չափի աճին: Ավելին, ուսումնասիրության ենթարկված ընկերությունների 41%-ի համոզմամբ՝ այս իրավիճակի հիմնական պատճառը ուղեղների արտահոսքն է:

Գծապատկեր 1.3-2⁵²: SRS ոլորտում գործող ընկերությունների թիվ

⁵² «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտությունն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 3-10

ՏՀՏ ոլորտում գործող ընկերությունների թիվ (ըստ գրանցման տարեթվի)



Հարցված ընկերությունների կողմից ներկայացված պատասխանների համաձայն՝ հարկային և մաքսային ընթացակարգերը նույնպես խոչընդոտում են ոլորտում ընկերությունների զարգացմանը (38% և 40% համապատասխանաբար): Հարկ է նշել, որ այսպիսի կազմակերպությունների 71%-ի տարեկան շրջանառությունը փոքր է 500,000 ԱՄՆ դոլարից:

Ըստ հարցվածների՝ իրենց եկամուտների զգալի մասն ուղղվում է ԱԱՀ-ի և շահութահարկի վճարմանը: Ավելի ին, մաքսային դրույթաչափերը որոշվում են տեղական իշխանությունների կողմից: Բացի դրանից, կազմակերպությունները շեշտել են, որ ֆինանսական ռեսուրսների դժվար հասանելիությունը, ինչպես նաև պետական և հասարակական կազմակերպությունների կողմից աջակցության պակասը խոչընդոտում են հայկական ծրագրային ապահովման և ծառայությունների ոլորտի աճին: Ընտրանքում ներառված կազմակերպությունների՝ համապատասխանաբար

քառասուններեք (43) և երեսունհինը (40) տոկոսը շեշտեցին այսպիսի արգելքների առկայությունը⁵³:

Հարցված կազմակերպությունների մոտ տասնինը տոկոսը (18.98%) ունի միջազգային շուկա մուտք գործելու հետ կապված խնդիրներ: Ինչպես նշեցին հարցման մասնակիցները, այս խնդրի հիմքում ընկած է այն հանգամանքը, որ բազմաթիվ միջազգային գործընկերներ տեղյակ չեն Հայաստանի մասին կամ պարզապես չեն վստահում ցածր կամ միջին եկամուտ ունեցող երկրի ներկայացուցչին: Հարկ է նշել, որ հարցված ընկերությունների մոտ 6 տոկոսի կողմից որպես հիմնախնդիր նշվել է անհստակ հարկային օրենսդրությունը, միևնույն դրամասին հարցազրույցը վարողները հարց չեն տվել: Հատկանշական է, որ 2014 թվականի SS հետազոտությանը մասնակցած ընկերություններից ընդամենը 2%-ն է նշել կրթության ցածր մակարդակի հետ կապված խնդիրների մասին, իսկ գրեթե 3%-ը որպես բիզնեսի զարգացման խոչընդոտ նշել է շուկայի հագեցվածության և իրենց փոքր մասշտաբների հետ կապված խնդիրները⁵⁴:

Այս գլխում տեղ գտած ուսումնասիրությունների և վերլուծությունների արդյունքում կարելի է արձանագրել հետևյալ փաստերը.

- Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտը ամբողջ աշխարհում դարձել է կառավարությունների համար տնտեսության ռազմավարական զարգացման ճյուղ:

- Գոյություն ունեն ներդրումների կատարման փուլեր, որոնց հաջորդական անցման հեշտությունից ու ճկունությունից կախված ներդրումային նախագիծը հաջողված կամ անհաջող է որակվում:

- Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման մեթոդները բազմաթիվ են, սակայն առավել քիչ ծախսատար և ժամանակատար կարելի է համարել դեպոզիտար ստացականներով ֆինանսավորման մեթոդը:

⁵³ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 3-10

⁵⁴ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 15-18

Հայաստանում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտն աճում է արագ տեմպերով և այդ տեմպը չդանդադեցնելու համար անհրաժեշտ է նվազեցնել զարգացման խոչընդոտները՝ այդ թվում ֆինանսական աղբյուրների թանկությունը կամ բացակայությունը:

ԳԼՈՒԽ 2. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿՈՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽԱՂԻՐՆԵՐԸ

2.1. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՈԼՈՐՏԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽԱՂԻՐՆԵՐԸ ԱՌԱՋԱՏԱՐ ԵՐԿՐՆԵՐՈՒՄ

Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ուսումնասիրության փորձը ցույց է տալիս, որ այս ոլորտում պետությունները բաժանվում են երկու հիմնական խմբի՝ բարձր տեխնոլոգիաներ ստեղծողներ և դրանք օգտագործողներ: Աշխատանքի այս մասում կուսումնասիրվեն բարձր տեխնոլոգիաներ ստեղծողներ պետություններին:

Բոլոր պետությունները ցանկանում են իրենց տնտեսությունները դարձնել նորարար՝ հիմնված բարձր տեխնոլոգիաների վրա, սակայն ոչ բոլորի մոտ է դա ստացվում: Այնուամենայնիվ, կան պետություններ, որոնք կարողացել են զարգացնել այս ոլորտը և դառնալ բարձր տեխնոլոգիաների ստեղծման համաշխարհային առաջատարներ:

Ժամանակակից բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի այն մասը, որն ուղղված է դեպի կոմերցիա, ունի զարգացման մի քանի նախապայմաններ, որոնք էլ ստեղծում են կոմերցիոն բարձր տեխնոլոգիաներ:

Յուրաքանչյուր տարի ԲՆԲԲ-ը ֆինանսական պորտալը հրապարակում է ինովացիոն ինդեքսը, որի հիմնական նպատակն է ներկայացնել բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում առաջատար պետություններին: Ներկայացվում են ինդեքսի վրա ազդող ցուցանիշները.

1. Հետազոտություն և զարգացում: Այս ցուցանիշի առաջատար հնգյակն է համապատասխանաբար ՅՎ. Կորեան, Իսրայելը, Ֆինլանդիան, Շվեդիան և Ճապոնիան: Այս ոլորտում հարավային Կորեայի առաջատարությունն այն քանի ապացույցն է, որ պետական և մասնավոր ֆինանսավորումը կարող են տնտեսությունն ալելի նորարար դարձնել: 1957 թվականից հետո, երբ ավարտվել էր Կորեական պատերազմը, հարավային Կորեայի ՀՆԱ-ն նույն

մակարդակի վրա էր, ինչ Գանայինը⁵⁵: Սակայն, կորեացիները կարողացան ոչ միայն հետազոտել և զարգացնել բարձր տեխնոլոգիաները, այլ նաև կարողացան այս ոլորտը դարձնել կոմերցիոն: Այս համախուլմբը ոլորտի զարգացման նախապայմանն էր Կորեայի համար, սակայն ոչ բոլոր պետությունների մոտ է դաստացվում: Օրինակ՝ այս համակցության կոմերցիոն մասը չստացվեց զարգացնել Ֆրանսիայում, որտեղ կան առաջատար գիտնականները, ովքեր աշխատում են հեղինակավոր լաբորատորիաներում, սակայն իրենց ստեղծած նորությունների փոքր մասն է դառնում կոմերցիոն և վաճառվում:

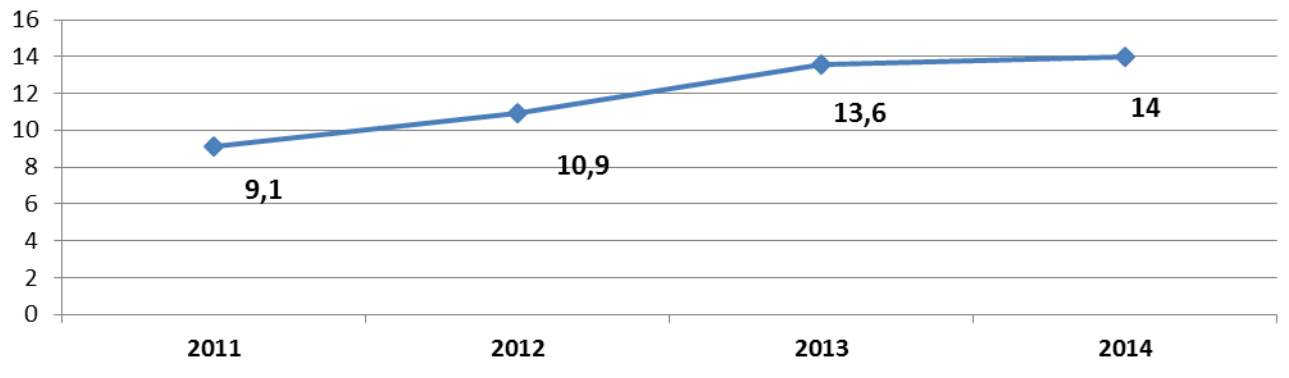
Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում սկսել են ներդնել ազատ հետազոտություն ծրագիրը, որն իրենից ենթադրում է հարկային արտոնություններ այն գիտնականներին, ովքեր ոչ միայն նորապրանք կամ ծառայություն կստեղծեն, այլ նաև կկարողանան այդ նորարարության արտադրության հոսքագիծ ստեղծել: Հարկային արտոնությունները հիմնականում վերաբերում են շահութահարկին:

Հարավային Կորեայում Հետազոտության և զարգացման առաջատար է Սամսունգ կորպորացիան (Samsung Corp.), որը տարեցտարի ավելացնում է հետազոտությունների համար հատկացվող ֆինանսավորումը:

Գծապատկեր 2.1-1: Սամսունգ ընկերության կողմից բարձր տեխնոլոգիաների հետազոտությունների ֆինանսավորման ծավալ

⁵⁵ ԱՄՆ գործարար տեղեկատվության ծառայություն - <https://archive.is/www.bisnis.doc.gov>

Սամսունգ ընկերության կողմից բարձր տեխնոլոգիաների հետազոտությունների ֆինանսավորում (մլրդ դոլար)



2. Արտադրություն: Այս ցուցանիշի առաջատար հնգյակն է համապատասխանաբար Շվեյցարիա, Իռլանդիա, Սինգապուր, Գերմանիա, Ավստրիա: Հաջող հետազոտություններից հետո հարկավոր է ստեղծել օպտիմալ արտադրություն: Այս ճյուղի առաջատարն է Շվեյցարիան, որտեղ արտադրվում են համաշխարհային վաճառքում առաջատար Ֆարմասյուտիկալ ընկերությունները, որոնցից են Նովարտիսը և Հոֆման-Լաբոշեն:

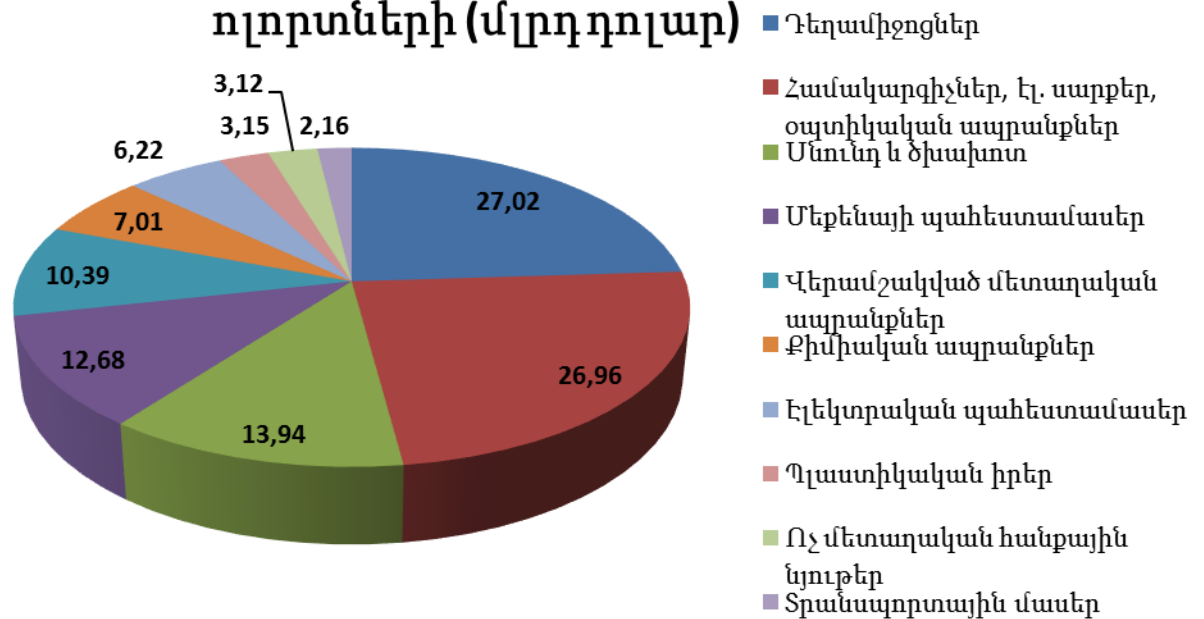
Բարձր տեխնոլոգիաների յուրօրինակությունը կայանում է նրանում, որ այստեղ էժան աշխատուժը արտադրության կազմակերպման նախապայմանների մեջ առաջնայինը չէ: Օրինակ՝ բարձր տեխնոլոգիաների արտադրության կազմակերպման վիճակագրությունում Չինաստանը 41-րդ տեղում է⁵⁶:

Գծապատկեր 2.1-2⁵⁷: Բարձր տեխնոլոգիաների արտադրության ծավալները Շվեյցարիայում՝ ըստ հիմնական ոլորտների

⁵⁶ ԱՄՆ կենտրոնական հետախուզական ծառայության վեբկայք
<https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/geos/am.html>

⁵⁷ Bloomberg innovational index - <http://www.bloomberg.com/graphics/2015-innovative-countries/>

**Բարձր տեխնոլոգիաների արտադրության
ծավալները Շվեյցարիայում՝ ըստ հիմնական
ոլորտների (մլրդ դոլար)**



3. Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում աշխատող ընկերությունների քանակը: Այս ցուցանիշի առաջատար հնգյակն է համապատասխանաբար Ամերիայի Միացյալ Նահանգներ, Չինաստան, Ճապոնիա, Հարավային Կորեա, Կանադա: Բարձր տեխնոլոգիաները այն յուրօրինակ ոլորտներից է, որտեղ ընկերությունների քանակը բնակչության թվի կամ պետության զարգացվածության աստիճանի հետ կորելացված չէ: Այնուամենայնիվ, գաղտնիք չէ, որ այստեղ առաջատարն է Ամերիկայի Միացյալ Նահանգները⁵⁸: Հետաքրքրական է նաև այն փաստը, որ այս ոլորտում Միացյալ Նահանգների առաջատար ընկերությունները տեղակայված են տնտեսական կենտրոններ չհամարվող քաղաքներում: Այսինքն, այս ոլորտում կարևոր չէ, թե ընկերությունը որտեղ է տեղակայված. այն կարող է լինել ինչպես Տոկիոյում, այնպես էլ Գյոմբիում:

Աղյուսակ 2.1-3⁵⁹: Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի խոշորագույն ընկերությունները

⁵⁸ ԱՄՆ գործարար տեղեկատվության ծառայություն - <https://archive.is/www.bisnis.doc.gov>

⁵⁹ Bloomberg innovational index - <http://www.bloomberg.com/graphics/2015-innovative-countries/>

	Ընկերության անվանում	Շուկայական կապիտալիզացիա (2016 թ. հունվարի 1-ի դրությամբ)	Գլխամասային գրասենյակի տեղակայման վայր
1	2	3	4
1	Էփլը (Apple)	625 մլրդ դոլար	Ք. Կուպերտինո (ԱՄՆ)
2	Մայքրոսոֆթ (Microsoft)	377 մլրդ դոլար	Ք. Ռեդմոնդ (ԱՄՆ)
3	Սիսկո (Cisco)	141 մլրդ դոլար	Ք. Սան Խոսե (ԱՄՆ)
4	Գոլգըլ (Google)	342 մլրդ դոլար	Ք. Մաունթեյն-Վյու (ԱՄՆ)
5	Ֆեյսբուք (Facebook)	210 մլրդ դոլար	Ք. Մեյկո պարկ (ԱՄՆ)
6	Օրաքլ (Oracle)	189 մլրդ դոլար	Ք. Սան-Ֆրանցիսկո (AMN)
7	Թենսենթ (Tencent)	147 մլրդ դոլար	Ք. Շենչժեն (Չինաստան)
8	Քուալքոմ (Qualcomm)	118 մլրդ դոլար	Ք. Սան-Դիեգո (ԱՄՆ)

4. Կրթություն: Այս ցուցանիշի առաջատար հնգյակն է համապատասխանաբար Հարավային Կորեա, Ռուսաստան, Ֆինլանդիա, Իսրայել, Ուկրաինա: Այս ցուցանիշն իր մեջ ներառում է հետմիջնակարգ կրթության մակարդակը: Հարկավոր է նշել, որ կրթությունը անհրաժեշտ, բայց ոչ բավարար գործոն է բարձր տեխնոլոգիաների զարգացման համար: Օրինակ՝ Ռուսաստանն ունի կրթելու բազմամյա ավանդույթներ, սակայն բարձր տեխնոլոգիաները բավական զարգացում չունեն այս երկրում՝ կախած այլ գործոններից (Կառավարություն, ոչ բավարար ֆինանսավորում, օլիգոպոլ շուկա և այլն): Միևնույն ժամանակ, առանց բավարար կրթության ապահովման, հնարավոր չէ ստեղծել այս ոլորտի զարգացման կայուն հիմքեր:

Կարելի է ուսումնասիրել նաև Թունիսի օրինակը: Այս երկիրը գիտական և ինժեներական հետմիջնակարգ կրթություն ունեցող

երկրների մեջ (1000 մարդու մեջ) առաջատարն է, սակայն ոչ բավարար ֆինանսավորման պատճառով այս գիտնականները զբաղվում են ուժային աշխատանքներով (հիմնականում բանվորությամբ):

5. Մասնագետների քանակ: Այս ցուցանիշի առաջատար հնգյակն է համապատասխանաբար Ֆինլանդիա, Իսլանդիա, Դանիա, Իսրայել, Սինգապուր: Այս գործոնը, ի տարբերություն Նախորդի, ուսումնասիրում է նեղ մասնագիտական հետազոտություններ կատարող միջազգային ճանաչում և միջազգային բարձր գնահատական ունեցող մասնագետներին և գիտնականներին: Այս ոլորտի առաջատարն է Ֆինլանդիան: Նոկիա ընկերության «անկումից» հետո ֆիններն իրենց գիտական և ինժեներական պոտենցիալն ուղղեցին դեպի խաղերի ոլորտ: Օրինակ՝ Էնգրի բըրդս (Angry birds) հայտնի խաղի մեկ տարբերակը իրենց ֆին ստեղծողներին 2009թվականից մինչ օրս բերում է օրական 1724 դոլար⁶⁰, իսկ հիմա առկա է 19 բաց և մեզ համար անհայտ փակ տարբերակներ:

Փոքր պետություններում մասնագետներ կրթելն ավելի հեշտ է, քան մեծերում: Նախ ընտրության շրջանակն է ավելի փոքր, հետևաբար մասնագետ կրթելու համար ավելի քիչ ֆինանսավորում է անհրաժեշտ: Փոքր պետությունները հիմնականում ավելի բաց են լինում, որտեղ կատարվում է ապրանքների արտահանում և ներմուծում, այսինքն առկա է ազատ առևտուրը, ինչն էլ իր հերթին գիտական պոտենցիալի օգտագործման հիմքն է:

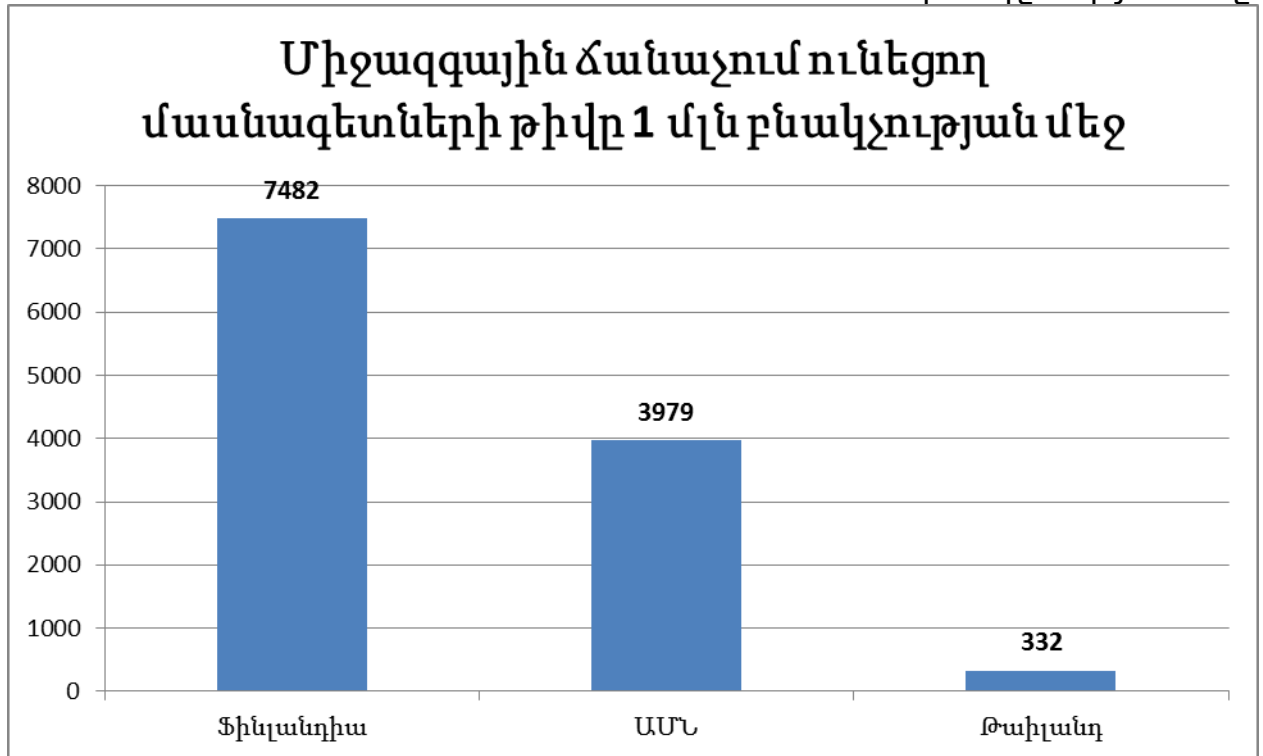
Վերոնշյալ պնդման ապացույց են հանդիսանում Իսլանդիան, որը առաջատարն է գենետիկական ապրանքների ստեղծման մեջ մասնագիտացած գիտնականների թվով, Դանիան՝ դեղամիջոցների, Իսրայելը՝ ծրագրային ապահովման, Սինգապուրը՝ էլեկտրոնիկայի⁶¹:

Գծապատկեր 2.1-4⁶²: Միջազգային ճանաչում ունեցող մասնագետների թիվը 1 մլն.

⁶⁰ Ինտերնետային խաղերի մասին վիճակագրական պորտալ - <https://thinkgaming.com/app-sales-data/88/angry-birds/>

⁶¹ ԱՄՆ կենտրոնական հետախուզական ծառայության վեբկայք <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/geos/am.html>

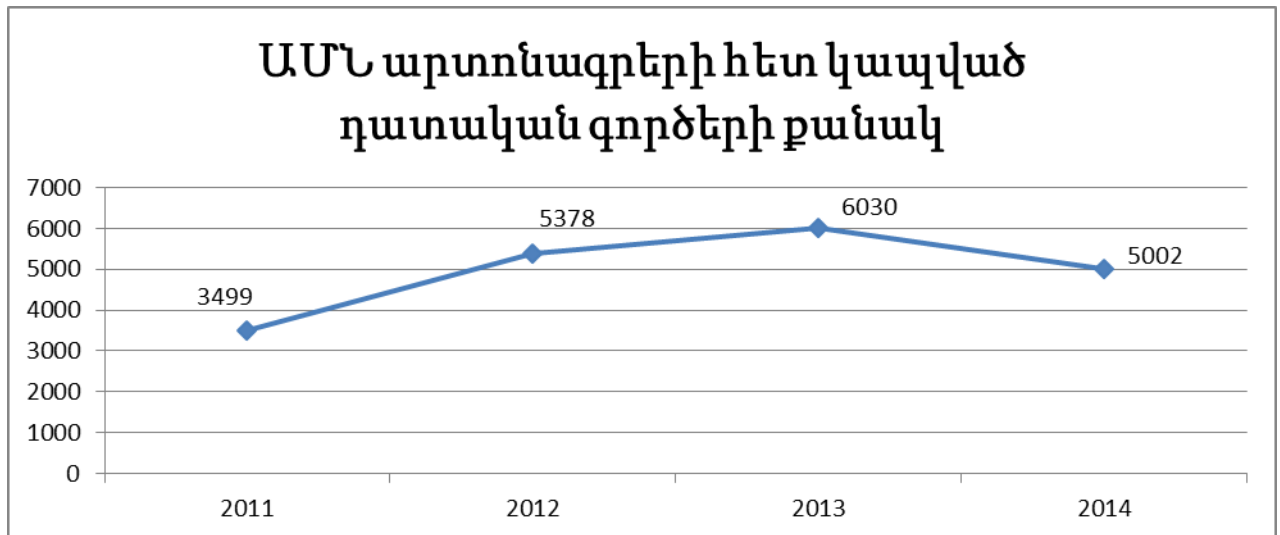
⁶² Innovations by Peter Coy, New York, 2015, p. 31



6. Արտոնագրեր: Այս ցուցանիշի առաջատար հնգյակն է համապատասխանաբար Հարավային Կորեա, Ճապոնիա, Չինաստան, ԱՄՆ, Գերմանիա: Արտոնագրերի դերը բարձր տեխնոլոգիաների զարգացման հարցում դժվար է գերազնահատել: Այս գործիքը թույլ է տալիս պաշտպանել ստեղծված նորությունը և պետականորեն հրապարակել այդ նորությունի մասին: Իհարկե, այս գործիքը նաև խոչընդոտում է զարգացմանը, քանի որ մեկ հետազոտողի կողմից մյուսի արտոնագրից օգտվելու համար պետք է համապատասխան փոխատուցում տա վերջինին, ինչը հաճախ շատ բարձր է լինում, և հետազոտողն այլևս չի կարողանում շարունակել տվյալ նորությունի կատարելագործումը: Այնուամենայնիվ, սա այն գիտն է, որ պետք է վճարի պետությունը, որպեսզի հետազոտողները ցանկանան գործունեություն ծավալել այդ պետությունում:

Ծառ կարևորվում է մտավոր սեփականության և արտոնագրերի պաշտպանությունը երաշխավորող օրենսդրության առկայությունը, ինչը սակայն շատ երկրներում դառնում է բազմաթիվ դատական գործերի սկսման պատճառ, որոնք բավականին երկար են տևում, քանի որ արտոնագրի օգտագործումն ապացուցելը հեշտ է: Արտոնագրերի խախտման հիմքով դատական գործերի թվով առաջատարն է Ամերիկայի Միացյալ Նահանգները:

Գծապատկեր 2.1-5⁶³: ԱՄՆ արտոնագրերի հետ կապված դատական գործերի քանակ



Յուրաքանչյուր տարի Բլումբերգ ընկերության կողմից հրապարակված համաշխարհային նորարարական ինդեքսում ներկայացվում են այն 50 երկրներին, որոնք տվյալ տարում հանդիսացել են այս ոլորտի առաջատարները: 2015թ. այս ինդեքսում առաջատարն է Հարավային Կորեան, 2-րդը՝ Ճապոնիան է, 3-րդը՝ Գերմանիան, 6-րդը՝ ԱՄՆ, 14-րդ՝ Ռուսաստան, 22-րդը՝ Չինաստանը, 35-րդը՝ Թուրքիան: Հայաստանը, Վրաստանը և Ադրբեյջանը առաջատար 50 պետությունների շարքին չեն պատկանում:

Բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրում կատարող Բրեյեր Կապիտալ ներդրումային ընկերության հիմնադիր և գործադիր տնօրեն Ջին Բրեյերը փաստում է, որ ներկա ժամանակաշրջանում բարձր տեխնոլոգիաներն ավելի արագ են կատարելագործվում և նորացվում, քան երբևէ: Չարգացած երկրների տնտեսական աճը 1 տոկոսը չի գերազանցում, իսկ զարգացող երկրների տնտեսական աճի տեմպերը թուլանում են: Ստագնացիայի ժամանակ զարգացման լավագույն «դեղը» այնպիսի բարձր տեխնոլոգիաներն են, որոնք ստեղծում են նոր ապրանքներ և ծառայություններ՝ անկախ վերջինների օգտագործման ոլորտից: Այս ապրանքների թվին կարելի է դասել նախկինում ստեղծված օդափոխիչները, ներդեղամիջոցները կամ կարճ տեքստային հաղորդագրությունները:

⁶³ Innovations by Peter Coy, New York, 2015, p. 31

Այս համատեքստում անհրաժեշտ է ներկայացնել միևնույն ոլորտի՝ Հայաստանում գրանցված տվյալները: Ներկայումս բարձր տեխնոլոգիաների և տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտները արտահանման հսկայական ներուժ ունեն և, կարող են առանձնահատուկ ներդրում ունենալ Հայաստանի տնտեսության աճի ու զարգացման գործում:

Ժամականակից Հայկական Տեղեկատվական Տեխնոլոգիաների ոլորտի ընկերությունները կարող են ստեղծել միջազգային բարձր ստանդարտներին համապատասխանող արտադրանք ու ծառայություններ: Սակայն դեռևս կան որոշակի խնդիրներ արտաքին շուկաներ դուրս գալու և Տեղեկատվական Տեխնոլոգիաների ոլորտի համար մասնագետներ պատրաստելու հարցում:

2014 թվականին ծրագրային ապահովման և ծառայությունների ոլորտում ու ինտերնետ ծառայությունների պրովայդերների մոտ գոյացած եկամուտների մասնաբաժինը Հայաստանի ՀՆԱ-ում կազմել է 4.3%⁶⁴:

2010-2014թթ. ընթացքում ոլորտում գրանցվել է միջին տարեկան 20.1% աճ: Ոլորտի բաժինը ընդհանուր արտահանումների ծավալում 2010թ. գրանցված 8%-ից աճել է՝ հասնելով մինչև 10%-ի, ինչը վկայում է Հայաստանի տնտեսության համար ծրագրավորման ոլորտի աճող նշանակության մասին, որը պայմանավորված է արտահանող ձեռնարկությունների զարգացմամբ ու ընդլայնմամբ⁶⁵:

SS ոլորտում տարեկան 1700 բարձր վարձատրվող աշխատատեղեր են ստեղծվում տեխնիկական մասնագետների համար: Մյուս կողմից, Հայաստանի բարձրագույն ուսումնական հաստատություններում տարեկան պատրաստվում են տեղեկատվական և բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի 2000 մասնագետներ, որոնցից լավագույնները, անցնելով որոշակի վերապատրաստում ընկերություններում, զբաղեցնում են այդ աշխատատեղերը⁶⁶:

⁶⁴ Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն պաշտոնական համացանցային էջ (armstat.am)

⁶⁵ Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն պաշտոնական համացանցային էջ (armstat.am)

⁶⁶ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 24

Տեղական ընկերությունների մասնաբաժինը Տեղեկավարական Տեխնոլոգիաների ոլորտի ընդհանուր եկամուտների մեջ կազմում է մոտավորապես 45%, ինչը 7%-ով ավելի է նախորդ տարվացուցանիշից:

Բացի տեղական Տեղեկավարական Տեխնոլոգիաների ոլորտի ընկերություններից Հայաստանում գործում են նաև օտարերկրյա ընկերությունների մասնաճյուղեր և ներկայացուցչություններ, որոնք հիմնականում արտապատվիրման/աուտսորսինգի կենտրոններ են՝ հստակ սահմանված բյուջեով, որոնց գործունեությունից ստացված եկամտի չնչին մասն է մնում երկրում՝ աշխատավարձերի և այլ ծախսերի տեսքով: Այնուամենայնիվ, մասնաճյուղերի գործունեության ներկա մոդելը դեռևս կարևոր դեր է խաղում Հայաստանի համար և ունի տեսանելի դրական ազդեցություն թե՛ ոլորտի, թե՛ ամբողջ տնտեսության վրա:

2014թ. արտահանման ծավալները զգալիորեն աճել են՝ հասնելով 153.2 միլիոն ԱՄՆ դոլարի, ինչը կազմում է ծրագրային ապահովման և ծառայություններ ոլորտի (առանց ինտերնետային ծառայություններ մատուցող ընկերությունների) եկամտի 44%-ը⁶⁷:

Արտահանման շուկայում շարունակում են գերիշխել օտարերկրյա ընկերությունները, որոնց բաժինը կազմում է 86%⁶⁸: Ծրագրային ապահովում և ծառայություններ ոլորտի խոշոր ձեռնարկությունները արտասահմանյան ընկերությունների մասնաճյուղեր են, որոնք գրեթե ամբողջությամբ արտահանում են իրենց արտադրանքը: Բացի դրանից, շատ տեղական ընկերություններ նույնպես արտահանում են իրենց արտադրանքի և ծառայությունների զգալի մասը:

Հայկական ՏՏ ոլորտի կողմից գրեթե 153.2 միլիոն ԱՄՆ դոլար արժողությամբ արտադրանք և ծառայություններ են արտահանվում աշխարհի շատ երկրներ: ՏՏ ոլորտի ընկերությունների շուրջ 50%-ը արտահանում է սեփական արտադրանքն ու ծառայությունները, սակայն արտահանման տարբեր ծավալներով, որոշ ընկերությունների համար արտահանման ծավալները քիչ տոկոս են

⁶⁷ ԱՄՆ գործարար տեղեկատվության ծառայություն - <https://archive.is/www.bisnis.doc.gov>

⁶⁸ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 24

կազմում եկամտի մեջ, մինչդեռ այլ ընկերություններ ամբողջությամբ են (100%) արտահանում իրենց արտադրանքը⁶⁹:

Արտահանումների առավելագույն մասը՝ մոտ 78.6%-ը, ուղղվում է ԱՄՆ և Կանադա, 10.4%-ը՝ Եվրոպա, իսկ երրորդ տեղում Ռուսաստանը ու ԱՊՀ երկրներն են, որտեղ ուղղվում են արտահանումների 8.4%-ը: ԱՄՆ և Հյուսիսային Ամերիկա արտահանվող ծառայությունների մասնաբաժինը աճել է 8.6%-ով և 14%-ով, մինչդեռ Եվրոպա արտահանվող ծառայությունների մասնաբաժինը նվազել է 9.6%-ով 2014-ի ընթացքում: Այլ երկրների շարքում հայկական ծառայությունների նկատմամբ մեծ պահանջարկ է ներկայացնում ԱՄԷ-ն, որը հիմնականում արտապատվիրում է հարմարեցված ծրագրային ապահովման մշակման ծառայություններ⁷⁰:

Այսպիսով, կարելի են փաստել, որ համաշխարհային տնտեսության մեջ զգալի դեր ունեցող պետությունները իրականացնում են բարձր տեխնոլոգիաների զարգացմանն ուղղված գործառնությունները, որոնք էլ հետագայում զարկ են տալիս այս ոլորտի զարգացմանը և սեփական տնտեսությունների աճին: Այս ենթագլխում տեղ գտած հետազոտությունները թույլ են տալիս բարձր գնահատել բարձր տեխնոլոգիաների դերը ցանկացած տնտեսության զարգացման գործում, ինչպես նաև թույլ են տալիս տնտեսությունն ավելի ճկուն դարձնել և արագ զարգացող նորարարությունների նկատմամբ ավելի հարմարվողական:

⁶⁹ «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտություն 2014», Ձեռնարկությունների Ինկուբատոր հիմնադրամ, էջ 25-26

⁷⁰ Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն (armstat.am)

2.2. ՆԵՐՈՒՄԱՅԻՆ ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿՈՐՄԱՆ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՀՆԱՐԱԿՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

Գրեթե երկու հազարամյակ առաջ՝ մ.թ. 33 թվականին, Հռոմեական կայսրությունում սկսվեց ֆինանսական ճգնաժամ⁷¹: Հռոմեացի ազնվական ընտանիքների մեծ մասը սնանկության եզրին կանգնեցին, քանզի կտրուկ նվազեցին հողատարածքների գները: Այս իրադարձությունները իր աշխատություններում նկարագրում է հայտնի պատմաբան Տացիտը: Նա հողի սեփականատերերին անվանում է կալվածատեր, սակայն հիմա նրանց կանվանեին պարզապես ներդրողներ կամ սպեկուլյանտներ: Այս անձինք փոխառություններ էին վերցնում, որպեսզի գնեն հողատարածք, քանզի ենթադրում էին, որ հողի գինը կաճի: Այս սպեկուլյացիայի արդյունքում ստեղծվում է ֆինանսական փուլջիկ, որը վերջիվերջո փայթում է: Հռոմի կայսր Տիբերոսը, տեղի տալով ազնվական ընտանիքների ճնշումներին, որոշում է կայացնում ֆինանսական ճգնաժամի զոհերին պետական զանձարանի հաշվին երեք տարի ժամկետով տրամադրել անտոկոս վարկեր, ինչը հանգեցրեց իրավիճակի կայունությանը: Պատմաբանը չի մանրամասնում, թե կայսրն ինչպես պատժեց սպեկուլյանտներին և արդյոք ազնվականները վերադարձրեցին փոխառությունները: Չնայած ժամանակակից համաշխարհային տնտեսությունում ցանկացած ֆինանսական փուլջիկ ավելի ավերիչ հետևանքներ է ունենում՝ դրանց առաջացման հիմնական մեխանիզմը գրեթե նույն է, ինչ երկու հազարամյակ առաջ:

Ժամանակակից համաշխարհային տնտեսության վիճակը մտահոգիչ է. զարգացած երկրներում տնտեսական աճի տեմպերի կտրուկ նվազումը, բոսայական ինդեքսների կտրուկ տատանումները, արտարժույթային անորոշությունները համաշխարհային տնտեսության ճգնաժամ են կանխատեսում: Ընդ որում զարգացած երկրների «զինանոցում» իրավիճակը կայունացնելու ֆիսկալ և մոնետար քիչ լծակներ են մնացել:

Նոր հազարամյակի առաջին տասնամյակի վերջում ի հայտ եկած ֆինանսական ճգնաժամը ծանր ազդեցություն ունեցավ

⁷¹ Алексей Кудрин. “Ведущие страны глобальной экономики”, Международный Валютный Фонд, 2011г., стр. 1

տնտեսությունների վրա՝ պետական պարտքի չափերի մեծացում, բյուջեի դեֆիցիտի ավելացում և այլն: Այս խնդիրների պատճառով ոչ միայն տնտեսության խթանմանն ուղղված պետական ծախսերի ավելացումն էր, այլ նաև պետական եկամուտների կտրուկ նվազումը: Պատահական չէ, որ ճգնաժամի նոր հոսանքին անվանում են «պետական պարտքի ճգնաժամ»:

Վերոնշյալ խնդրի լուծման լավագույն տարբերակը բյուջետային համախմբումն է, ինչն իրենից ենթադրում է գործողությունների ամբողջություն, որը պետք է ուղղված լինի պետական ծախսերի նվազմանը և եկամուտների ավելացմանը: Այս ծրագրի իրականացման նպատակը պետական պարտքի նվազումն է: Հիմնական խնդիրը կայանում է նրանում, որ բյուջետային համախմբման իրականացման համար հարկավոր են տարիներ, իսկ զարգացած երկրների տնտեսության ճգնաժամային երևույթների համատեքստում այն դառնում է բավականին դժվար աշխատանք: Միևնույն ժամանակ նախագազային գների անկումը լուրջ ազդեցություն է ունենում երկրների ֆինանսական ցուցանիշների վրա:

Մտահոգիչ է խնդիրը զարգացող երկրների համար: Ի տարբերություն զարգացած երկրների, որոնք ունեն զարգացած ենթակառուցվածքներ և բնականոն կյանքի համար անհրաժեշտ նվազագույն պայմաններ՝ զարգացող երկրների համար տնտեսության անկումը կարող է կենսական խնդիրներ առաջացնել կյանքի բարեկեցության համար: Այս խնդիրն առկա է գրեթե բոլոր զարգացող երկրների համար:

Կարճ ներկայացնվում են ներկայիս իրավիճակը համաշխարհային տնտեսությունում:

ՌՈՒՍԱՍՏԱՆ. Մասնագետների կանխատեսմամբ Ռուսաստանի տնտեսությունը 2015 թվականին կունենա երեք տոկոս տնտեսական անկում: Ռուսական տնտեսական անկման հիմնական պատճառներն են՝

1. Ռուսական տնտեսությունը դիվերսիֆիկացված չէ
2. Նավթային շուկայից ունի մեծ կախվածություն
3. Արտաքին պատժամիջոցներ

Շարունակական նվազում է նավթի գինը: Եթե 22.06.2014թ. Brent տեսակ ունեցող նավթի գնման \$յուլդերսների միջին արժեքն էր 112 ԱՄՆ դոլար մեկ բարելի համար, ապա 21.01.2016թ. դրությամբ մեկ բարելի միջին շուկայական արժեքն է 27.33 ԱՄՆ դոլար (Գծապատկեր 2.2-1): Այսպիսի անկումն առաջին հերթին խիստ մտահոգիչ է Հայաստանի խոշորագույն տնտեսական գործընկերոջ՝ Ռուսաստանի տնտեսության համար:

Գծապատկեր 2.2-1⁷²: Brent տեսակի նավթի գնի դինամիկան



Նավթի գների նվազումն իր հետևից բերում է Ռուսական տնտեսության թուլացմանը և ռիսկայնության բարձրացմանը: Սա է վկայում Ռուսաստանից կապիտալի արտահոսքի շարունակական բնույթը: Ռուսաստանի դաշնության Կենտրոնական բանկի տվյալներով 2014 թվականի սեպտեմբերի դրությամբ Ռուսաստանից արտահոսել է 77.1 մլրդ դոլար կապիտալ: Համաձայն ՌԴ ԿԲ կանխատեսումների՝ 2015 թվականին կապիտալի արտահոսքը կկազմի 85 մլրդ դոլար, 2016թ.՝ 56 մլրդ դոլար, 2017թ.՝ 53 մլրդ դոլար, 2018թ.՝ 47 մլրդ դոլար: Սա իհարկե իրենից ենթադրում է ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման զգալի կրճատում, աշխատատեղերի նվազում, գործազրկության և գնաճի աճ: Ռուբլին 2014 թվականի

⁷² Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/tovary/brent/>

երկրորդ կեսից սկսած արժեզրկվում է: Եթե 2014 թվականի օգոստոսի 14-ին մեկ ԱՄՆ դոլարն արժեր 36.1 ռուսական ռուբլի, ապա 2016 թվականի հունվարի 22-ին այն արժեր 85.9 ռուբլի (Գծապատկեր 2.2-2):

Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ Հայաստանի տնտեսությունը մեծ կախվածություն ունի ռուսական տնտեսությունից՝ փորձվում է վերլուծել ռուսական տնտեսության դեֆոլտի հակվածությունը:

Ռուսական ֆեդերալ բյուջեի ներհոսքն ապահովում են երկու հիմնական խումբ եկամուտներ՝ նավթագային և ոչ նավթագային: Առաջին խմբի մեջ են մտնում նավթագային ռեսուրսների արդյունահանման հարկերը և այդ ռեսուրսների արտահանման մաքսատուրքերը: Ռուսաստանի կառավարությունն ուղղակի նավթ ու գազ չի վաճառում: Այդ գործով զբաղվում են հատուկ ընկերություններ, որոնք իրենց վաճառքից հարկեր են վճարում պետությանը:

Գծապատկեր 2.2-2⁷³: ԱՄՆ դոլար-ՌԴ ռուբլի փոխարժեքի դինամիկան



⁷³ Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/usd-rub/?market=5>

Եկամուտների երկրորդ խմբի մեջ են դասվում հարկերը (այդ թվում՝ Ավելացված արժեքի հարկ և շահութահարկ, ակցիզները, տուգանքները և այլն) և ոչ հարկային (այդ թվում՝ պետական գույքի օգտագործումից, վիճակագրական տեղեկությունների տրամադրումից ստացված եկամուտները և այլն) եկամուտները:

2015 թվականի առաջին յոթ ամսում Ռուսաստանի կառավարությունը ստացել է 7.8 տրիլիոն ռուբլի եկամուտ, որից 45 տոկոսը կազմում է նախագազային խմբից ստացված եկամուտները: Կառավարությունը նույն ժամանակահատվածում ծախսել է 8.92 տրիլիոն ռուբլի, իսկ դեֆիցիտը՝ 1.12 տրիլիոն ռուբլի, ծածկել է ռեզերվային ֆոնդից⁷⁴:

Ռուսաստանը պետական եկամուտների մեծության մասով աշխարհում առաջին քսանյակի մեջ է՝ երկու անգամ գիշում է Բրազիլիային և յոթ անգամ ԱՄՆ-ին⁷⁵:

Համաձայն Արժույթի միջազգային հիմնադրամի հաշվետվության՝ Ռուսաստանի միջազգային պահուստները (արտարժույթ, ոսկի և այլն) 2015 թվականի օգոստոսի դրությամբ կազմում են 362.9 մլրդ դոլար⁷⁶, ինչը 100 մլրդ դոլարով ավելի քիչ է 2014 թվականի օգոստոսի համեմատ: Այս պահուստների մեծ մասը կառավարվում է Կենտրոնական բանկի կողմից՝ մոտ 80 տոկոսը: Մնացած մասը կազմում է ազգային բարօրության ֆոնդը, որը ծախսվում է ենթակառուցվածքների զարգացման համար: Բացի այս պահուստներից, ֆինանսների նախարարությունն ունի պահուստային ֆոնդ, որն օգտագործվում է բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման համար: 2015 թվականի օգոստոսի 1-ի դրությամբ այդ ֆոնդը կազմում է 73 մլրդ դոլար⁷⁷:

74 Министерство финансов РФ - Предварительная оценка исполнения федерального бюджета за январь-июль 2015 года - http://minfin.ru/ru/press-center/?id_4=33226

75 Central Intelligence Agency US - The World Factbook - <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2056.html>

76 Центральный банк Российской Федерации - Международные резервы Российской Федерации - http://www.cbr.ru/hd_base/?PrId=mrrf_7d

77 Министерство финансов РФ - Совокупный объем средств фонда - <http://www.minfin.ru/ru/performance/reservefund/statistics/volume/index.php#>

Համաձայն Արժույթի միջազգային հիմնադրամի չափանիշների⁷⁸ պետության միջազգային պահուստները պետք է համապատասխանի հետևյալ չափանիշներին.

- Հավասար լինի պետության եռամսյա արտահանու մի ց ստացված եկամուտներին
- Ապահովի եռամսյան երմու ծման ֆինանսավորումը
- Ապահովի կարճաժամկետ պարտավորությունների ժամանակին մարման հնարավորությունը
- Պետք է լինի տնտեսության Փողի զանգվածի 20 տոկոսից ոչ պակաս

Ռուսաստանի պահուստները ավելի շատ են, քան ԱՄՆ կողմից հրապարակած չափանիշները, սակայն հաշվի առնելով ռուսական տնտեսության մեծ տատանումները՝ այդ պահուստները պետք է կարողանան տնտեսության դիվերսիֆիկացիայի համար անհրաժեշտ պահին տրամադրել ռուսական կառավարությանը: Այս խնդրի վտանգը կայանում է նրանում, որ Ռուսական տնտեսությունը դիվերսիֆիկացնելու համար անորոշ ժամանակ է հարկավոր, հետևաբար պահուստների վատնումը կարող է դեֆոլտի առաջ կանգնեցնել Ռուսաստանին:

Ներկայումս Ռուսական դեֆոլտի հավանականությունը գնահատելը հեշտ չէ: Միջազգային վարկանիշային ընկերությունները՝ Moody's, S&P, Fitch, 2015 թվականին Ռուսաստանի վարկանիշ նվազեցրել են, սակայն դեֆոլտային վարկանիշին հասնելու համար Ռուսական տնտեսությունը դեռ երկար պետք է անկում ունենա:

2015 թվականի ապրիլի դրությամբ Ռուսաստանն ունի մասնավոր և պետական պարտավորություններ 556 մլրդ դոլարի չափով, որտեղից ընդամենը 50 մլրդ-ն է պետական դոլարային պարտք⁷⁹, ինչը ՀՆԱ-ի 3 տոկոսն է կազմում: Համեմատության համար կարելի է նշել, որ 1998 թվականի դեֆոլտային տարում արտաքին պետական պարտքը կազմում էր ՀՆԱ-ի 150 տոկոսը: ԵՄ վիճակագրական ծառայության հրապարակած տեղեկությունները

78 International monetary fund - <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>

79 Центральный банк Российской Федерации - Статистика внешнего сектора - http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=itm_47538#CheckedItem

ցույց են տալիս, որ Ռուսաստանը պետական պարտքի մեծությամբ լավագույնն է Եվրոպայում (Հավելված 3⁸⁰):

Ռուսաստանի համար տնտեսության անկման այս տեմպերի դեպքում պահուստները կարող են ֆինանսավորել պետական բյուջեն առավելագույնը չորս տարի, որից հետո նախի գների ցածր մակարդակը Ռուսական տնտեսությունը կկանգնեցնի դեֆոլտի առջև:

ՂԱԶԱԽԱՏԱՆ. Ղազախստանի տնտեսությունը մինչև 2015 թվականի առաջին եռամսյակ բնականոն զարգանում էր՝ ունենալով չնչին տնտեսական տատանումներ: Սակայն Ռուսաստանի և Չինաստանի տնտեսությունների խնդիրները և նախի գների կտրուկ անկումը լուրջ ներգործություն ունեցան այս պետության տնտեսության վրա: Չինական արժույթի արժեզրկումը բավականին մեծ ճնշումներ գործադրեց Ղազախական տենգեի վրա, գիտակցելով արժույթի ֆիքսման համար կատարվող ծախսերի մեծությունը, Ղազախստանի Կենտրոնական բանկը որոշեց անցում կատարել արժույթի լողացող ռեժիմին: Այս որոշման արդյունքում մեկ օրվա ընթացքում Ղազախական տենգեն արժեզրկվեց 20 տոկոսով (2015 թ., օգոստոսի 20) և հետագայում տենգեն շարունակաբար արժեզրկվեց (Գծապատկեր 2.2-481):

Գծապատկեր 2.2-4: ԱՄՆ դոլար-Ղազախստանի տենգեի փոխարժեքի դինամիկան

⁸⁰ ԵՄ վիճակագրական ծառայություն - <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/statistics-illustrated>

⁸¹ Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/usd-kzt/?market=5>



Այս արժեզրկման արդյունքում կանխատեսվում է Ղազախստանի տնտեսական աճի տեմպերի նվազում, բանկային համակարգի թուլացում, գնաճային դրսևորումներ:

Իհարկե Ղազախստանի տնտեսության խնդիրները Հայկական տնտեսության վրա լուրջ ներգործություն չեն ունենա, քանզի այս երկու երկրների տնտեսությունները բավականաչափ սերտաճ չեն: Սակայն այն հանգամանքը, որ երկու պետություններն էլ միևնույն տնտեսական միավորման մեջ են, թույլ է տալիս Հայկական շուկայի վրա Ղազախստանի տնտեսության խնդիրների անուղղակի ազդեցության ի հայտ գալու մասին ենթադրություններ կատարել:

ԲԵԼԱՌՈՒՍ. Այս պետության համար խնդիրներ են առաջանում այն պահից, երբ խնդիրներ կան Ռուսական տնտեսությունում: Բելառուսի տնտեսական, ռազմական, միգրացիոն բոլոր ուղղությունները կապված են Ռուսաստանի հետ՝ արտաքին շրջանառության 40 տոկոսը Ռուսաստանին է բաժին ընկնում:

Գծապատկեր 2.2-5: ԱՄՆ դոլար-Բելառուսական ռուբլի փոխարժեքի դինամիկան



Ենթադրվում է, որ Բելառուսի տնտեսությանը 2015-2017 թվականներին լուրջ խնդիրներ է ունենալու՝ հետևյալ գործոնների պատճառով.

1. Արտահանման անկում: Ռուսական տնտեսության խնդիրներից տուժեցին Բելառուսական մեքենաշինական ընկերությունները: Բել Ա2-ը, Մինսկի տրակտորային գործարանը և ՄԱ2-ը 2014 թվականին գլխավորեցին վնասով աշխատող Բելառուսական ընկերությունների շարքը: Նրանց վնասը կազմեց համապատասխանաբար 18, 14.6 և 13.8 մլն եվրո: Այս մեքենաների իրացումն ապահովում են Ռուսաստանի գյուղացիները:

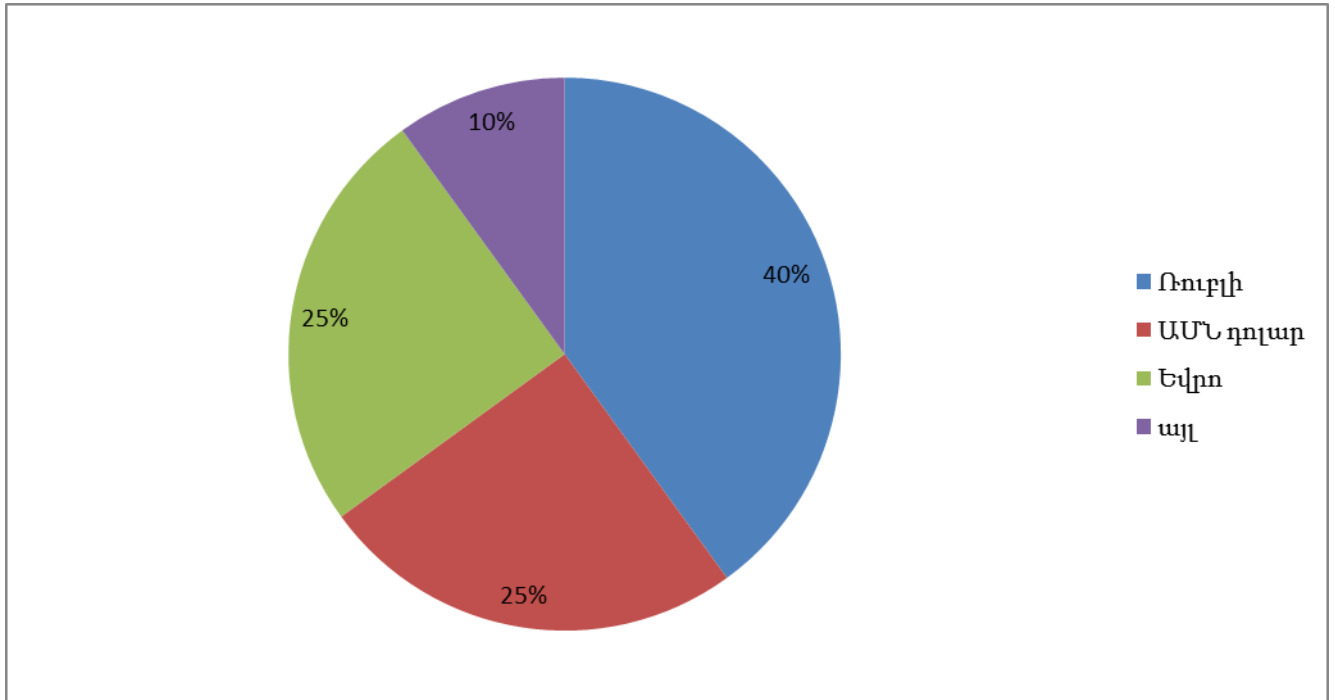
2. Բելառուսական արժույթ: Բելառուսական ռուբլին ավելի քիչ է արժեզրկվել (Գծապատկեր 2.2-5⁸²), քան ռուսական ռուբլին, հետևաբար Բելառուսական ապրանքները, որոնք արտահանվում են Ռուսաստան կթանկանան և իրացումը կնվազի: Խոսքը գնում է Բելառուսական սառնարանների, հեռուստացույցների, մեքենաների մասին:

3. Արժույթային գամբյուղ: Հաշվի առնելով Բելառուսի և Ռուսաստանի արտաքին առևտրի ծավալները՝ մինչև Ռուսական ռուբլու արժեզրկումը Բելառուսի արժույթային գամբյուղի 40 տոկոսը կազմում էր ռուբլին (Գծապատկեր 2.2-6): Արժեզրկումից

⁸²Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/usd-byr/?market=5>

հետո Բելառուսական միջազգային պահուստները զգալի կրճատվեցին:

Գծապատկեր 2.2-6: Բելառուսի արժույթային զամբյուղ



ՉԻՆԱՍԱՆ. Չինական տնտեսությունը 2015 թվականի առաջին կիսամյակին ցույց էր տալիս անհավանական աճ: Շանհայի ֆոնդային բորսայի ինդեքսը (Shanghai Composite) տարվասկզբից աճել է 58 տոկոսով, իսկ 2014 թվականի առաջին կիսամյակի համեմատ՝ 150 տոկոսով (Գծապատկեր 2.2-783): Այս ցուցանիշով Չինաստանը լավագույնն է աշխարհում: Սակայն շատ տնտեսագետներ կանխատեսում են Չինական շուկայի անկում՝ կախված ֆինանսական փուլջիկների գոյությունից:

Ֆինանսական փուլջիկ են անվանում գնային տատանումը, որը չի բացառվում տնտեսական օբյեկտիվ ցուցիչներով:

Չինաստանում առկա են լուրջ տնտեսական խնդիրներ, որոնցից են.

Գծապատկեր 2.2-7: Shanghai Composite ինդեքսի դինամիկան

⁸³ Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/mirovye-indeksy/shanghai-composite/?market=6>



1. Նվազում է Չինաստանի տնտեսության զարգացման տեմպերը: 2015 թվականի առաջին եռամսակում 2014 թվականի նույն ժամկետի համեմատությամբ տնտեսությունն աճել է 5.8 տոկոսով, այնինչ վերջին տարիներին միջին տնտեսական աճը կազմել է 10 տոկոս: Այսինքն՝ տնտեսության զարգացման տեմքը գրեթե կրկնակի կրճատվել է:

2. Վարկային խնդիրներ: Տնտեսության վարկավորման աճը կազմում է 11 տոկոս և գրեթե 2 անգամ ավելին է ՀՆԱ-ի աճից: Չինական վարկերը հիմնականում ուղղված են մասնավոր հատվածի շրջանառու միջոցների դեֆիցիտը փակելուն, ինչը նշանակում է, որ մասնավոր հատվածն ունի բնականոն արտադրական ցիկլի խնդիր: Այսինքն՝ վարկերի տրամադրման անընդհատ աճի պատճառով ոչ թե նոր արտադրանքի ստեղծումն է, այլ խնդրահարույց ընկերությունների կարճաժամկետֆինանսավորումը:

3. Անշարժ գույքի շուկա: Բնակելի շենքերի շինարարությունը կրճատվել է 25 տոկոսով⁸⁴, իսկ առկա անշարժ գույքի վաճառքը՝ 15 տոկոսով:

4. Չինական արժույթի արժեզրկումը: Չինաստանի տնտեսության աճը խթանելով համար Չինաստանի Կենտրոնական

⁸⁴ Оксана Кучура – “Шанхайская пирамида”, 2015г., Москва

բանկը արժեզրկել է յուանը (Գծապատկեր 2.2-8⁸⁵), ինչը մինչ 2015 սեպտեմբեր նվազեցնում է Շանհայի ֆոնդային բորսայի ինդեքսը (Shanghai Composite):

Գծապատկեր 2.2-8: ԱՄՆ դոլար-Չինական յուան փոխարժեքի դինամիկան



Չինաստանի տնտեսության յուանը այժմ լուրջ մարտահրավերների առջև է, քանզի բարձրացել է տնտեսության ռիսկայնությունը, իսկ ներդրողները կապիտալը հանում են այս երկրից: Մոտակա տարիներին Չինաստանի առաջնային խնդիրն է լինելու վերադարձնել տնտեսական աճի բարձր տեմպերը և լուծել մասնավոր հատվածի ֆինանսական պարտավորությունների խնդիրները:

Չինական տնտեսության թուլացումը կարող է ազդեցություն ունենալ Հայաստանի տնտեսության համար, քանզի Չինաստանը մետաղների շուկայում պահանջարկն ապահովող հիմնական մասնակիցներից է, իսկ այդ պահանջարկի նվազումը կարող է նվազեցնել մեղատների համաշխարհային գները:

ԱՄԵՐԻԿԱՅԻ ՄԻԱՑՅԱԼ ՆԱՅԱՆՈՒՄԸ. ԱՄՆ հիմնական տնտեսական ցուցանիշները 2015 թվականում ունեցել են տարաբնույթ

⁸⁵ Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/usd-cny/?market=5>

տառանումներ: Նյու-Յորքի ֆոնդային բորսայի Դոու Ջոնսի ինդեքսը լուրջ անկում է ունեցել 2015 թվականի օգոստոսին, որից հետո ունեցել է աճ (Գծապատկեր 2.2-9⁸⁶):

Գծապատկեր 2.2- 9: Dow-Jones ինդեքսի դինամիկան



Ամերիկյան հեղինակավոր Wall Street Journal պարբերականի տնտեսագետների կանխատեսման⁸⁷ համաձայն Միացյալ Նահանգների տնտեսությունը կունենա երկու տոկոսի աճ, իսկ անկումային դրսևորումները հիմնականում ունենում են կարճաժամկետ բնույթ: Այս տնտեսագետների կանխատեսմամբ Միացյալ Նահանգների տնտեսությունը մոտակա ապագայում լինելու է Համաշխարհային տնտեսության լոկոմոտիվը: Հիմնականում դա պայմանավորված է լինելու Փեդերալ Ռեզերվային Համակարգի ճիշտ մոնետար քաղաքականությամբ, զարգացող երկրների տնտեսությունների անկայունությամբ, Չինական տնտեսության թուլացմամբ և այլն:

Դոու Ջոնսի ինդեքսի անկումը 2015թ. վերջում և 2016թ. սկզբում պայմանավորված են Ֆեդերալ ռեզերվային համակարգի կողմից վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացմամբ,

⁸⁶ Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/mirovye-indeksy/d-j-ind/?market=6>

⁸⁷ Josh Mitchell "U.S. Recovery Stumbles Yet Again" - <http://www.wsj.com/articles/u-s-gdp-fell-0-7-in-first-quarter-1432902722>

ինչը պայմանավորված է շուկայում ֆինանսական «փուլիկներից» խուսափելու համար: Այնուամենայնիվ, 2016 թվականի հունվար ամսվա երկրորդ կեսում այս ինդեքսը սկսել է աճել:

Միացյալ Նահանգների տնտեսությունը ներդրողների համար անվտանգ գոտի է, որտեղ ներդրողները կարող են պահել իրենց կապիտալը, մինչև զարգացող երկրների տնտեսությունները կայունանան: Այս գործընթացն ունի կրկնակի բացասական ազդեցություն զարգացող երկրների վրա. ներդրումների արտահոսքի ժամանակ աճում է ԱՄՆ դոլարի պահանջարկը, ինչի հետևանքով զարգացող երկրների արժույթները արժեզրկվում են՝ ավելի խորացնելով ճգնաժամային երևույթները:

Միացյալ Նահանգների ֆինանսական շուկայում օգոստոսյան անկումից հետո Դոու Ջոնսի ինդեքսի հետ միասին աճում են տեխնոլոգիաների ոլորտում գործունեություն ծավալող ընկերությունների ընդհանրացված ինդեքսը (Գծապատկեր 2.2-10⁸⁸)

Գծապատկեր 2.2-10: ԱՄՆ Technology ինդեքսի դինամիկան



Զարգացող երկրներից կապիտալի ներհոսքը Միացյալ Նահանգների տնտեսությունն հիմնականում ուղղված է լինելու Տեղեկատվական (IT) և բարձր (High-tech) տեխնոլոգիաների ոլորտ, բժշկական ապրանքների և ծառայությունների ոլորտ, ռազմական տեխնիկայում նորարարությունների ոլորտ:

ԵՎՐՈՊԱԿԱՆ ՄԻՈՒԹՅՈՒՆ. ԵՄ տնտեսությունը 2015 թվականին ունեցել է բավականին ծանր անկումներ: Հունաստանի արտաքին

⁸⁸ Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/otrasli-ehkonomiki-usa/technology/?market=27>

պարտքը (Հավելված 1), Ուկրաինական ճգնաժամը, միգրանտների ներհոսքը դանդաղեցնում են ԵՄ տնտեսական աճի տեմպերը: 2015 թվականի սեպտեմբերի ֆինանսական ինդեքսները վկայում են ԵՄ գոտում գտնվող մի շարք պետություններում ճգնաժամային դրսևորումների և ներդրողների կողմից կապիտալի արտահոսքի մասին:

Եվրոպական հիմնական ֆինանսական շուկաների անկումը բացասական ազդեցություն է ունենում Եվրոյի վրա, ինչը 2014-2015 թվականներին հիմնականում արժեզրկում է արձանագրում (Գծապատկեր 2.2-11⁸⁹):

Գծապատկեր 2.2-11: ԱՄՆ դոլար-Եվրո փոխարժեքի դինամիկան



ԵՄ Կենտրոնական բանկի վիճակագրական տվյալների համաձայն՝ Եվրոպական 130 խոշոր բանկերից 35-ը չեն համապատասխանում ֆինանսական կայունության չափանիշներին: Եվրոպական միությունը դեռ չի հաղթահարել տնտեսական ճգնաժամի հետևանքները: Դանդաղ առաջընթացի պատճառն է բյուրոկրատիայի բարձր մակարդակը, բարձր հարկերը, պետությունների բարձր սոցիալական պատասխանատվությունը և որոշ ոչ տնտեսական գործոններ (Ռուսաստանի նկատմամբ պատժամիջոցների կիրառում):

⁸⁹ Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/eur-usd/?market=5>

Ըստ ԵՄ կենտրոնական բանկի մասնագետների՝ ԵՄ տնտեսական աճը 2015-2016թթ կապահովվի Գերմանիայի և Ֆրանսիայի տնտեսությունն կապիտալի ներհոսքով⁹⁰: Սակայն միևնույն ժամանակ խնդրահարույց կդառնա մնացած երկրների ֆինանսական կայունության հարցը, քանզի մի շարք երկրների տնտեսությունները գտնվում են նախադեֆոլտային վիճակում (օր.՝ Պորտուգալիա):

Աղյուսակ 2.2-11⁹¹: Եվրոպական հիմնական ֆոնդային ինդեքսների

N	Ինդեքս	Պետություն	Փակման գին (09/2015)	Օրական փոփոխություն (իրական)	Օրական փոփոխություն (%)	Տարբերություն տարվասկզբից
1	2	3	4	5	6	7
1	ATX	Ավստրիա	2281,31	-17,00	-0,74%	-1,92%
2	BEL20 Index	Բելգիա	3465,58	-29,40	-0,84%	9,14%
3	FTSE 100	Մեծ Բրիտանիա	6155,81	-73,20	-1,18%	-9,47%
4	DAX Index	Գերմանիա	10210,44	-92,70	-0,90%	5,36%
5	IBEX 35 INDEX	Իսպանիա	9859,00	-179,00	-1,78%	-9,44%
6	FTSE MIB	Իտալիա	21901,45	-225,00	-1,02%	3,84%
7	AEX	Նիդեռլանդներ	436,21	-8,50	-1,81%	4,35%
8	OMX Nordic 40	Սկանդինավյան երկրներ	1511,32	-12,76	-0,84%	9,52%
9	CAC 40	Ֆրանսիա	4596,53	-68,10	-1,46%	3,50%
10	SMI	Շվեյցարիա	8778,76	-93,20	-1,05%	-0,57%

փոփոխություններ

Այսպիսով, մինչև 2020 թվականը զարգացող երկրների ֆինանսական շուկաներում սպասվում են լուրջ տատանումներ և անկումներ, իսկ զարգացած երկրներում, հատկապես Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում կդիտվի ներդրումների ներհոսք, քանզի ԱՄՆ տնտեսությունը առավել ցածր ռիսկային է, քան մնացած երկրների շուկաները:

Միացյալ Նահանգների ֆինանսական ռիսկերի ցածր մակարդակն իրենից ենթադրում է ցածր եկամտաբերություն: Չարգացող երկրների համար երկրորդ հազարամյակի երկրորդ մեծ ճգնաժամից խուսափելու համար հարկավոր է ստեղծել գրավիչ

⁹⁰ Central bank of EU - <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/html/index.en.html>

⁹¹ Ֆինանսական արդյունքներ - <http://www.finam.ru/international/imdaily/evropa-i-vnov-pozitiv-soshel-na-net-20150911-09120/>

ոլորտներ և ցածր ռիսկային լծակներ Միացյալ Նահանգների կապիտալի շուկայից հայրենական տնտեսության ներդրումներ ներգրավելու համար:

Սույն ենթագլխում իրականացված միջազգային տնտեսական վիճակի վերլուծությանը թույլ է տալիս ստեղծել ներդրումների ներգրավման ռազմավարության՝ ընտրելով այն պետությունը կամ պետությունները, որտեղից առավել իրատեսական կլինի ներդրումների ներգրավումը: Այս վերլուծության արդյունքում կարելի է փաստել, որ հարկավոր է որպես վերոնշյալ ռազմավարության թիրախ ընտրել Ամերիկայի Միացյալ Նահանգները և Եվրոպական Միության առավել զարգացած պետությունները: Ռուսաստանի, Եվրասիական տնտեսական միության և Ասիական երկրների ուսումնասիրված տնտեսական խնդիրները դեռ երկար ժամանակ թույլ չեն տա այս երկրների տնտեսություններին ցույց տալ նախորդ տարիների տնտեսական աճի տեմպերը, իսկ ԱՄՆ և ԵՄ պետություններում նկատվում է տնտեսական աճ, ինչը հիմնավորվում է նաև ԱՄՆ Ֆեդերալ Ռեզերվային Համակարգի կողմից վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացմամբ:

2.3. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐԻ ՆՈՐԴՐՈՒ ՄԱՅԻՆ ԾՐԱԳՐԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԵՐԻ ԱՌԱՋՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

Տարբեր երկրների փորձի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ բարձր տեխնոլոգիաների ֆինանսավորման համակարգը սերտ կապ ունի տնտեսության համակարգային և կառուցվածքային առանձնահատկությունների հետ: Հաճախ երկրների տարբերությունների թվին են դասվում գիտատեխնիկական զարգացման մակարդակը, սոցիալական ինստիտուտների վիճակը, մարդկային կապիտալի զարգացվածության աստիճանը, տնտեսական աճի ինտենսիվությունը, տնտեսության չափերը և ֆինանսական հատվածի վիճակը:

Կատարված վերլուծությունների հիման վրա կարելի է առանձնացնել բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ֆինանսավորման 4 հիմնական համակարգեր⁹²:

1. Շուկայական
2. Կորպորատիվ-պետական
3. Կլաստերային
4. Մեզո-կորպորատիվ

Այս համակարգերը միմյանցից տարբերվում են ինչպես արտաքին ցուցանիշներով (որակական և քանակական), այնպես էլ տնտեսության մեջ դրանց կորևորություն մակարդակով:

Աղյուսակ 2.3-1. Ֆինանսավորման համակարգերի ընդհանուր նկարագիրը⁹³

#	Ֆինանսական և կորպորատիվ կառավարման ընդհանուր նկարագիր	Ֆինանսավորման մոդելի տեսակը			
		Շուկայական	Պետական-կորպորատիվ	Կլաստերային (ցանցային)	Մեզո-կորպորատիվ
1	2	3	4	5	6
1	Ֆինանսական շուկայի զարգացվածության աստիճան	Բարձր	Ցածր	Ցածր	Ցածր

⁹² William R. Kerr, Ramana Nanda “Financing innovation”, 2014, Harvard business school, p. 47

⁹³ Пестовой А., Солнцева О. Финансирование инноваций: в поисках российской модели // Банковское дело. - 2014. - № 1. - Стр. 48.

2	Բանկային կենտրոնացվածություն	Կորկոր չէ	Բարձր	Բարձր	Բարձր
3	Ընկերությունների կառավարման մեջ բանկերի մասնակցությունը	2արգացած չէ	2արգացած է	2արգացած չէ	2արգացած է
4	Վենչուրային կապիտալի հասանելիություն	Բարձր	Ցածր	Բարձր	Բարձր/Ցածր
5	Ներդրումային ֆոնդերում ինստիտուցիոնալ ներդրողների մասնակցության աստիճանը	30-50%	10%-ից քիչ	30-40%	10%-ից քիչ
6	Ներդրումային ֆոնդերում բանկերի մասնակցության աստիճանը	20%-ից քիչ	40-60%	20-30%	30-40%
7	Ներդրումային ֆոնդերում կորպորատիվ ֆինանսավորման աստիճանը	2սպված	2սպված	2սպված	Բարձր
8	Միացման և կլանման շուկայի զարգացվածության աստիճանը	2արգացած	Ոչ բավարար զարգացած	Ոչ բավարար զարգացած	Ոչ բավարար զարգացած
9	Միևուրիտար բաժնետերերի իրավունքների պաշտպանության մակարդակ	Բարձր	Սահմանափակ	Բարձր	Սահմանափակ
10	Իրական հատվածում սեփականության կենտրոնացվածություն	Ցածր	Բարձր	Բարձր	Բարձր

Աղյուսակ 2.3-1. Ֆինանսավորման համակարգերի ընդհանուր նկարագիրը (շարունակություն)

Ֆինանսավորման շուկայական համակարգ: Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման շուկայական համակարգը հատկանշական է անգլոսաքսոնական երկրների (ԱՄՆ, Մեծ Բրիտանիա, Կանադա, Իռլանդիա, Ավստրալիա) և Իսլայելի համար:

Այս համակարգը հարմար է բարձր տեխնոլոգիաների զարգացման պիոներական ռազմավարության մեջ օգտագործելու համար: Այն ուղղված է նորարարական ոչ գծային գործընթացներին և ներառում է առավելագույն հնարավոր տնտեսական ճյուղեր: Շուկայական մոդելը թույլ է տալիս արագ ստեղծել հեղափոխական և նորարարական լուծումներ, ինչպես նաև օգտագործում է spillover⁹⁴ էֆֆեկտը:

Այս համակարգը թույլ է տալիս արագ արձագանքել նոր տեխնոլոգիական մարտահրավերներին:

Շուկայական համակարգի կարևորագույն օղակներն են.

- Փոքր ընկերությունները, որոնք ստեղծում են բարձր տեխնոլոգիաներ

- Վենչուրային ֆոնդեր և բիզնես հրեշտակներ, որոնք հանդիսանում են բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման աղբյուր

- Խոշոր նորարարական ընկերություններ

Չնայած փոքր ընկերություններին բաժին է ընկնում վերոնշյալ երեք օղակներից ամենափոքր ֆինանսավորումը, այն բարձր տեխնոլոգիաների ճյուղին տալիս է անհրաժեշտ ճկունություն և հետազոտությունների բազմակողմանիություն, հանդիսանում է նորարարության սկզբնաղբյուր:

Կարևորագույն մասնիկը, որն ապահովում է համակարգի մասնակիցների միջև կապը, ինչպես նաև տվյալ գործընթացի անցումը մի աստիճանից մյուսին, հանդիսանում են դիվերսիֆիկացիան, թափանցիկ և իրացվելի շուկաները՝ մտավոր սեփականությունը, վենչուրային կապիտալը, կորպորատիվ

⁹⁴ Spillover էֆֆեկտ – երկրորդային էֆֆեկտներն են, որոնք տվյալ գործընթացում ի հայտ են գալիս, քանի որ միևնույն գործընթացում առկա են այնպիսի ազդակներ, որոնք, առաջին հայացքից, երկրորդային էֆֆեկտների հետ կապ չունեն

միաձուլումներն ու կլանումները, բարձր տեխնոլոգիական ընկերությունների բաժնետոմսերի գները:

Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման շուկայական համակարգի գործունեության կարևորագույն պայմաններն են⁹⁵.

➤ Սեփականության իրավունքի սահմանման և պաշտպանության հստակ համակարգ (ներառյալ մտավոր սեփականությունը և փոքր մասնաբաժին ունեցող բաժնետերերի իրավունքները), ինչպես նաև ստիպողաբար պայմանագրերով սահմանված պարտականությունների կատարման լծակների առկայությունը:

➤ Չարգացած և լավ համակարգված ֆինանսական շուկա, որն առաջարկում է բարձր ռիսկային նախագծերում ներդրումներ կատարելու համար անհրաժեշտ ֆինանսական գործիքների մեծ ընտրություն:

➤ Ինստիտուցիոնալ ներդրողների զարգացած համակարգ, որը հանդիսանում է երկարաժամկետ ներդրումների գլխավոր ռեսուրս:

➤ Բավականաչափ հատուկ պատրաստված և անհրաժեշտ փորձ ունեցող կառավարիչների առկայություն, ովքեր կարող են ճիշտ գնահատել ներդրումների առաջնահերթությունները և ապահովել արդյունավետ կոմերցիոն արտադրանք:

Միևնույն ժամանակ բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման շուկայական մոդելի հիմնական խնդիրների թվին են դասվում ոչ բավարար ֆինանսական կայունությունը՝ տնտեսական ցիկլի ժամանակ տատանումների հակվածությունը, ինչպես նաև այն կարող է ստեղծել «փուլ ի կեսեր», որոնք ավելի են ուժեղացնում տնտեսական ցիկլի կործանարար ազդեցությունը:

Կորպորատիվ-Պետական համակարգ⁹⁶: Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման կորպորատիվ-պետական համակարգը հատկանշական է Եվրոպական երկրների մեծ մասի համար

⁹⁵ JOHNSON G., SCHOLLES K., WHITTINGTON R. 2010. Exploring Corporate Strategy. 8th edn. Pearson Education Limited, p. 5

⁹⁶ William R. Kerr “Problems of financing innovation”, 2011, Harvard business school, p. 29

(Ֆրանսիա, Գերմանիա, Իտալիա և այլ): Այս համակարգի բարենպաստ հավասարակշռված զարգացման համար, որը լինում է զսպված ինտենսիվ տեխնոլոգիական զարգացման համար: Այն թույլ է տալիս պահպանել առաջատար դիրքեր ֆունդամենտալ և ռազմավարական նշանակություն ունեցող ճյուղերում, ինչպես նաև լինել մրցունակ տնտեսության գրեթե բոլոր ճյուղերում: Բացի դրանից այն հնարավորություն է տալիս բարձր տեխնոլոգիաներն օգտագործել սոցիալական և բնապահպանական խնդիրներ լուծելու համար, հնարավորություն է տալիս արագացնել ռեգիոնալ և միջազգային ինտեգրացիան:

Այս համակարգում գլխավոր սուբյեկտներն են⁹⁷.

- Խոշոր և կայուն ընկերությունները
- Բանկերը
- Չետագոտական ինստիտուտները
- Պետական մարմինները, որոնք պատասխանատու են

գիտատեխնիկական քաղաքականության համար

Այս համակարգում վենչուրային ֆոնդերը և նորարարական փոքր ընկերությունները երկրորդային դեր ունեն՝ հանդիսանալով հիմնական սուբյեկտների հետփոխկապակցված անձիք:

Գլխավոր գործոնները, որը միավորում է տարբեր տնտեսական սուբյեկտներին և ապահովում նորարարական ազդակի անցումը ֆունդամենտալ աստիճանից արտադրականի, հանդիսանում են պետության և խոշոր ընկերությունների տեխնոլոգիական զարգացման ծրագրերը և մասնավոր-պետության համագործակցության արդյունքում ստեղծված ռազմավարական ծրագրերը:

Տվյալ համակարգի շրջանակներում հաջողությամբ զարգանալու անհրաժեշտ պայմաններից են բարձրորակ պետական կառավարումը, ակտիվ-նորարար այնպիսի ընկերությունների առկայությունը, որոնք ունեն գիտահետազոտական բաժիններ, և ունիվերսալ մեծ բանկերը, որոնք հանդիսանում են մեծ ընկերությունների հիմնական ֆինանսական գործընկերները:

⁹⁷ JOHNSON G., SCHOLLES K., WHITTINGTON R. 2010. Exploring Corporate Strategy. 8th edn. Pearson Education Limited, p. 11-12

Այս համակարգը առավել քիչ է ենթարկվում ֆինանսական տատանումներին, քան շուկայականը, սակայն այստեղ խնդիրներ կան մի ոլորտից մյուսին տեխնոլոգիաների փոխանցման հետ կապված:

Կլաստերային համակարգ⁹⁸: Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման կլաստերային համակարգը հատկանշական է սկանդինավյան երկրների համար (Շվեդիա, Ֆինլանդիա, Դանիա): Այս համակարգը բարենպաստ է նորարական «հատուկ» ռազմավարությունների ֆինանսավորման համար: Վերջինիս հատկանշական է ոչ մեծ, նախնական շրջանում բավարարող նորարարական մրցակցային դաշտ, սակայն ունեն չափազանց դիվերսիֆիկացված տնտեսություններ:

Այս համակարգի հիմնական սուբյեկտներն են.

- Միմյանցից տարբեր և անկախ շուկայական գործակալներ
- Փոքր նորարարական ընկերություններ
- Մեծ կորպորացիաներ
- Գիտահետազոտական ինստիտուտներ, համալսարաններ,

որոնք միավորված են հատուկ ոլորտների և տարածքային կլաստերների շուրջ

Փուլից փուլ անցման և բարձր տեխնոլոգիաների ստեղծման-օգտագործման գործընթացի մասնակիցների միջև կապի հիմնական գործոններն են կայուն գործընկերային հարաբերությունները, որոնք հիմնված են տեխնոլոգիական և գիտահետազոտական համագործակցության հիման վրա: Այս հարաբերությունները թույլ են տալիս հաղթահարել ոչ բավարարող զարգացած տնտեսության բացասական ներգործությունը և ստեղծել իրացվելի շուկա, իսկ փոքր նորարարական ընկերություններին թույլ տալիս ներգրավել ֆինանսական միջոցներ:

Գործարար հարաբերությունների պահպանման և առաջացած խնդիրների լուծման հարցում մեծ դերակատարում ունի պետությունը, որն իր քաղաքականությամբ ստեղծում է տարբեր տեսակի համագործակցություններ, ինչպես նաև տարբեր ծակներով խթանում ընկերություններում բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրման գործընթացը: Պետությունը նաև կարևոր դերակատարում

⁹⁸ Andreessen Horowitz investment fund - <http://a16z.com/2015/11/17/a16z-podcast-fintech-from-the-worlds-financial-capital-london/>

ուևի բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի ծրագրերի ֆինանսավորման ոլորտում (այդ թվում ֆուկսիոնալ և հետազոտական), միաժամանակ ուղղորդելով դրանց դեպի բիզնեսի պահանջների բավարարելուն: Այս ծրագրերի հաջող իրականացման դեպքում ազգային ընկերությունները կարողանում են այդ ոլորտներում միջազգային ասպարեզում հասնել մրցակցային առավելության:

Տվյալ համակարգի հաջող գործունեության նախապայման է ինստիտուտների զարգացման բարձր մակարդակ և պետական կառավարման արդյունավետություն:

Այն պետությունները, որոնք օգտագործում են բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման այս համակարգը, ունեն մարդկային կապիտալի զարգացման և աշխատավարձի բարձր մակարդակներ: Ենթադրվում են բարձր մասնագիտական-տեխնիկական և հատուկ տեխնիկական (նեղ մասնագիտական) գիտելիքների առկայություն, որոնք ուղղված են մեծ ընկերությունների կարիքները հոգալուն: Այս ամենի հետ մեկտեղ պահանջվում է նախնական գերազանց կրթություն:

Մեզո-կորպորատիվ համակարգ: Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման մեզո-կորպորատիվ համակարգը հատկանշական է Արևելյան Ասիայի երկրներին (Չվ. Կորեա, Սինգապուր, Ճապոնիա և այլն): Այն բարենպաստ է «իմիտացիոն» նորարարության զարգացման համար:

Այս համակարգը հատկանշական է այն երկրների համար, որոնք ի սկզբանե չեն ունեցել զարգացած շուկայական ինստիտուտներ, գիտահետազոտական զարգացվածությունը մրցունակ չէ և զիջում է առավել զարգացած երկրներին, բայց զգտում է ապահովել արագընթաց տնտեսական աճ և կրճատել առաջատար երկրներից բերեկեցության մակարդակով հետամնացությունը:

Կարևորագույն սլոյեկտներն են.

- Մեծ բազմաճյուղային կորպորացիաները, որոնք կազմված են բազմաթիվ բազմապրոֆիլային մասերից
- Ֆինանսական և արտադրական ընկերությունները
- Գիտահետազոտական կազմակերպությունները

Փոքր նորարարական բիզնեսը և վենչուրային ֆոնդերը նույնպես ներկորպորատիվ են և գործունեություն են ծավալում հիմնականում գերկորպորացիաների կազմում:

Հիմնականում բարձր տեխնոլոգիաների ամբողջ ցիկլը ամփոփվում է մեկ մեզո-կորպորացիայի ներսում և բավականին կարճ է տևում⁹⁹. այն ներառում է նորարարական գործընթացի միջին և ուշ մակարդակները և ուղղված են արտադրության մեջ բարձր տեխնոլոգիաների արագ ներդրմանը:

Որպես կանոն, մեկնարկային կետը լինում է արտաքին սուբյեկտից վերցրած «հում» տեխնոլոգիան կամ արդեն առկա տեխնոլոգիական լուծումները, իսկ հիմնական աշխատանքի նպատակն է դառնում առկա տեխնոլոգիայի կատարելագործումը:

Գերկորպորացիաներում բիզնեսի և նորարարական գործընթացի կազմակերպումը թույլ է տալիս արագ ուղղել ռեսուրսները (\$ինանսական, աշխատանքային, գիտահետազոտական և այլն) դեպի կանոն ուղղություններ, ինչպես նաև տարբեր ճյուղերի ընկերությունների և բարձր տեխնոլոգիաների միաձուլումը: Այս համակարգը թույլ է տալիս բավականին մեծ խնայողություններ անել՝ ի հաշիվ մասշտաբի էֆֆեկտի:

Այս ամենը ապահովում է նոր ուղղությունների արագ ընկալում, նոր տեխնոլոգիական լուծումների և արտադրանքի ներդրում, շուկային կոնյուկտուրայի նկատմամբ ճկունություն, ինչպես նաև տնտեսապես և որակապես գերազանցում է կրկնօրինակվող արտադրանքը:

Այս նպատակներին հասնելու համար գերկորպորացիաներին հարկավոր են երկարաժամկետ և կայուն ֆինանսավորում մեծ քանակերի կողմից: Վերջինս հանդիսանում է ոչ միայն ֆինանսավորող, այլև կառավարման մարմնի մաս, քանզի ինքն է որոշում, թե ընկերության որ հատվածը պետք է ֆինանսավորվի:

Որպես կանոն այս համակարգի զարգացման նախապայման է հզոր ֆինանսական հատվածը, որը ներառում է կորպորացիաների հետ սերտ կապեր ունեցող բանկեր: Մյուս կողմից անհրաժեշտ է կորպորատիվ

⁹⁹ GRAHAM, T. 2007. Cima Exam Practice Kit Management Accounting Business Strategy. Burlington: Elsevier. p. 117

մաշակույթի զարգացվածության բարձր մակարդակ, որը փոխհատուցում է շուկայի փերզարգացվածությունը:

Երրորդ կարևոր գործոնն է մարդկային ռեսուրսների բարձր գիտական ու մասնագիտական պատրաստվածությունը և համեմատաբար ցածր աշխատավարձի մակարդակը: Այն հիմնականում ներառում է բարձրակարգ գիտելիքների հատուկ տեխնիկական ոլորտում՝ ուղղված գերկորպորացիաների կարիքների բավարարմանը:

Այս ենթագլխում կատարված վերլուծությունը թույլ է տալիս տեսնել բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման չորս հիմնական համակարգերի դրական և բացասական կողմերը, ինչպես նաև վերջինների զարգացմանը խթանող և խոչընդոտող գործոնները: Ըստ էության, կարելի է փաստել, որ վերոնշյալ համակարգերից ոչ մեկը ճայաստանում կատարյալ չի կարող ներդրվել, քանզի առկա այստեղ առկա նախորդ ենթագլուխներում խորը վերլուծության ենթարկված խնդիրները խոչընդոտ են հանդիսանում ինչպես այս համակարգերի ներդրմանը, այնպես էլ հետագա զարգացմանը:

Ելնելով վերագրյալից՝ կարելի է եզրակացնել, որ ճայաստանի համար հարկավոր է ստեղծել հիբրիդային համակարգ, որն իրենից կներկայացնի ներդրողներին ծանոթ համակարգերի հատկանիշներ, ինչպես նաև ներդրման և նորմալ ֆունկցիոնալության համար կախանջի նվազագույն ժամկետ:

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ բանկերը բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային նախագծերի երկարաժամկետ ֆինանսավորման ժամանակ ուշադրություն են դարձնում հետևյալ գործոններին.

- Բարձր տեխնոլոգիաներում ներդրումային ծրագրի ռիսկայնություն
- Արտադրանքի սպառման հնարավորություններ
- Հնարավոր շահույթի մեծություն
- Հետզնման ժամկետ
- Վարկի վերադարձման եղանակներ
- Ելուղում արտադրական ցիկլի երկարություն

Հատուկ դեպքերում առևտրային վարկերը կարող են ավելի բարենպաստ ազդեցություն ունենալ ընկերության վրա, քան արժեթղթերի թողարկումը կամ պետական ֆինանսավորումը: Այդ արդյունավետությունը կարող է լինել վարկատու ֆինանսական հաստատության մասնագիտական բարձր հատկանիշներ կամ որակավորում ունեցող այն աշխատակիցների աշխատանքի արդյունքը, ովքեր քաջատեղյակ են շուկայում առկա խնդիրներից և կարող են մասնագիտական օգնություն տրամադրել ընկերությանը:

Նշված մեթոդներից բացի առկա են նաև առավել առանձնահատուկները, որոնք համաշխարհային կիրառում ունեն բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման համար: Այդ մեթոդների թվին են դասվում.

- Վենչուրային ֆինանսավորում
- Դեպոզիտար ստացականներ

Վենչուրային ֆինանսավորում: Ֆինանսավորման այս մեթոդն ուղղված է գիտահետազոտական ծրագրերի հիման վրաստեղծված նորապրանք կամ ծառայությունն առաջարկող ընկերությունների ֆինանսավորման համար: Վենչուրային ֆինանսավորումը կարելի է բնութագրել որպես երկարաժամկետ ներդրում, որը միջին ժամկետայնությունը 5-7 տարի է, և օգտագործվում է հիմնականում նոր ստեղծվող ընկերություններին ֆինանսավորելու համար:

Ներդրման այս տեսակն ունի մի շարք առանձնահատկությունները, որոնցից են՝

1. Ներդրողն ունի հաստատված ռիսկի հակվածություն, այսինքն ներդրողը գիտակցում է, որ առկա է ֆինանսական միջոցները կորցնելու մեծ հավանականություն, սակայն հաջողության դիմաց պարգևավճարը տասնյակ անգամներ ավելի է, քան կատարված ներդրումները

2. Նախագծից ֆինանսական մուտքեր հարկավոր է տարիներ սպասել: Միջինում վենչուրային ներդրողը պետք է սպասի 3-5 տարի, որպեսզի համոզվի, որ այն նախագիծը, որտեղ ներդրում է կատարվել, կարող է բարձր եկամտաբերություն ունենալ, իսկ անմիջական շահաբաժիններ ստանալու համար հարկավոր է սպասել 5-10 տարի:

3. Այս գործիքը օգտագործվում է միայն ընկերության բաժնեմաս գնելու համար, այսինքն չի կարող ներդրվել ցանկացած այլ ֆինանսական գործիքի մեջ:

4. Վենչուրային ներդրողը հիմնականում գնում է ընկերության 25-40 տոկոսը՝ թույլ տալով մնացած բաժնետերերին մասնակցել ընկերության ռազմավարական խնդիրների լուծմանը:

Վենչուրային ներդրումների մասին առավել մանրամասն տեղեկություններ կայացված է ներքոնշյալ գծագրում (Գծապատկեր 2.3-2)

Աղյուսակ 2.3-2: Վենչուրային ներդրման համեմատությունը այլ մեթոդների հետ

N	Ֆինանսավորման աղբյուրներ	Բանկ	Գործընկերներ	Վենչուրային և ֆինանսավորում
1	2	3	4	5
1	Ներդրումների բաժնետիրական կապիտալում	-	✓	✓
2	Վարկեր	✓	-	✓
3	Երկարաժամկետ ներդրումներ	✓	✓	✓
4	Ռիսկային նախագծեր	-	-	✓
5	Ընկերության կառավարման մասնակցություն	-	✓	✓

Բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման համար վենչուրային կապիտալի օգտագործվումը ունի տեսական և գործնական հիմքեր: Հայաստանում, սակայն առաջարկվում է ուշադրություն դարձնել ներկայացված երկրորդ մեթոդին, որի մասին առավել մանրամասն է ներկայացվել այս ենթագլխում:

Դեպրզիտար ստացականներ. Հայաստանի տնտեսության այս ծանր փուլում արդիական է դառնում ներդրումների խթանման

անհրաժեշտությունը: Սակայն տնտեսության համար կարևոր նշանակություն ունի ոչ միայն ներքին ներդրումների խթանումը, այլև օտարերկրյա ներդրումների ներգրավումը: Առանց օտարերկրյա ներդրումների գրեթե անհնար է ստեղծել կենսունակ տնտեսություն, չունենալ ֆինանսական և սոցիալական խնդիրներ:

Օտարերկրյա ներդրումների ներգրավմանը կարող է խանգարել ոչ միայն քաղաքական և ֆինանսական անկայունությունը, այլև ներդրումային քաղաքականության նկատմամբ պետության կողմից ոչ բավարարող առաջնությունն առկայությունը: Հարկային համակարգը, որն ընկերությունների գործունեությունը դարձնում է քիչ շահութաբեր, ոչ արդարացի հաշվարկված մաքսային վճարները և օրենսդրության անկատարությունը Հայաստանին դասում են միջինից բարձր ռիսկայնություն ունեցող տնտեսությունների շարքին, որն իր հերթին ուղղորդվում է ներդրումների նկատմամբ ցածր գրավչությամբ:

Ժամանակակից տնտեսության պայմաններում բաժնետիրական ընկերությունները, բացի իրենց հիմնական խնդրից, այն է՝ արտադրանքի թողարկում, տեխնոլոգիաների արդիականացում, ստիպված են մեծ ուղադրություն դարձնել իրենց արժեթղթերին: Այնուամենայնիվ, Հայաստանի ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց ճնշող մեծամասնությունը չգիտի՝ ինչ է արժեթուղթը և ինչ հնարավորություն է այն ընձեռում:

Գաղտնիք չէ, որ Հայաստանում օտարերկրյա կապիտալի ներգրավումը բավականին ծախսատար, իսկ հաճախ ապարդյուն աշխատանք է: Այդ է պատճառը, որ ընկերությունների մեծ մասը աշխատանքներ է տանում ներդրողների հետաքրքրությունը դեպի իրենց սևեռելու վրա (ինչն ավելի էժան է, սակայն քիչ արդյունավետ), այլ ոչ դեպի միջազգային ֆինանսական շուկաներ ելքեր գտնելու:

Միջազգային հեղինակավոր ֆինանսական շուկաներն արդեն չունեն են այդ խնդիրը՝ ներմուծելով այսպես կոչված դեպոզիտար ստացականների (ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ) հասկացությունը:

Դեպոզիտար ստացականի թողարկումը արտերկրում հայրենական ընկերությունների կողմից բաժնետոմսերի թողարկման փակ

տարբերակն է: ԱՊՀ երկրներից առաջինը ՌԴ թողարկողներն են օգտագործել այս գործիքը ԱՄՆ կապիտալի շուկա մուտք գործելու համար /1995թ/¹⁰⁰: Այս գործիքը Հայկական տնտեսությանը օտարերկրյա ներդրումներ ներգրավելու և ավագույն տարբերակն է:

Դեպոզիտար ստացականները ԱՄՆ-ում թողարկվում են բանկ-դեպոզիտարիայի կողմից: Ստացականներից յուրաքանչյուրը մեկ կամ մի քանի արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքը հավաստող փաստաթուղթ է: Օտարերկրյա ֆոնդային բորսայում Դեպոզիտար ստացականի վաճառքի հետ միաժամանակ ընկերությանը վաճառում են իրենց բաժնետոմսերը, որոնք ներկայացված են Դեպոզիտար ստացականի տեսքով:

Դեպոզիտար ստացականի էժանությունը, գործարքների հեշտությունը, հարկային բեռի համեմատաբար փոքր լինելը և մնացած առավելությունները այս ֆինանսական գործիքին դարձնում են շահավետ ներդրման միջոց ինչպես թողարկողների, այնպես էլ ներդրողների համար:

Դեպոզիտար ստացականի մասին առաջին հիշատակումները եղել են 1927 թվականին: Այն ի հայտ է եկել Մեծ Բրիտանիայում, երբ այդ թագավորության կառավարությունն արգելեց ընկերություններին երկրի սահմաններից դուրս արժեթղթեր վաճառել: Դեպոզիտար ստացականները հնարավորություն տվեցին օրինականացնել Ամերիկյան ներդրումները անգլիական ընկերություններում: Ստացականները ստեղծվել են Մորգան Ջերենթի (Morgan Guaranty) ընկերության կողմից, որպեսզի հեշտացնեն ամերիկացի ներդրողների կողմից «Սել ֆրիջիս» ընկերության թողարկած արժեթղթերի առքը: Մինչ օրս Մորգան Ջերենթի ընկերությունը համարվում է դեպոզիտար ստացականների պահառության խոշորագույն գործակալը¹⁰¹:

1950-ական թվականներին խոշոր ընկերությունները կարողացան ազդել ԱՄՆ Արժեթղթերի հանձնաժողովի վրա, և դեպոզիտար ստացականները ցուցակվեցին ԱՄՆ արժեթղթերի շուկայում:

¹⁰⁰ О депозитарных расписках Газпрома / А. Кокшаров// Рынок ценных бумаг. -2006г.-№12.-с.12-15

¹⁰¹ Bloomberg.com ֆինանսական պորտալ -

<http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=807640>

1970-ական թվականներին արդյունաբերության զարգացման համար դեպոզիտար ստացականներ թողարկվեցին լեռնարդյունաբերական ընկերությունների համար¹⁰²:

2015 թվականի հունվարի 1-ի դրությամբ դեպոզիտար ստացականները կազմում են ԱՄՆ-ի ֆոնդային բորսայի օտարերկրյա թողարկողների արժեթղթերի 43%-ը և ընդգրկում են ավելի քան 60 երկրներ¹⁰³: Հատկանշական է այն փաստը, որ Մեքսիկայի ռեզիտենդություն ունեցող առաջին ընկերության թողարկած դեպոզիտար ստացականը ցուցակվել է Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայում 1991թվականին, որից հետո այդ երկիր են ուղղորդվել աննախադեպ քանակությամբ օտարերկրյա ներդրումներ (այդ օրվանից մինչև 1994 թվականը Մեքսիկայում օտարերկրյա ներդրումների ծավալը կազմել է մոտ 60 մլրդ ԱՄՆ դոլար)¹⁰⁴:

Ամերիկյան դեպոզիտար ստացականների ժամանակակից բացատրությունն առաջին անգամ տրվել է ԱՄՆ արժեթղթերի կոմիտեի կողմից (SEC) 1983 թվականին: Համաձայն այդ բացատրության՝ դեպոզիտար ստացականը հավաստիացումն է այն բանի, որ ստացականի սեփականատիրոջը սեփականության իրավունքով պատկանում են Ամերիկյան դեպոզիտար բանկի կողմից թողարկած կոնկրետ բաժնետոմսերի կոնկրետ քանակ, որոնք, իրենց հերթին, սեփականության իրավունք ունեն մասնավոր թողարկողի կողմից թողարկված արժեթղթերի նկատմամբ¹⁰⁵:

Օտարերկրացիների կողմից Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում արժեթղթերի թողարկման լավագույն միջոցը ամերիկյան դեպոզիտար ստացականների օգտագործումն է: Դրանք սովորաբար թողարկվում են Ամերիկյան բանկերի կողմից և ապահովում են արտերկրում թողարկված արժեթղթերի ոչ ուղղակի սեփականությունը: Այս գործիքի համար պարտադիր պայմանն այն է, որ արտերկրում թողարկված արժեթղթերը պետք է դեպոնացվեն

¹⁰² Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. стр. 56, 72

¹⁰³ Оксана Кучура – “Шанхайская пирамида”, 2015г., Москва, стр. 1

¹⁰⁴ Терехов А.А. Иностранный капитал на национальном рынке банковских услуг// Российское предпринимательство. 2006. стр. 12

¹⁰⁵ ԱՄՆ Արժեթղթերի կոմիտե “Investor Bulletin: American Depository Receipt” part 1-
<http://www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf>

Ամերիկյան բանկի մասնաճյուղերից կամ թղթակցային բանկերից մեկում: Ընդունելի է նաև դեպոնացումը տվյալ պետության դեպոզիտարիայում:

Արժեթղթերի ուղիղ տիրապետման նկատմամբ Դեպոզիտար ստացականի առավելությունը կայանում է նրանում, որ ներդրողը չի անհանգստանում դիվիդենդների արժույթի փոփոխության համար: Դեպոզիտար բանկը ոչ միայն իրականացնում է պայմանագրով ֆիքսված արտարժույթի փոխանակում, այլ նաև ներկայացնում է բոլոր անհրաժեշտ փաստաթղթերը: Այս ծառայությունների համար ներդրողը բանկին վճարում է ստացված շահաբաժնի մի մասը (սովորաբար այն տատանվում է 0.1 տոկոսից մինչև 0.5 տոկոս):

Ամերիկյան արժեթղթեր թողարկելը ամենադժվար և ամենաթանկարժեք նախագիծն է: Մինչ Դեպոզիտար ստացականների հայտգալը, այս մեթոդն է եղել Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում արժեթղթեր տեղաբաշխելու միակ տարբերակը: Այս գործիքն օգտագործելու համար թողարկողը պետք է ամբողջությամբ տիրապետի արժեթղթերի գրանցման Ամերիկյան իրավունքին, ընկերության մասին տեղեկատվության բացահայտման կանոններին, կանոնադրական կապիտալի կառուցվածքի և ֆինանսական հաշվետվություններին ներկայացման առանձնահատկություններին:

Վերոնշյալ խնդիրների հաղթահարումն է պատճառը, որ օտարերկրյա թողարկողների մեծ մասը նախընտրում է օգտագործել դեպոզիտար ստացականներ: Վերջինների օգտագործումը, ի համեմատ Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում արժեթղթերի ուղիղ թողարկման, պահանջում է շատ ավելի քիչ հաշվետվություններ, ինչպես նաև բավականին նվազ ֆինանսավորում: Ընդ որում, Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների օրենսդրությունը թույլ է տալիս արժեթղթերի որոշ տեսակների առուվաճառքն իրականացնել ոչ միայն արտաբորսայական, այլ և բորսայական գործարքների միջոցով: Դեպոզիտար ստացականների օգտագործումը կատարվում է օրենքին համապատասխան և Դեպոզիտար բանկի կողմից, ինչը իր հերթին նվազեցնում է թողարկողի համար արժեթղթերի թողարկման և տեղաբաշխման համար հաշվարկվող ինքնարժեքը:

Դեպրզիտար ստացականներն ուսումնասիրելիս հարկավոր է առանձնացնել ստացականների երկու հիմնական տեսակ՝ Ամերիկյան և Գլոբալ: Ամերիկյան դեպրզիտար ստացականները կարող են շրջանառվել միայն Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում, իսկ Գլոբալ դեպրզիտար ստացականները՝ ամբողջ աշխարհում:

Դեպրզիտար ստացականներն ունեն մի շարք այլ առավելություններ¹⁰⁶.

Օրինակ՝ Ամերիկյան դեպրզիտար ստացականների հետ կապված բոլոր գործարքները իրականացվում են ԱՄՆ դոլարով, ինչը հեշտացնում է ներդրումների գնահատման և կանխատեսման գործընթացը, ինչպես նաև նվազեցնում արժույթային ռիսկը: Դեպրզիտար ստացականների մոդելի համաձայն՝ ներդրողը կարող է մասնակցել ընկերության բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին՝ չհեռանալով իր երկրից: Հարկավոր է պարզապես ժամանակին նամակ ուղարկել Դեպրզիտար բանկ, որտեղ հստակ նշված կլինի տվյալ խնդրի շուրջ բաժնետիրոջ դիրքորոշումը: Այս հնարավորությունը մի քանի անգամ նվազեցնում է ներկայացուցչական ծախսերի ծավալը: Միևնույն ժամանակ երաշխավորվում է շահաբաժինների ժամանակին վճարումը:

Սովորաբար դեպրզիտար ստացականների մոդելը չօգտագործող ներդրողները պետք է ժամանակին տեղեկանան դիվիդենդների վճարման մասին և շահաբաժին վճարող մարմնին ժամանակին ուղարկեն իրենց բանկային հաշիվների մասին թարմացված տեղեկատվություն: Սակայն, այս քանով անհարմարությունները չեն ավարտվում.

➤ Թողարկողը դիվիդենդների վճարման համար պաշտոնական տեղեկագրում հայտարարություն է տալիս ազգային լեզվով, իսկ օտարերկրյա թողարկողը պետք է թարգմանիչ վարձի հայտարարությունը հասկանալու համար: Սա ոչ միայն ծախսատար է, այլև ժամանակատար, և ներդրողը չի կարող ժամանակին արձագանքել:

➤ Դիվիդենդները վճարվում են ազգային արժույթով, ինչը տարադրամի փոխանակման ժամանակ կարող է դրամական կորուստների պատճառ դառնալ:

¹⁰⁶ ԱՄՆ Արժեթղթերի կոմիտե “Investor Bulletin: American Depositary Receipt” part 2, p. 1

➤ Ներդրողը պետք է անձամբ ներկայ անաթողարկման երկիր՝ իր բաժնետոմսերով ցանկացած գործարք կատարել ու համար:

Եթե արժեթղթերի մեծ պորտֆել ունեցող խոշոր ներդրումային ընկերությունների և ֆոնդերի համար ծախսեր/դիվիդենտ հարաբերությունը շատ փոքր է, ապա ավելի փոքր պորտֆել ունեցող ներդրողները կարող են ամբողջ դիվիդենտները ծախսել միայն ճանապարհածախսը փոխհատուցել ու համար:

Դեպոզիտար ստացականների առավելությունների շարքին են դասվում նաև թողարկողի կողմից իր գործունեության մասին բաժնետիրոջը տեղեկացնելու պարտականությունը, շատ երկրներում կրկնակի հարկման բացակայությունը՝ հարկային մարմիններին համապատասխան փաստաթղթերի ներկայացումից հետո, ինչը թողարկողի և դեպոզիտար բանկի պարտավորությունն է:

Գործնականում Դեպոզիտար ստացականների օգտագործումը տարեցտարի ակտիվանում է: Այս գործիքն օգտագործում են ինչպես նոր արժեթղթերի թողարկման, այնպես էլ ընկերությունների միացման, կլանման, կապիտալի կառուցվածքի փոփոխության, ինչպես նաև պարտքերի վերաֆինանսավորման ժամանակ: Սա է պատճառը, որ 1980-ականներից սկսած ԱՄՆ-ում դիտվում է դեպոզիտար ստացականների քանակի և ծավալների աճ: 2014 թվականին Ամերիկյան դեպոզիտար ստացականների 35 տոկոսը բաժին է ընկնում զարգացող շուկայում գործող ընկերություններին:

Համաձայն Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների հեղինակավոր բանկերից մեկի (Bank of New York) հետազոտությունների՝ Դեպոզիտար ստացականներում իրենց բանկի միջոցով միջին տարեկան մասնավոր ներդրումները կազմում են 250-300 մլրդ ԱՄՆ դոլար: Սա այն դեպքում, երբ այս բանկի միջնորդությամբ միջին տարեկան ներդրումները կազմում են 500-600 մլրդ ԱՄՆ դոլար¹⁰⁷:

Զարգացող երկրների ընկերությունների կողմից թողարկած մեկ արժեթղթի հիման վրա թողարկված Դեպոզիտար ստացականների միջոցով ներդրումների ծավալները տատանվում են մի քանի միլիոնից մինչև հարյուրավոր միլիոններ:

¹⁰⁷ Official web page of BNY Mellon - <https://www.bnymellon.com/us/en/our-thinking/depositary-receipt-market-review.jsp>

Պատմության մեջ ստացականներով ամենախոշոր տեղաբաշխումներից մեկն իրականացվել է 1996 թվականին, երբ Ռուսական Գազպրոմ ընկերությունը Լոնդոնի ֆոնդային բորսայում ներգրավեց 429 միլիոն դոլար¹⁰⁸: Այս գործարքը համարվում է դեպրզիտար ստացականների ճիշտ օգտագործման օրինակ, երբ ծանր ֆինանսական վիճակում գտնող պետության ներկայացուցիչը կարողացավ բավականին մեծ դրամական միջոցներ ներգրավել օտարերկրյա կապիտալի շուկայից:

Այս պահին ԱՄՆ-ում շրջանառվում են բազմապիսի գործիքներ, որոնք կցված են դեպրզիտար ստացականներին:

Դեպրզիտար ստացականների տեսակ է համարվում Գլոբալ դեպրզիտար ստացականը, որը շրջանառվում է ինչպես Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներում, այնպես էլ այդ պետությունից դուրս: Ժամանակակից կապիտալի շուկաներում կատարելագործում են այս գործիքը, ավելացնում են նոր հատկանիշներ, հավելյալ երաշխիքներ և ապահովագրական հնարավորություններ: Այս գործընթացների ժամանակ ստեղծվում է նաև Եվրոպական դեպրզիտար ստացականներ, որոնք ստեղծված են Եվրոպական կապիտալի շուկաներին հարմարեցված: Անվանումից հասկացվում է, որ այս գործիքը շրջանառվում է միայն ԵՄ երկրներում: Գլոբալ դեպրզիտար ստացականներից հիմնականում օգտվում են այն թողարկողները, որոնք ցանկանում են դառնալ տրանսնացիոնալ ընկերություն և մեծ ներդրումների կարիք ունեն:

Ամերիկյան, Գլոբալ և Եվրոպական դեպրզիտար ստացականների գրանցման ընդհանուր հիմքը գրեթե նույնն է: Ամենամեծ տարբերությունը գլոբալ ստացականների գրանցման ժամանակ է ի հայտ գալիս, երբ թողարկողին հնարավորություն են տալիս թողարկել բոլոր հնարավոր արժույթներից որևիցե մեկով անվանական արժեք ունեցող արժեթուղթ: Այս ստացականները հիմնականում շրջանառվում են Ֆրանկֆուրտի, Բեռլինի և Լոնդոնի ֆոնդային բորսաներում: Ամերիկյան դեպրզիտար ստացականները հիմնականում գրանցվում են դոլարային անվանական արժեք ունեցող արժեթղթերի համար և ուղղված են Ամերիկյան

¹⁰⁸ Гусев К.Н. Новые тенденции в притоке иностранных капиталов в Россию// Банковское дело. 2007. № 5. С. 24

ներդրողների հարմարությանը, սակայն տեսականորեն սահմանափակված չէ այս գործիքի՝ այլ երկրներում ցուցակվելու հնարավորությունը:

Ամփոփելով գլուխ 2-ում կատարված վերլուծությունները՝ կարելի է փաստել, որ

- բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտը սրնթաց զարգացող և, միևնույն ժամանակ, տնտեսության զարգացնող ոլորտ է, որի զարգացման համար միլիարդավոր դոլլարներ են ծախսվում ամբողջ աշխարհում,

- այս ոլորտի զարգացման նախատապայմաններից չեն բնակչության մեծությունը կամ պետության տնտեսության հզորությունը,

- տվյալ պետության համար պարտադիր չէ բարձր տեխնոլոգիաների բոլոր ցուցանիշերում լինել առաջատար, որպեսզի տնտեսությունը աճի: Ներկայացված տվյալները փաստում են, որ չկա մեկ պետություն, որը ներկայացված բոլոր ցուցանիշներով լինի լավագույնը, ավելին՝ չկա մեկ պետություն, որը ներառված լինի բոլոր ցուցանիշների լավագույն հնգյակում: Հնարավոր է ընտրել մեկ ցուցանիշ և այն դարձնել ռազմավարական պլանավորման ուղղություն, ինչը կունենա իր դրական ազդեցությունն ինչպես միկրո և մակրո ոլորտներում, այնպես էլ Հայաստանի միջազգային վարկանիշի բարձրացմանը:

- Հայաստանի տնտեսությունում, ինչպես մնացած պետությունների ճնշող մեծամասնության տնտեսություններում առկա են լրջագույն տնտեսական խնդիրները, որոնք ներդրումների նվազման պատճառ են դառնում՝ հետևաբար արդիական է դառնում գտնել այն պետությունները, դեպի որոնց հարկավոր է ուղղել ներդրումների ռազմավարությունը: Առաջարկվում են Ամերիկայի Միացյալ Նահանգները և Եվրոպական Միության առավել զարգացած երկրները, քանի որ ներկայումս այս երկրներում են առկա տնտեսական ակտիվությունը և ներդրողներն իրենց ֆինանսական միջոցներն ուղղում են այս երկրներ:

- Կատարված վերլուծությունների արդյունքները հիման վրա կարելի է պնդել, որ բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային

ծրագրերի ֆինանսավորման առկա համակարգերի ներդրումը
Հայաստանի համար ավելի շատ ժամանակի կորուստ կլինեն, քան
կակտիվացնեն այս ոլորտը: Արդյունքում առաջարկվում է ստեղծել
հիբրիդային համակարգ, որն իրենից կներկայացնի ներդրողներին
ծանոթ համակարգերի հատկանիշներ, ինչպես նաև ներդրման և
նորմալ ֆունկցիոնալ ության համար կպահանջի նվազագույն
ժամկետ:

ԳԼՈՒԽ 3. ԲԱՐՁՐ ՏԵԽՆՈԼՈԳԻԱՆԵՐՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒ Մ

3.1. ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՄԻՋԱՎԱՅՐԻ ԲԱՐԵԼ ԱՎՄԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

Ներդրումային միջավայրը ցանկացած ներդրումային ծրագրի ֆինանսավորման ռազմավարական որոշման վրա ազդող առաջնային գործոններից մեկն է, որը նվազագույն կախվածություն ունի ներդրումային ծրագիր կազմած սուբյեկտներից: Այս համատեքստում առաջնային դեր ունի ներդրողների շահերը պաշտպանող օրենքները և իրավական ակտերը:

«Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքը Հայաստանի արժեթղթերի թողարկման, պահառության, իրավունքների հաշվեգրման և արժեթղթերի հետ կապված այլ գործառնությունները կանոնակարգող հիմնական իրավական ակտն է: Սակայն այս օրենքի որոշ դրույթներ ներկայումս չեն համապատասխանում արդի գործընթացներին: Օրինակ օրենքի 7-րդ հոդվածի 2-րդ կետը սահմանում է, որ «Թղթային ձև ունեցող արժեթղթերը, որոնք պետք է հրապարակայնորեն առաջարկվեն հանրությանը կամ թույլատրվեն կարգավորվող շուկայում առևտրին, Կենտրոնական բանկի նորմատիվ իրավական ակտերով և Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կանոններով սահմանված կարգով և դեպքերում Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից վերածվում են ոչ թղթային ձևի (ապանյութականացում) կամ իմոբիլիզացվում են մինչև արժեթղթերի հրապարակային տեղաբաշխման գործընթացը սկսելը կամ մինչև արժեթղթերի՝ կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլ տվության համար դիմելը»¹⁰⁹:

Այսինքն արժեթուղթը, որը կարգավորվող շուկայում առևտրին թույլատրված չէ և հրապարակային առաջարկով չեն առաջարկվել կարող է լինել թղթային: Սակայն ներկայումս բոլոր արժեթղթերը, այդ թվում՝ բաժնետոմսերը և պարտատոմսերը, ամբողջովին ապանյութականացված են, հետևաբար օրենքի այս դրույթը չի համապատասխանում ներկայիս առաջընթացին:

¹⁰⁹ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք

Նույն օրենքի հոդված 193-ի 3-րդ կետը սահմանում է. «Պահառու թյան պայմանագիրը հաճախորդի կողմից կարող է միակողմանիորեն լուծվել՝ պահառուին առնվազն 20 օր առաջ տեղեկացնելու պայմանով: Պայմանագիրը լուծելուց հետո՝ եռօրյա ժամկետում, պահառուն պարտավոր է հաճախորդին փոխանցել նրա արժեթղթերը և դրամական միջոցները: Սույն դրույթով սահմանված իրավունքը չի կարող սահմանափակվել պայմանագրով»: Այս դրույթը ներկայումս հնարավոր չէ իրականացնել, քանզի բոլոր արժեթղթերը ապանյութականացված են և պահառուն անգամ տեսականորեն չի կարող հաճախորդին տրամադրել վերջինի սեփականության տակ գտնվող արժեթղթերը: Լավագույն դեպքում պահառուն կարող է այդ արժեթղթերը փոխանցել այլ պահառուին, բայց ոչ մի կերպ չի կարող արժեթղթերը հանձնել հաճախորդին:

Տնտեսության արժեթղթերի շուկայի մասին հեռակա պատկերացում ունենալու համար ներդրողը առաջին հերթին ուշադրություն է դարձնում օրենքի դրույթներին: Օրենքի և իրականության անհամապատասխանությունը կարող է հետագալուրջ խնդիրներ առաջացնել և ներդրողի համար, և թողարկողի համար, և պետական իրավասու մարմինների համար: Օրինակ՝ եթե դատարանը «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի հոդված 193-ի 3-րդ կետով պարտադրի պահառուին արժեթղթերը տրամադրել հաճախորդին, ապա պահառուն գործնականում չի կարող այդ պահանջը բավարարել, քանզի արժեթղթերը նյութական չեն, իսկ ներդրողի իրավացի պահանջի առկայության դեպքում դատարանը չի կարող օրենքի վերոնշյալ դրույթը չկիրառել:

Նշված խնդիրներից խուսափելու համար անհրաժեշտ է համարվում «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենքի վերոնշյալ դրույթները համապատասխանեցնել գործնականում առկա գործարար հարաբերություններին:

Ըստ էության ցանկացած զարգացող պետության օրենսդրությունն պետք է երաշխավորի անհատի սեփականության իրավունքը, իսկ սեփականությունը պետք է լինի անձեռնամխելի: Հայաստանում այս խնդիրը արդիական է, քանզի առավել փոքր

բաժնեմաս ունեցող բաժնետերերի իրավունքները բազմիցս խախտվում են:

Օրինակ՝

➤ Դիվիդենդների վճարման ժամանակ ընկերությունը անտեսում է փոքր բաժնեմաս ունեցող և ընկերության գործունեությանը չհետևող բաժնետերերին

➤ Ընկերության բաժնետոմսերի համախմբումից (կոնսոլիդացիա) հետո մեկ բաժնետոմսից քիչ բաժնեմաս ունեցող անձանց բաժնետոմսերի հետզնման պրոցեսը իրականանում է օրենքի խախտումով՝ հատկապես այն ընկերությունների համար, որոնց բաժնետոմսերը ցուցակված չեն բորսայում

➤ Արժեթղթերի շուկայի մասին օրենքը չի համապատասխանում ներկատեխնիկական հնարավորություններին

Դիվիդենդներ. Բաժնետիրական ընկերությունները ներկայումս իրականացնում են դիվիդենդների վճարման կամ ընտրական քաղաքականություն: Այսինքն ընկերությունն է որոշում երբ իրականացնի դիվիդենդի վճարում և ինչ չափով: Սա ընդունված պրակտիկա է զարգացած երկրներում, սակայն այն իր հետքերում է հետևյալ խնդիրը. մի քանի տասնյակ և հարյուրյակ բաժնետերեր ունեցող ընկերությունները կառավարվում են առավել մեծ մասնաբաժին ունեցող բաժնետերերի կողմից և մնացած բաժնետերերի իրավունքները խախտվում են: Խոսքը գնում է դիվիդենդների վճարման մասին: Օրենքով սահմանված չէ, թե ինչ պես պետք է վճարվեն ընկերության դիվիդենդները՝ կանխիկ, թե անկանխիկ: Այն մասնակիցները, որոնք ունեն փոքր մասնաբաժին, անգամ տեղյակ չեն լինում դիվիդենդների վճարման մասին և իրենց դիվիդենդները անօրինական կերպով յուրացվում են առավել մեծ բաժնեմաս ունեցող բաժնետերերի կողմից:

Այս խնդիրը արդիական է այն պետության համար, որը ցանկանում է օտարերկրյա ներդրումներ ներգրավել, իսկ դեպոզիտար ստացականներ ներգրավել ու ժամանակ այն կենսական է դառնում, քանզի ներդրողի ինքնությունը կարող է ընկերության կառավարման մարմնի համար չբացահայտվի և չգերազանցի ընկերության թողարկած բաժնետոմսերի 10 տոկոսը:

Այս խնդրի համար առաջարկվում է հետևյալը. Բաժնետիրական ընկերությունների դիվիդենդների բաշխման պարտավորությունը հանձնել Հայաստանի Կենտրոնական դեպոզիտարիային: Օրենքով ստեղծված այս ընկերությունը վարում է բաժնետիրական ընկերությունների ռեեստր, այսինքն ունի տեղեկություն ընկերության բաժնետերերի մասին: Այն անկախ մարմին է, և խարդախության ռիսկը նվազագույնն է Կենտրոնական դեպոզիտարիայի դեպքում: Միակ անհրաժեշտ պայմանն այն է, որ բաժնետերերը պետք է Կենտրոնական դեպոզիտարիա ներկայացնեն իրենց մասին հավելյալ տեղեկություններ, այդ թվում՝ բանկային հաշվեհամար:

Անհրաժեշտ տեղեկությունների ստացումից հետո Կենտրոնական դեպոզիտարիան բաժնետոմսերի թողարկողից նշված ժամկետում կստանա դիվիդենդի համար նախատեսված դրամական միջոցները և նույն օրը կամ թողարկողի կողմից նշված օրը (T+n գործիքը կարող է գործել այն դեպքում, երբ Կենտրոնական դեպոզիտարիային իրավունք կընձեռնվի ունենալ դրամական միջոցների չգրոյացվող հաշիվ, որտեղ թողարկողի կողմից ներկայացված դրամական միջոցները կմնան մինչև վերջնահաշվարկի օրը) համամասնորեն այդ դրամական միջոցները կփոխանցի բաժնետերերին: Այս մեխանիզմը երաշխավորում է փոքր բաժնեմաս ունեցող բաժնետերերի դիվիդենդի ստացումը:

Համախմբում. Համախմբումը կամ կոնսոլիդացիան բաժնետոմսեր թողարկող ընկերության այն կորպորատիվ գործողությունն է, որի ժամանակ նվազում է թողարկված բաժնետոմսերի քանակը և համամասնորեն աճում է նշված բաժնետոմսի անվանական արժեքը: Այս դեպքում ընկերության կանոնադրական կապիտալը չի փոխվում: Օրինակ՝ ընկերությունը թողարկել է 250 հատ բաժնետոմս, որից 170 հատը պատկանում է մեկ բաժնետիրոջը, իսկ մնացած 80-ը՝ 40 այլ բաժնետերերին հավասարաչափ: Եթե իրականացնվի համախմբում 10 գործակիցով, ապա խոշոր բաժնետերը կունենա 17 բաժնետոմս, իսկ մնացածը 0.2 հատ: ՀՀ օրենսդրությունը սահմանում է, որ նշված դեպքում ընկերությունը պետք է իրականացնի 1-ից փոքր բաժնետոմսերի հետգնում՝ շուկայական արժեքով: Սակայն օրենքը

չի սահմանում, թե ինչ մեթոդով է հաշվարկվում շուկայական արժեքը: Ընդհանուր առմամբ այս գործիքի միջոցով ընկերության խոշոր բաժնետերը կարող են նվազագույն ծախսերով դառնալ ընկերության միակ բաժնետեր:

Այս խնդիրը ներդրողի համար լրջագույն խաչընդոտ է երկարաժամկետներդրումներ կատարելու համար:

Այս խնդրի լուծման համար առաջարկվում է հետևյալը. Թողարկողը յուրաքանչյուր համախմբման մասին մանրամասն հաշվետվություն է ներկայացնում համապատասխան մարմնին (որպես նշված մարմին կարող է հանդես գալ Կենտրոնական բանկը, Ֆինանսների նախարարությունը կամ տնտեսության նշված ճյուղի զարգացման համար պատասխանատու նախարարությունը), որն իրականացնում է ընկերության գնահատում և ստուգում է ընկերության կողմից շուկայական արժեքի որոշման և յուրաքանչյուր բաժնետիրոջ վճարված դրամական միջոցների արդարացիությունը:

Նշված դեպքում ընկերության փոքր բաժնեմաս ունեցող բաժնետերերը կարող են վստահ լինել, որ ընկերության թողարկած բաժնետոմսերի համախմբման դեպքում այդ բաժնետոմսերի հետգնումը կիրականացվի արդարացի գնով և օրենքին համապատասխան:

Դեպոզիտար ստացականների առավելությունների հետ մեկտեղ օտարերկրյա թողարկողների համար առկա են մի շարք խնդիրներ: Այդ խնդիրների թվին են դասվում

- Օրենսդրության անկատարությունը
- Արժեթղթերի հայրենական պահառուները
- Հարկային դրույքները
- Հայրենական ֆինանսական հաշվետվությունները

Օրենսդրության անկատարություն: Հայկական արժեթղթերի գրանցման հետ կապված օրենսդրությունը բավականաչափ ճկուն է և ներդրողներին չի տրամադրում բավականաչափ երաշխիքներ: Այսինքն՝ օրենսդրությունն ամբողջությամբ չի երաշխավորում պետական մարմինների կողմից իրենց պարտականությունների կատարման ժամանակ ներդրողների իրավունքների

անձեռնամխելիությունը: Այս պատճառով թողարկողը հավելյալ ռիսկեր է վերցնում իր վրա՝ օրենսդրության անկատարությունը ծածկելու համար: Թողարկողը երաշխավորում է արժեթղթերի գրանցման հետևապես բոլոր գործընթացների թափանցիկությունը, ռեեստրում առկա տեղեկությունների հավաստիությունը և այլն:

Դեպոզիտար ստացականներ թողարկողի դեպոզիտարիայի պահանջով թողարկողը վերջինիս իրավունք է ընձեռում հայրենական պահառուից ցանկացած պահի ցանկացած տեղեկություն ստանալ դեպոնացված արժեթղթերի մասին: Թողարկողին նաև պարտավորեցնում են օտարերկրյա դեպոզիտարիային լիազորել թողարկողի անունից հանձնարարական ներկայացնել արժեթղթերի ռեեստրավարին՝ արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության իրավունքի փոփոխման մասին:

Հայրենական արժեթղթերի պահառուներ: Այս խնդրի էությունը կայանում է նրանում, որ հայրենական ռեեստրավարներն ու պահառուները չեն համապատասխանում ԱՄՆ ստանդարտներին և, այդ պատճառով, հնարավորություն չի ստեղծվում թողարկողին իր արժեթղթերը թողարկել ԱՄՆ-ում: Այս խնդրի առկայությունը չափազանց լուրջ բացասական ազդեցություն է ունենում ստարտափների վրա, և վերջիններս չեն կարողանում անհրաժեշտ ֆինանսավորումներ գրավել:

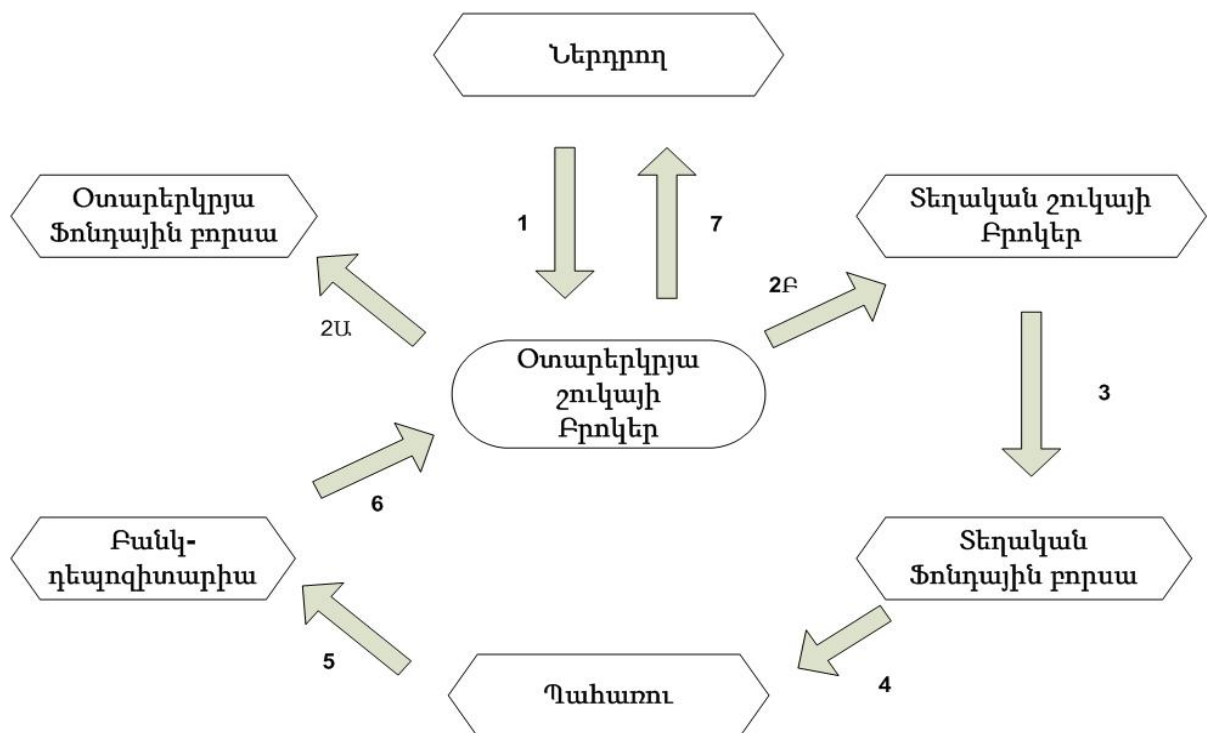
Հարկային օրենսդրություն: Չարգացող երկրներում շահաբաժինների և վճարվող տոկոսագումարների նկատմամբ հարկերը բավականին բարձր են, և թողարկողի կողմից հավելյալ արժեթղթերի թողարկումը բավականին ծախսատար է: Որոշ երկրներում եկամտային հարկի գծով արտոնություններ են տրամադրվում նմանատիպ ընկերություններին, սակայն պահանջում են հարկի ամբողջական վճարում, որի մի մասը հետագայում կվերադարձվի թողարկողին: Այս մոդելը նույնպես իրատեսական չէ, քանզի գրեթե անհնար է վճարված հարկը վերադարձնել, իսկ եթե հնարավոր է, ապա բավականին ժամանակատար և ռեսուրսատար գործընթաց է:

Ֆինանսական հաշվետվություններ: Չարգացող երկրների ֆինանսական հաշվետվությունները չեն համապատասխանում ԱՄՆ

հաշվետվությունների ձևերին (US GAAP)¹¹⁰: Թողարկողները ստիպված են իրենց հաշվետվությունները համապատասխանեցնել Ամերիկյան ստանդարտներին, որպեսզի կարողանան թողարկել դեպոզիտար ստացականներ:

Հարկ է նշել, որ ընդհանուր տարբերությունների սկզբնաղբյուրը զարգացող երկրների օրենսդրության անկատարությունն է և ոչ արդիականությունը: Այս խնդիրների լուծումների համար թողարկողները ստիպված պարտավոր են վարձել հեղինակավոր իրավաբանների, ինչը հաշվեկշռի ծախսային մասի հավելյալ ծանրաբեռնում է:

Գծապատկեր 3.1-1¹¹¹: Դեպոզիտար ստացականների թողարկման և շրջանառության մոդել



Դեպոզիտար ստացականները գրավիչ ֆինանսական գործիք են և թողարկողների, և ներդրողների համար: Ներդրողների համար այն

¹¹⁰ ԱՄՆ Արժեթղթերի կոմիտե “Investor Bulletin: American Depositary Receipt” part 1- <http://www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf>

¹¹¹ William R. Kerr, Ramana Nanda “Financing innovation”, 2014, Harvard business school, p. 6

օտարերկրյա ընկերությունում ներդրում կատարելու արգելքների հաղթահարում է, զարգացող երկրների եկամտաբերությանը համահունչ շահաբաժիններ և տոկոսային եկամուտներ ստանալու հնարավորություն, թողարկողի մասին ամբողջական տեղեկության ստացում և այլն: Թողարկողի համար դեպոզիտար ստացականները հնարավորություն են ընձեռում ներգրավել օտարերկրյա կապիտալ, ընկերության կապիտալ իզացիան ավելացնել, մուտք գործել օտարերկրյա ֆինանսական շուկաներ և այլն:

Տնտեսագետներն առանձնացնում են դեպոզիտար ստացականների շրջանառության երկու տարբերակ:

1. Ամերիկյան ներդրողը Դեպոզիտար ստացական գնելու հանձնարարական է տալ իսթրուկտորին:

2Ա. Բրոկերը գնում է դեպոզիտար ստացականը Ամերիկյան արժեթղթերի շուկայից

Եթե Ամերիկյան շուկայից հնարավոր չի լինում գնել ստացականը կամ վաճառքի գինը չափազանց բարձր է, ապա բրոկերն օգտագործում է ստացականի գնման երկրորդ տարբերակը:

2Բ. Բրոկերը գնում է դեպոզիտար ստացական թողարկողի երկրի ֆինանսական շուկայի բրոկերից (տեղական շուկայի բրոկերից)

3. Տեղական շուկայի բրոկերը արժեթղթերը գնում է տեղական ֆինանսական շուկայից

4. Տեղական բրոկերը գրանցում է արժեթղթերը Պահառուի մոտ: Պահառուն բաժնետիրական ընկերությունների մոտ գրանցված է որպես արժեթղթերի ենթապահառու:

5. Պահառուն դեպոնացնում է արժեթղթերը և ԱՄՆ բանկ-դեպոզիտարիային հանձնարարական է տալ իսթեպոնացված արժեթղթերի հիմքով թողարկել դեպոզիտար ստացականներ

6. Բանկ-դեպոզիտարիան թողարկում է դեպոզիտար ստացականը և այն փոխանցում է բրոկերին:

7. Բրոկերը դեպոզիտար ստացականը փոխանցում է ներդրողին:

Դեպոզիտար ստացականների վաճառքը կատարվում է նմանատիպ մոդելով: Բրոկերը փորձում է վաճառել դեպոզիտար ստացականները տեղական շուկայում: Եթե դա իր մոտ հաջողվում է, ապա ստացականի

նկատմամբ սեփականության իրավունքն անցնում է գնորդին: Եթե բրոկերի մոտ չի ստացվում Ամերիկյան շուկայում վաճառել դեպոզիտար ստացականը, նա գնորդ է փնտրում թողարկողի արժեթղթերի թողարկման երկրում: Եթե գնորդը գտնվում է, ապա արժեթղթերն ապադեպոնացվում են բանկ-դեպոզիտարիայում և Պահառուի միջնորդությամբ արժեթղթերի սեփականության իրավունքն անցնում է նոր սեփականատիրոջը:

Դեպոզիտար ստացականների հետ կապած Բանկ-դեպոզիտարիայի հիմնական գործառնությունների թվին են դասվում

- Դեպոզիտար ստացականների դեպոնացում, թողարկում և ապադեպոնացում
- Դեպոզիտար ստացականների ռեեստրի վարում և սեփականատերերի գրանցում
- Աջակցում է օտարերկրյա թողարկողներին անհրաժեշտ փաստաթղթերի հավաքագրման ժամանակ, ինչը հետագայում ներկայացվում է ԱՄՆ արժեթղթերի հանձնաժողովին:
- Ստացականների գրանցումից հետո նոր թողարկողի մասին տեղեկացնում է ներդրողներին, բրոկերներին և ֆինանսական ոլորտի այլ ներկայացուցիչներին:

Պահառուի ծառայություններ կարող են տրամադրել տեղական առևտրային բանկերը, ներդրումային բանկերը, ներդրումային ընկերությունները և բանկ-դեպոզիտարիաների տեղական ներկայացուցիչները:

Դեպոզիտար ստացականների թողարկման համար արաջին հերթին անհրաժեշտ է իրավաբանական խորհրդատու, ով իրավաբանական օգնություն ցույց կտա թողարկման նախապատրաստման և ընթացքի ժամանակ: Իրավաբանական խորհրդատուի հիմնական պարտականություններից են բանկ-դեպոզիտարիայի ընտրությունը, թողարկման համար անհրաժեշտ պայմանագրերի նախապատրաստումը, թողարկման հիմնական պայմանների համաձայնեցումը բոլոր շահագրգիռ կողմերի հետ և այլն:

Դեպոզիտար ստացականների համաշխարհային շուկաների առաջատարներն են Bank of New-York-ը, Citibank-ը և Morgan Guaranty-ին (JP

Morgan Chase խմբի անդամ)¹¹²: Բանկ-դեպոզիտարիաները անհրաժեշտ աջակցություն են ցուցաբերում անհրաժեշտ հայտերի և ձևերի լրացման ժամանակ:

Բանկ-դեպոզիտարիայի հետ համատեղ թողարկողն ընտրում է արժեթղթերի պահառուին: Վերը նշված բանկ-դեպոզիտարիաներից Citibank-ը ունի ամենամեծ դուստր ընկերությունների ցանցը, որոնք համաշխարհային մասշտաբով մատուցում են պահառուի ծառայություններ:

Դեպոզիտար ստացականների թողարկման ճշգրիտ ինքնարժեքը հաշվարկել գրեթե անհնար է: Այն կախված է մի շարք գործոններից, որոնցից են ընկերության չափը, ֆինանսական հաշվետվությունների վիճակը, գրանցող մարմնի կողմից հարցվող հավելյալ փաստաթղթերի ծավալը և այլն: Bank of New-York-ի վիճակագրության համաձայն՝ իր մոտ գրանցված ընկերությունների համար առաջին աստիճանի դեպոզիտար ստացականի թողարկման ինքնարժեքը եղել է միջինում 40-50 հազար ԱՄՆ դոլար, երկրորդ աստիճանինը՝ 350-500 հազար ԱՄՆ դոլար, «հրապարակային տեղաբաշխմանը»՝ 800-900 հազար ԱՄՆ դոլար, «մասնավոր տեղաբաշխմանը»՝ 300-400 հազար: Այս վիճակագրությունը չի ներառում իրավաբանական խորհրդատվության համար թողարկողի կողմից կատարված ծախսերը¹¹³:

Չաջող տեղաբաշխման համար անհրաժեշտ է գտնել ճանաչում ունեցող անդերայ թերևերին, ովքեր անմիջականորեն կգբաղվեն ստացականների տեղաբաշխմամբ: Սովորաբար թողարկողները որպես անդերայ թերևեր վարձում են խոշոր ներդրումային բանկերին:

Դեպոզիտար ստացականների գրանցման համար անհրաժեշտ է պարզաբանել այն սահմանը, որը բաժանում են տեղական և ամերիկյան օրենսդրությունները: Միջազգային փորձում ընդունված է, որ տեղական օրենսդրությունը տարածվում է արժեթղթերի վրա մինչև այն պահը, երբ արժեթղթերը դեպոնացվել են: Դեպոնացումից

¹¹² Bloomberg.com ֆինանսական պորտալ-

<http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=807640>

¹¹³ Official web page of BNY Mellon - <https://www.bnymellon.com/us/en/our-thinking/depositary-receipt-market-review.jsp>

ամփիջապես հետո այդ արժեթղթերը սկսում են գործել ամերիկյան օրենսդրության շրջանակներում:

Առաջնային տեղաբաշխումից հետո արժեթղթերը գրանցվում են DTC-ում (Depository Trust Company), որը համարվում է Ամերիկյան արժեթղթերի խոշորագույն պահառու: DTC-ում են գտնվում շուկայի բոլոր մասնակիցների հաշիվները: Բորսայական և արտաբորսայական վերջնահաշվարկներից հետո կողմերի դիրքերը գրանցվում են այս դեպոզիտարիայում: Եվրոպայում այս գործառնությունը կատարում են երկու խոշորագույն հաշվարկաբլիթի ընկերությունները՝ Euroclear և Clearstream:

Այսպես, դեպոզիտար ստացականների թողարկումը հայկական թողարկողների համար կարող է լինել օտարերկրյա կապիտալի ներգրավման խնդիրների լավագույն լուծումը: Այն յուրօրինակ գործիք է, որը շահավետ է և ներդրողի, և թողարկողի համար: Ստացականները ազատ շրջանառվում են ամերիկյան և եվրոպական շուկաներում, վերջնահաշվարկը կատարվում և գրանցվում է միջազգային ճանաչում ունեցող ֆինանսական հաստատություններում: Միևնույն ժամանակ ներդրողի համար առկա է թողարկողի երկրում խարդախությունների ռիսկը, քանզի պայմանագրով սահմանվում է, որ այդ ռիսկն ամբողջությամբ ապահովագրվում է թողարկողի կողմից: Իսկ թողարկողը հնարավորություն է ստանում ներգրավելու մեծաքանակ և համեմատաբար ավելի էժան ներդրումներ:

Հարկ է նշել, որ դեպոզիտար ստացականների թողարկումը և հաջող մարումը բարձրացնում են ոչ միայն թողարկողի, այլ նաև պետության միջազգային վարկանիշը:

Տնտեսագետներն առանձնացնում են ներդրումներ կատարելու գործընթացի հետևյալ հիմնական փուլերը.

1. Ներդրումային միջավայրի վերլուծություն: Այս փուլն իր մեջ ներառում է ներդրումային գործընթացի նախնական ուսումնասիրությունները:

2. Ներդրումային օբյեկտի վերլուծություն: Այս փուլը շատ կարևոր է հիմնականում ֆինանսական վերլուծության առումով: Այստեղ ներդրողը կամ ներդրումային ընկերությունը

հետագոտում և վերլուծում են ընկերության ֆինանսական հաշվետվության ունենքը: Վերլուծաբանը, ով իրականացնում է տարբեր տեսակ վերլուծության ունենք, տարբերակում է ֆինանսական և տնտեսական վերլուծության ունենքը: Ֆինանսական հաշվետվության ունենքի վերլուծության ժամանակ տվյալները, կողմնակի բազաներն ու այլ աղբյուրներն օգտագործվում են անցյալում, ներկայում և ապագայում կազմակերպության վիճակի և այն կառավարելու արդյունավետության մակարդակի մասին հիմնավոր եզրակացության ունենք կատարելու համար:

3. Ներդրումային ծրագրերի գնահատման մեթոդների հաշվարկ:

4. Ներդրում կատարելու որոշման կայացում և ներդրման իրականացում: Ունենալով նախորդ երեք փուլերի արդյունքները՝ ներդրողը ունենում է ներդրում իրականացնելու համար անհրաժեշտ բոլոր վերլուծության ունենքի արդյունքները և որոշում է կայացնում ներդնել կամ չներդնել: Առաջին արդյունքի դեպքում ֆինանսական կամ ոչ ֆինանսական ներդրում է կատարում:

5. Վերահսկողություն: Այս փուլը ամենակարևորներից մեկն է, քանզի շատ ներդրողներ չեն իրականացնում վերահսկողություն իրենց ներդրումների նկատմամբ: Իրականում հարկավոր է վերահսկողությունը, որը բարձրացնում է ներդրումների արդյունավետությունը և փոքրացնում է ռիսկը:

Տվյալ աշխատանքում ուսումնասիրվել է ներդրումային գործընթացի առաջին փուլը՝ Ներդրումային միջավայրի վերլուծությունը, և վեր են հանվել Հայաստանի Հանրապետության ներդրումային միջավայրի հիմնական խնդիրները:

Ներդրումային քաղաքականությունը կոչված է ստեղծելու բարենպաստ պայմաններ հայրենական ու արտասահմանյան ներդրումների ներգրավման և դրանք տնտեսության իրական հատվածի զարգացմանը ուղղելու համար: Ներդրումային նման քաղաքականությունը հատկապես կարևորվում է շուկայական հարաբերությունների անցման փուլում գտնվող երկրի համար, այդ թվում նաև Հայաստանի Հանրապետության համար: Այս պարագան պայմանավորված է նրանով, որ անցման գործընթացը պահանջում է

տնտեսության արմատական վերակառուցում, որը հնարավոր չէ իրականացնել առանց բավարար կապիտալ ներդրումների առկայության:

ՀՀ ներդրումային միջավայրի վեց հիմնական խնդիրներն են.

1. Արտաքին գրավչություն
2. Հարաբերությունները հարևան երկրների հետ
3. Օրենսդրության անկատարություն
4. Ֆինանսական շուկայի թերզարգացվածություն
5. Սովերային տնտեսության մեծ տեսակարար կշիռ
6. Բնակչության ոչ բավարար ֆինանսական կրթվածություն

Չնայած այս խնդիրները միմյանց հետ սերտ կապված են, բայց անհրաժեշտ է դրանք վերլուծել առանձին-առանձին:

Յուրաքանչյուր օտարերկրյա ներդնող ներդրումային միջավայր վերլուծելիս առաջին հերթին ուշադրություն է դարձնում այս գործոնի վրա: Արտաքին գրավչությունն ասվածի մեջ մտնում է ինչպես սեփական կարծիքը, այնպես էլ հեղինակավոր մասնագետների արտահայտած կարծիքները: Տվյալ երկրում ներդրում կատարելու կամ նոր ձեռնարկություն բացելու համար կարևորվում է Համաշխարհային բանկի խմբի մաս կազմող “Doing business” պարբերականում գետեղված տեղեկատվությունը: Վերջինս լույս է տեսնում յուրաքանչյուր տարի և իր մեջ ընդգրկում է 189 երկրում (2015թ.) գործարարությամբ զբաղվելու դժվարությունների և հնարավորությունների մասին տեղեկություն:

«Doing business»¹¹⁴ պարբերականում Համաշխարհային բանկի մասնագետները առանցքային են հետևյալ գործոնները, որոնք, ըստ իրենց, ազդում են գործարարությամբ զբաղվելու վրա: Այդ գործոններն են՝ (հավելված 1)

➤ Գործարարությունն սկսելու համար անհրաժեշտ գործընթացների թիվը, ընդհանուր ժամանակը, որը հարկավոր է այդ ամբողջ գործընթացն իրականացնելու համար, ծախսերը (կապիտալի հետ համեմատած),

¹¹⁴ The World bank group - <http://www.doingbusiness.org/rankings>

- Էլեկտրաէներգիայի ստացման համար անհրաժեշտ գործընթացների թիվը, ժամանակը և ծախսերը,
- Սեփականության գրանցման համար գործընթացների թիվը, ժամանակը և ծախսերը,
- Վարկ ստանալու ժամանակ իրավաբանական իրավունքների ինդեքս, տեղեկատվության ինդեքս,
- Փոքր մասնաբաժին ունեցող ներդրողի պաշտպանվածությունը
- Հարկերի վճարում
- Արտաքին առևտուր
- Պայմանագրային պարտավորությունների կատարման ապահովում

Անվճարունակության գործընթացի դժվարություններ Այս աշխատանքում համեմատական վերլուծություն է անցկացվել Հայաստանի, Վրաստանի և Սինգապուրի միջև: Վերջինների ընտրությունը պայմանավորված է նրանով, որ Վրաստանը տարածաշրջանային առաջատար է համարվում, իսկ Սինգապուրը «Doing business 2015» պարբերականի առաջատարն է:

Հայաստանը անկհայտ հետևապահ է Էլեկտրաէներգիա վճարելու, հարկային համակարգի և արտաքին առևտրի բնագավառներում: Չարմանալին 1-ին գործունն է, որտեղ Հայաստանը խնդիր չպետք է ունենար, քանզի Էլեկտրաէներգիայի ստացման և ենթակառուցվածքների հետևորդ խնդիրներ առկա չեն, բայց այդ ցուցանիշով Հայաստանը 131-րդն է աշխարհում: Ըստ Համաշխարհային բանկի մասնագետների՝ հիմնական խնդիրները կապված են Էլեկտրաէներգիա ունենալու համար ծախսվող ժամանակի հետ, որը 187 օր է, իսկ Վրաստանում և Սինգապուրում՝ 71 և 31: Հարկերի վճարման և արտաքին առևտրով ՀՀ-ն 41 և 110 տեղերում է, Վրաստանը՝ 38 և 33, Սինգապուրը՝ 5 և 1:

Այսպիսով, այս ենթագլխում տեղ գտած վերլուծությունները թույլ են տալիս պնդել, որ օտարերկրյա ներդրումների խթանումը Հայաստանի համար դարձել է կենսական անհրաժեշտություն, քանի որ և տնտեսական աճի տեմպն է նվազել, և ՀՀ դրամն է արժեզրկվում՝ իր հետքերելով չկանխատեսված գնաճային երևույթներ: Միևնույն

Ժամանակ ոչ սփոփիչ վիճակում է Հայաստանի վարկանիշը և վերկանշային ընկերությունների հրապարակումներում, և Համաշխարհային բանկի «Doing business» պարբերականում տեղ գտած ցուցանիշներում: Սակայն, եթե վարկանիշային ընկերությունների հաշվետվությունները կախված են տնտեսության վիճակից և դրանց փոփոխությունը երկարաժամկետ խնդիր է, ապա Համաշխարհային բանկի «Doing business» պարբերականի ցուցանիշների փոփոխությունը կարճ ժամանակահատվածում կարելի է փոփոխել:

Որպես այս ենթագլխի ամփոփում՝ կարելի է նշել, որ շահաբաժինների վճարումների և կորպորատիվ գործողությունների ժամանակ օրենսդրությամբ ներդրողների իրավունքների պաշտպանությունը կարևորվում է ոչ միայն բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտ ներդրումների ներգրավման համար, այլ նաև ընդհանուր տնտեսական միջավայրը բարելավելու համար:

Այս համատեքստում կարևորվում է վերոնշյալ փոփոխությունների կատարումը, ինչպես նաև ընդհանուր ժողովի մասին կենտրոնացված ծանուցման ուղարկման և էլեկտրոնային քվեարկության ներդրումը: Այս երկու գործիքները կարող են դրական ազդեցություն ունենալ օտարերկրյա ներդրողների պաշտպանվածության բարձրացման համար, քանի որ թույլ կտան վերջիններին տեղեկանալ հրավիրվող ընդհանուր ժողովների ժամկետի և օրակարգի մասին, ինչպես նաև հնարավորություն կստանան մասնակցել քվեարկությանը՝ առանց ներկայանալով ընկերության ընդհանուր ժողովի նիստին:

3.2. ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆՆԵՐԻ ՆԵՐԴՐՄԱՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄՆԵՐԻ ՀԻՄՆԱԽԱԴԻՐՆԵՐԸ

Հայաստանի օրենսդրություները նախատեսում է դեպոզիտար ստացականների թողարկում և շրջանառություները, սակայն ընթացակարգային հիմնական խնդիրներին լուծում չի տրվում: Ուսումնասիրվել են Ռուսական, ԵՄ և ԱՄՆ օրենսդրություները և առաջարկվում է որպես օրենքի մաս կամ ենթաօրենսդրական ակտ ստեղծել ընթացակարգ, որտեղ հստակ կձևակերպվեն դեպոզիտար ստացականների թողարկման և շրջանառության կանոններն ու ընթացակարգերը: Առաջարկվում է որպես ընթացակարգի հենք ընդունել ներքոնշյալ դրույթները, որոնց սահմանումը լրացուցիչ երաշխիքներ է ստեղծում ներդրողների համար:

Նախ հարկավոր է սահմանել, որ դեպոզիտար ստացականների համար անհրաժեշտ արժեթղթերը (այսուհետ՝ արժեթղթեր) պետք է թողարկվեն Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կանոններին համապատասխան: Արժեթղթերի թողարկողը պարտավորվում է պատշաճ կերպով իրականացնել նշված արժեթղթերի պահառության համար անհրաժեշտ բոլոր վճարումները, այդ թվում օտարերկրյա ներդրողների անունով Կենտրոնական դեպոզիտարիայում բացված արժեթղթերի հաշիվների համար: Այս կետի անհրաժեշտությունը կայանում է նրանում, որ օտարերկրյա ներդրողը պարտավորություն չունի Կենտրոնական դեպոզիտարիայում հաշիվ բացել կամ վճարել արժեթղթերի պահառության համար (սաբխում է դեպոզիտար ստացականի սկզբունքներից): Թողարկողը կարող է ազատվել ներդրողների փոխարեն արժեթղթերի պահառության վճարման պարտավորությունից, եթե նշված արժեթղթերը ցուցակվել են ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված ցածր ռիսկայնություն ունեցող բոնդային բոսաներից մեկում:

Արժեթղթերի թողարկման գործընթացը պետք է ներառի հետևյալ քայլերը.

1. Թողարկող ընկերության կանոնադրությամբ սահմանված մարմնի կողմից Արժեթղթերի թողարկման որոշման կայացում: Այս որոշումը պետք է կայացվի Կենտրոնական դեպոզիտարիայի և

պետական լիազոր մարմինների նախնական համաձայնությամբ ունենալ ստանալ ու ց հետո:

2. Թողարման համար անհրաժեշտ փաստաթղթերի ներկայացում Կենտրոնական դեպոզիտարիա և պետական լիազոր մարմիններ:

3. Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից Արժեթղթերի միջազգային տարբերակիչ ծածկագրի շնորհում

4. Տեղաբաշխել Արժեթղթերը

Դեպոզիտար ստացականների բնույթից կախված թողարկողը կարող է մի քանի տարի տեղաբաշխել թողարկված արժեթղթերը, սակայն այն իր մեջ ներառում է ռիսկեր և ընկերության գործունեության և պետության նկատմամբ պարտավորությունների վճարման ժամանակ: Այս պատճառով հարկավոր է տեղաբաշխման առավելագույն ժամկետը սահմանել մեկ տարի:

Արժեթղթերի տեղաբաշխումը կամ շրջանառությունը կարող է իրականացվել միայն Արժեթղթերի միջազգային տարբերակիչ ծածկագրի շնորհումից հետո: Արժեթղթերի միջազգային տարբերակիչ ծածկագիրը կամ ԱՄՏԾ միջազգային տարբերակիչ ծածկագիր է, որը շնորհվում է արժեթղթերին և այլ ֆինանսական գործիքներին Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի կանոնների, կարգերին, ISO 6166 ստանդարտին, ANNA ասոցացիայի (The Association of national numbering agencies) կողմից ԱՄՏԾ-ի շնորհման ուղեցույցի համապատասխան և կարող է օգտագործվել որպես միանշանակ նույնականացուցիչ ՀՀ և արտասահմանյան արժեթղթերի շուկաներում արժեթղթերի և այլ ֆինանսական գործիքների առուվաճառքի և վերջնահաշվարկի, ինչպես նաև ցանկացած այլ կիրառման դեպքում¹¹⁵:

Արժեթղթերի տեղաբաշխումը կարող է իրականանալ միայն պետական գրանցումից հետո: Հաշվի առնելով պետական գրանցման ժամանակատարությունը, առանձին դեպքերում լիազոր մարմնի գրավոր թույլ տվությամբ հնարավոր է Արժեթղթերի տեղաբաշխումը մինչև պետական գրանցումը, սակայն ոչ շուտ քան Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից ԱՄՏԾ շնորհումը:

¹¹⁵ Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա, «Արժեթղթերի տարբերակիչ ծածկագրերի շնորհման կարգ», 23/06/2014թ. խմբագրություն

Դեպրզիտար ստացականի համար թողարկված արժեթղթերը պետք է ունենան հետևյալ վավերապայմանները և կից փաստաթղթերը.

- Թողարկողի լրիվ իրավաբանական անվանումը, հասցեն, փոստային ինդեքսը

- Թողարկման օր/ամիս/ տարի, Կենտրոնական դեպրզիտարիայի կողմից տրված գրավոր ծանուցումն այն մասին, որ արժեթղթերը գրանցվել են Կենտրոնական դեպրզիտարիայում

- Թողարկողի պետական գրանցման վկայականի համարը, ՀՀՀՀ, ՀՀ օրենսդրությամբ սահմանված թողարկողին նույնականացնող այլ տեղեկություն

- Թողարկվող արժեթղթի տեսակը

- Թողարկվող արժեթղթի անվանական արժեքը և քանակը, ինչպես նաև այն քանակը, որը պետք է փոխարկվի դեպրզիտար ստացականի (զարգացած շուկաների մեծամասնության օրենսդրությունը թույլ է տալիս արժեթղթերը մասամբ փոխարկել դեպրզիտար ստացականի՝ պայմանով, որ այն երկրում, որտեղ շրջանառվում են դեպրզիտար ստացականները, ոչ փոխարկված արժեթուղթ չպետք է շրջանառվի)

- Դեպրզիտար ստացականների փոխակերպվող Արժեթղթերի պայմանները (այդ թվում՝ ինչ ժամկետով են փոխակերպվում, ինչ գործակցով, որ խմբի կամ բորսայի ներդրողների համար է նախատեսված և այլն)

- Արժեթղթերի գնորդների իրավունքները (այդ թվում՝ ընդհանուր ժողովին հեռակա քվեարկության ընթացակարգը, դիվիդենդների ստացման գործընթացը և այլն) ամրագրող փաստաթուղթ

- Կենտրոնական դեպրզիտարիա գրավոր ծանուցումն առ այն, որ վերջինս երաշխավորում է հաճախորդի մասին տեղեկության պատշաճ պահպանումը (այդ թվում հաճախորդի հաշվին առկա արժեթղթերի) և գաղտնիությունը

- Կենտրոնական դեպրզիտարիան երաշխավորում է, որ հաճախորդի հանձնարարականի հիման վրա կմասնակցի ընկերության ընհանուր ժողովին և կհայտնի հաճախորդի դիրքորոշումը քննարկվող հարցի շուրջ: Եթե քվեարկության անհրաժեշտություն կա, ապա

Կենտրոնական դեպոզիտարիան, անկախ քվեարկության տեսակից, քվեարկում է բաց և ներկայացնում է բացառապես հաճախորդի՝ հանձնարարականում նշված քվեն:

- Արժեթղթերի և արժեթղթերի սեփականատերերի մասին տեղեկատվության բացահայտման դեպքերը¹¹⁶:

- Դեպոզիտար ստացականների սեփականատերերի նկատմամբ թողարկողի պարտավորությունների շրջանակը

- այլ տեղեկություններ, որոնք թողարկողը անհրաժեշտ կհամարի ներկայացնել արժեթղթերի և դեպոզիտար ստացականների մասին ամբողջական տեղեկություն ունենալու համար

Կենտրոնական դեպոզիտարիան իրավունք ունի առանց թողարկողի համաձայնության՝ փոփոխել թողարկված արժեթղթերի քանակը, եթե այն պայմանավորված է տեղաբաշխման ժամկետի ավարտով, համախմբմամբ կամ օրենքով սահմանված այլ դեպքերում, փոփոխել դեպոզիտար ստացականների սեփականատերերի ռեեստրի վարման պայմանները, եթե թողարկողի կողմից խախտվել են իր պարտավորություններից ցանկացածը, ինչպես նաև իրավունք ունի իր կանոններով սահմանված դեպքերում միակողմանի փոփոխել թողարկողի հետ կնքված պայմանագիրը:

Թողարկման պայմանների փոփոխությունը ոչ ուշ, քան փոփոխության ուժի մեջ մտնելուց 20 աշխատանքային օր առաջ թողարկողի ներկայացնում է Կենտրոնական դեպոզիտարիա, պետական լիազոր մարմիններ և գրավոր ծանուցում բոլոր այն բաժնետերերին, ովքեր չեն մասնակցել տվյալ որոշման հաստատման ժամանակ: Եթե բաժնետերերից գոնե մեկը դեմ է նշված փոփոխությանը, ապա թողարկողը շուկայական արժեքով հետ է գնում բաժնետիրոջ բաժնեմասը, որից հետո միայն իրականացնում փոփոխություններ: Շուկայական գինը որոշվում է կարգավորվող շուկայում (եթե արժեթղթերը ցուցակված են ֆոնդային բորսայում) կամ բաժնետիրոջ հետ համաձայնեցված ներդրումային ընկերության կողմից: Ներդրումային ընկերության ծառայությունների դիմաց վճարման պարտավորություն կրում է թողարկողը:

¹¹⁶ «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 97, 98

Կենտրոնական դեպոզիտորիան պարտավոր է ամսեկան հաշվետվություններ կայացնել ԶՀ կենտրոնական բանկի դեպոզիտար ստացականների մասին՝ ԿԲ կողմից սահմանված ձևին համապատասխան:

Այլ պետության ֆինանսական շուկայում դեպոզիտար ստացականների շրջանառությունն ապահովող դեպոզիտար բանկը պարտավոր է պայմանագիր կնքել Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի հետ, վերջինը Արժեթղթերի հաշվառման և հաշվարկման միասնական համակարգում բացում է դեպոզիտար բանկի անվանատիրոջ արժեթղթերի հաշիվ, որտեղ հաշվեգրվում են դեպոզիտար ստացականի համար դեպոնացված արժեթղթերը:

Միևնույն տեսակի և դասի արժեթղթերը կարող են փոխարկվել միևնույն տեսակի դեպոզիտար ստացականի և դեպոնացվեն միայն մեկ դեպոզիտար բանկի արժեթղթերի հաշվին: Նշված արժեթղթերը կարող են փոխանցվել միայն թողարկողի արժեթղթերի հաշվին՝ հետզնման գործարքի հիման վրա: Այն արժեթղթերը, որոնք թողարկողի արժեթղթերի հաշվին մուտքագրվելուց հետո մեկ ամսվա ընթացքում չեն փոխանցվում այլ հաշվին, ավտոմատ կերպով մարվում են Կենտրոնական դեպոզիտարիայի կողմից:

Այս հիմնական դրույթներն անհրաժեշտ են ներդրողների և թողարկողների համար դեպոզիտար ստացականների թողարկման և շրջանառության մասին ընդհանուր պատկերացում ստեղծելու համար:

Ժամանակակից ամենամեծ բանկ-դեպոզիտարիա հանդիսացող Bank of New York-ի (BONY կամ BNY Mellon) մասնագետները, առաջնորդվելով բանկի վիճակագրական տվյալներով¹¹⁷, սահմանում են, որ դեպոզիտար ստացականների նկատմամբ հետաքրքրությունը պայմանավորված է միջարք գործունեությամբ:

Առաջին գործոն: Ներդրողները դեպոզիտար ստացականների միջոցով հնարավորություն են ստանում հաղթահարել արտասահմանյան արժեթղթերում ներդրում կատարելու արգելքները:

¹¹⁷ Official web page of BNY Mellon - <https://www.bnymellon.com/us/en/our-thinking/depositary-receipt-market-review.jsp>

Գործարքները կատարվում են ԱՄՆ իրավունքին համապատասխան, այսինքն՝ նույն իրավական հիմքով, ինչ ներքին շուկայի արժեթղթերը: Այդ գործունը շահավետ է նաև ներդրողների համար և չի պահանջում այլ երկրի իրավունքի ու շուկայի ժամանակատար վերլուծություններ: Համաձայն միջազգայնորեն ընդունված արժեթղթերի նկատմամբ սեփականության գրանցման՝ արժեթղթերի նկատմամբ իրավունքի ցանկացած փոփոխություն պահանջում է ներդրողի իդենտիֆիկացում թողարկողի երկրում, համապատասխան փաստաթղթերի ներկայացում, լիազոր անձի ներկայություն և այլ բարդություններ: Այնինչ դեպոզիտար ստացականների համար ներդրողն իրականացնում է նույն գործընթացները, որոնք արդեն ադապտացվել են ներդրողների կողմից և հավելյալ ծախսեր չեն պահանջում: Ծախսերի հետ միասին կրճատվում է նաև գործարքի գրանցման հետկապված ժամանակի վատնումը:

Միևնույն ժամանակ որոշ երկրներում արժեթղթերի նկատմամբ իրավունքի գրանցումից հետո գանձվում է արժեթղթերի գործարքների հետ կապված հարկ, ինչը ոչ միայն բիզնես տեսանկյունից է ծախս, այլ նաև գործնականում ներդրողը կորցնում է ավելին, քան փաստացի վճարված հարկը:

Թողարկողի արժեթղթերում ուղիղ ներդրում կատարելու թերություններից հաջորդն այն է, որ ներդրումները կատարվում են տվյալ երկրի արժույթով, ինչը ներդրումային ռիսկերի շարքին է դասում նաև արտարժույթային ռիսկը: Կարելի է նշել նաև, որ Թողարկողի երկրում գործարքները կատարվում են տվյալ երկրի օրենքներին համապատասխան:

Դեպոզիտար ստացականների հետ ամեն ինչ ավելի հեշտ է: Բոլոր վճարումները, այդ թվում՝ առուվաճառքի և դիվիդենդների վճարումը, կատարվում են ԱՄՆ դոլարով և ԱՄՆ ներդրողների համար համար T+3 մոդելով:

Դեպոզիտար ստացականները թույլ են տալիս ներդրողներին չբախվել նվազ զարգացած ֆինանսական շուկաների խնդիրներին, ինչպիսիք են վերջնահաշվարկի մոդելի և ենթակառուցվածքների թերզարգացվածությունը, երկարաժամկետ արժույթների փոխանակումը, տեղեկատվության թերլիները և հաճախ չվստահելի

աղբյուրների առկայությունը, զարգացած երկրների ֆինանսական շուկաների բիզնես շրջանակներում ընդունված ավանդույթների չիմացությունը, արհեստական խոչընդոտների առկայությունը, բարդ հարկային հանձնարարականները և հաշվետվությունները, միասնական ներդրումային քաղաքականության բացակայությունը և այլն:

Երկրորդ գործոն: Ընկերության կառավարման մասնակցություն և դիվիդենդների ստացման հնարավորություն:

Օտարերկրյա արժեթղթերով ապահովված դեպոզիտար ստացականների հիման վրա ամերիկյան ներդրողները դիվիդենդներ են ստանում ԱՄՆ դոլարով դեպոզիտարիայի միջնորդությամբ:

Միևնույն ժամանակ, եթե ներդրողին են պատկանում ձայնի իրավունքով արժեթղթեր, ապանակարող է մասնակցել բաժնետերերի ընդհանուր ժողովին՝ առանց ԱՄՆ տարածքը լքելու՝ գրավոր քվեարկելու միջոցով: Իր հերթին Դեպոզիտարիան, բոլոր ներդրողներից ստանալով քվեարկության թերթիկները, դրանք ուղարկում է օտարերկրյա թողարկողին: Մեծ մասնաճյուղային ցանց ունեցող ներդրումային ընկերությունների համար այս գործիքը առավելությունների շարքին չի դասվում, սակայն ավելի փոքր ընկերությունների համար սեփական ներդրումները հսկելու լավ հնարավորություն է:

Երրորդ գործոն: Թողարկողից տեղեկատվության ստացում և այլ առավելություններ:

ԱՄՆ օրենսդրության համաձայն՝ Դեպոզիտարիաները պարբերաբար տեղեկություններ են ստանում թողարկողներից: Այդ տեղեկության մի մասը անմիջապես ուղարկվում է դեպոզիտար ստացականների սեփականատերերին: Արդյունքում դեպոզիտար ստացականների սեփականատերերը ամբողջական տեղեկություն են ունենում թողարկողի մասին և կարողանում են արժեթղթերի առուվաճառքի հետ կապված ճշգրիտ որոշումներ ընդունել:

Դեպոզիտար ստացականների առավելությունների թվին են դասվում նաև ստորև նշվածները.

➤ Ներդրողը օտարերկրյա արժեթղթերի պահառու թյան համար արժեթղթերի պահառուի նկատմամբ վճարման պարտավորություն չի կրում

➤ Դեպոզիտար ստացականների թողարկումը օտարերկրյա թողարկողի արժեթղթերն ավելի իրացվելի են դարձնում

Օտարերկրյա թողարկողի տեսանկյունից դեպոզիտար ստացականները թույլ են տալիս

➤ Կապիտալ ներգրավել ռազմավարական խնդիրների լուծման համար

➤ Մուտք գործել համաշխարհային կապիտալի շուկաներ

➤ Անուղղակի ուշադրության կենտրոնում պահել իր կողմից արտադրվող ապրանքները

➤ Բարձրացնել իր արժեթղթերի գինը սեփական երկրի ֆոնդային բորսայում:

Չարգացած ֆինանսատնտեսական համակարգ ունենալ ու առաջնային նախապայամեններից է ունենալ ժամանակակից ենթակառուցվածքներ, որոնք առավել հարմարավետություն կստեղծեն տնտեսվարող սուբյեկտների համար: Չարգացող տնտեսություն ունեցող պետությունների համար առաջնայինը պետք է լինեն ոչ միայն տնտեսվարող ռեզիդենտների հարմարավետությունը, այլ նաև ներդրումային գործունեությամբ զբաղվող ոչ ռեզիդենտները: Այս համատեքստում կարևորվում է փաստաթղթային տեղեկատվության փոխանակումը էլեկտրոնայինով:

Էլեկտրոնային փաստաթղթաշրջանառությունը հատկապես կարևորվում է օտարերկրյա ներդրողի կողմից ընկերությունների ընդհանուր ժողովների մասնակցության հիմնահարցի լուծման համատեքստում:

Ռուսաստանի Դաշնության կենտրոնական դեպոզիտարիան ունի նշանակալի ձեռքբերումներ ունի Էլեկտրոնային փաստաթղթաշրջանառության զարգացման հարցում: Հիմք ընդունելով Ռուսաստանի Դաշնության կենտրոնական դեպոզիտարիայի դրական փորձը՝ առաջարկվում է ներդնել Էլեկտրոնային փաստաթղթաշրջանառության հետևյալ մեթոդը.

Մեթոդի ներդրման արդիականությունը՝

• Ընդհանուր ժողովում օտարերկրյա ներդրողների մասնակցության հետ կապված մեծ ծախսերի առկայություն

• Ֆինանսական տեղեկատվությունների ուղարկման հետ կապված փոստային ծառայություններից մեծ կախվածություն

• Օտարերկրյա անվանատիրոջ համար արժեթղթերի իրական սեփականատերերին բացահայտելու հետ կապված դժվարություններ

• Թղթային շրջանառության հետ կապված դժվարություններ

• Քվեարկության հետ կապված խնդիրներ

Այս խնդիրների լուծման համար առաջարկվում է ներդնել ԷԼԵՏՐՈՆԱՅԻՆ փաստաթղթաշրջանառության համակարգ, որը կարող է եականորեն հեշտացնել վերոգրյալ խնդիրների լուծումը:

Այս համակարգի օգտագործման համար անհրաժեշտ է առաջնային իրականացնել համապատասխան իրավական ակտերի փոփոխություն, որտեղ նշված կլինի ընդհանուր ժողովում ԷԼԵՏՐՈՆԱՅԻՆ քվեարկության հնարավորության մասին, որի հիմքով համապատասխան լիազոր մարմինը (առավել հարմար է այս համատեքստում որպես լիազոր մարմին դիտարկել Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտորիային, քանի որ, համաձայն ներկայացված ընթացակարգի, այն կլինի տեղաբաշխված դեպոզիտար ստացականների ռեեստրավարը):

Հարկ է նշել, որ ԷԼԵՏՐՈՆԱՅԻՆ քվեարկության և փաստաթղթաշրջանառության մասին առավել մանրամասն կարող է ներկայացվել ոչ թե օրենքում կամ ենթաօրենսդրական ակտում, այլ կենտրոնական դեպոզիտորիայի կանոններում:

Կենտրոնական դեպոզիտորիան հնարավորություն կունենա ինքնուրույն սահմանել տրամադրվող ծառայությունների սակագները: Այս դեպքում անհրաժեշտ է պահպանել հետևյալ կանոնները.

➤ Եթե առկա են տվյալ կորպորատիվ գործողության մասին իրարամերժ տեղեկություններ, ներդրողը պետք է առավելություն տա Կենտրոնական դեպոզիտորիայի կողմից ներկայացրած տեղեկատվության: Այս դեպքում ստեղծվում է տվյալների միասնական աղբյուր, որտեղից կարող են տեղեկություն ստանալ

բոլոր շահագրգռված անձիք՝ իրենց համար բացահայտված տեղեկությունների մասով:

➤ Կենտրոնական դեպոզիտորիան կարող է ընկերության ընդհանուր ժողովում որպես ներդրողի ներկայացուցիչ, ով իրավունք ունի արտահայտել միայն ներդրողի այն կարծիքը և քվեարկել միայն ներդրողի այն դիրքորոշման օգտին, որոնք ներդրողը նախապես գրավոր կերպով ուղարկել է Կենտրոնական դեպոզիտորիա:

Ընդհանուր առմամբ ընդհանուր ժողովին մասնակցության համար ներդրողը կունենա հետևյալ հնարավորությունները:

Այս գործիքի օգտագործումը ոչ միայն կհեշտացնի ներդրողների կողմից ընկերության կորպորատիվ գործողությունների մասնակցությունը և տեղեկացվածությունը, այլ նաև թույլ կտա խնայել ներդրողների ֆինանսական միջոցները, ինչը կնվազեցնի ներդրման ծախսերի ծավալը:

Էլեկտրոնային փաստաթղթաշրջանառությունը Հայաստանի ներդրումային միջավայրն ավելի գրավիչ կդարձնի և ավելի ժամանակակից, իսկ դեպոզիտար ստացականների թողարկումն առավել կհամապատասխանի զարգացած երկրների ստանդարտներին:

3.3. ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆՆԵՐԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ

ՀՀ-ում դեպոզիտար ստացականների թողարկման և տեղաբաշխման նպատակահարմարությունը համար անհրաժեշտ է իրականացնել ծախսերի հաշվարկ և ուղղությունների կանխատեսում: Գոյություն ունեն դեպոզիտար ստացականների տարբեր տեսակներ: Հատկապես բազմազան են Ամերիկյան դեպոզիտար ստացականները:

Ներկայացված Դեպոզիտար ստացականներից առաջարկվում է Հայաստանում ներդնել երկուսը՝ հովանավորվող և չհովանավորվող (sponsored and unsponsored)¹¹⁸: Նշվածների հիմնական տարբերությունը կայանում է նրանում, որ առաջինի դեպքում արժեթղթերի թողարկումը նախաձեռնում և անմիջական միջամտություն է ցույց տալիս օտարերկրյա թողարկողը, այնինչ երկրորդի ժամանակ ընթացիկ կառավարման և կանոնակարգման բեռն ամբողջությամբ ընկնում է բանկ-դեպոզիտարի վրա:

Դեպոզիտար ստացականները, ի հակադրություն չատփորձագետների մոտեցումների, ունեն մի շարք առանձնահատկություններ.

- Դեպոզիտար ստացականներ, որոնք շրջանառվում են բորսայում և արտաբորսայում,
- Դեպոզիտար ստացականներ, որոնք ունեն թողարկողների, բանկ-դեպոզիտարի և ներդրողների իրավիճակային և ամրագրված իրավունքներ ու պարտավորություններ,
- Գրանցման ենթակա առանձնահատկություններ:

Չհովանավորվող դեպոզիտար ստացականները հազվադեպ են թողարկվում, սակայն, այնուամենայնիվ, կան յուրահատուկ դեպքեր, երբ թողարկվում է միայն այս գործիքը.

1. Թողարկողն ուսումնասիրում է ֆոնդային բորսայի կոնյուկտուրան, վերլուծում է հնարավոր ֆինանսական արդյունքները և որոշում է թողարկել դեպոզիտար ստացականներ

¹¹⁸ ԱՄՆ Արժեթղթերի կոմիտե “Investor Bulletin: American Depositary Receipt” part 1-
<http://www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf>

2. Թողարկողի արժեթղթերի մեծ պորտֆել ունեցող բաժնետերը, գիտակցելով հնարավոր առավել ությունները, իր որոշումով պարտադրում է թողարկողին թողարկել դեպոզիտար ստացականներ

3. Լինում է պայմանավորվածությամբ թողարկողի և ներդրողների միջև առայն, որ չհովանավորված թողարկումից հետո հետագա թողարկումները կլինեն հովանավորված:

Հովանավորվող և չհովանավորվող ստացականների հիմնական տարբերություններն են.

- Հովանավորվող ստացականների թողարկման ժամանակ կարող են մասնակցել մի քանի դեպոզիտարիաներ

- Չհովանավորվող ստացականների թողարկման ժամանակ տեղեկատվության բացահայտման սահմանափակում կա, քանզի թողարկողը ստացականի թողարկմանն ու տեղաբաշխմանն անմիջական մասնակցություն չունի:

- Չհովանավորվող ստացականների ամբողջ ծախսերի բեռն ընկնում է ներդրողների վրա:

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ հովանավորվող դեպոզիտար ստացականները արտասահմանյան թողարկողների կողմից ամենաշատ օգտագործվող ֆինանսական գործիքներն են: Տնտեսագետներն առանձնացնում են հովանավորվող դեպոզիտար ստացականների հինգ հիմնական տեսակներ, որոնցից երկուսն օգտագործվում են առանց հավելյալ բաժնետոմսերի գրանցման՝ բաժնետերերի քանակի ավելացման համար, իսկ մնացած երեքը՝ ընկերության կապիտալի ավելացման համար:

Հովանավորվող դեպոզիտար ստացականների Առաջին աստիճան.

Դեպոզիտար ստացականների այս տեսակը ներկայումս ամենատարածվածն է զարգացող երկրների թողարկողների շրջանում: Պատճառն այն է, որ այն բավականին էժան է և թողարկողի կողմից տեղեկատվության բացահայտման ամենանվազ պահանջներն ունի: Այս աստիճանի դեպոզիտար ստացականները 80 և 90-ականների ամենատարածված գործիքներն էին, և շատ թողարկողներ սկսում են «ծանոթանալ» դեպոզիտար ստացականների հետ այս գործիքի

միջոցով, որից հետո անցում է կատարվում ավելի բարդ աստիճանների:

Հովանավորվող դեպոզիտար ստացականների երկրորդ աստիճան.

Այս աստիճանն ունեցող դեպոզիտար ստացականներին հաճախ անվանում են լիստինգային ստացականներ, քանզի դրանք իրավունք ունեն ցուցակվել ամերիկյան բորսաներում կամ Նասդաքի համակարգում: Ի տարբերություն առաջին աստիճան ունեցող դեպոզիտար ստացականների՝ այս ստացականների գրանցումն իրականանում է Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների 1934թ. ընդունված 20-Ֆ ձևի լրացումից հետո: Վերջինն իրենից ներկայացնում է թողարկողի ֆինանսական տեղեկությունների բացահայտման համար անհրաժեշտ հարցաշար: Այդ տեղեկությունը պետք է համապատասխանի Ամերիկայում ընդունված ֆինանսական հաշվետվությունների ներկայացման սկզբունքներին (US GAAP):

Հովանավորվող դեպոզիտար ստացականների երրորդ աստիճան.

Այս ստացականներն օգտագործվում են հատուկ արժեթղթերի առաջնային տեղաբախման ժամանակ: Միևնույն ժամանակ հարկավոր է նշել, որ այս դեպքում իրականացվում է հրապարակային տեղաբաշխում կամ ճանաչված ներդրողների շրջանակում փակ տեղաբաշխում:

Երրորդ աստիճան ունեցող հովանավորվող դեպոզիտար ստացականները համարվում են «բարձունք», որին կարող են հասնել օտարերկրյա թողարկողները զարգացած երկրների շուկաներում: ԱՄՆ-ում այս ստացականների թողարկման համար հարկավոր է ԱՄՆ արժեթղթերի հանձնաժողով ներկայացնել

1. Ընկերության մասին ամբողջական և մանրամասն տեղեկություն
2. Համաշխարհային ճանաչում ունեցող աուդիտորական ընկերության եզրակացություն
3. Ընկերության հաշվապահական հաշվառում վարելու սկզբունքները համապատասխանեցնել Հանձնաժողովի պահանջներին
4. Ընկերության ստեղծման օրից մինչև ստացականի թողարկման հայտ ներկայացնելու օրը ներառյալ բոլոր

Ֆինանսական հաշվետվությունները պետք է ներկայացվեն Ամերիկյան ստանդարտներին համապատասխան

5. Շուկայի վերլուծություն

6. Մրցակիցների մասին հաշվետվություններ

7. Ներդրումների օգտագործման ռազմավարություն:

Այս աստիճանն ունեցող դեպոզիտար ստացականների հրապարակային տեղաբաշխմանը մասնակցող ներդրողները համարվում են ամենապաշտպանվածները, քանի որ միայն թողարկման թույլ տվություն ստանալու համար ընկերությունը ներկայացնում է փաստաթղթերի սովորական գվաժ: Հրապարակային ստացականների վաճառքը բաց է, և ցանկացողներից յուրաքանչյուրը կարող է գնել դրանք:

Այս ամենի մեծ մասն անհրաժեշտ է, եթե իրականացվում է փակ տեղաբաշխում, քանզի ենթադրվում է, որ մասնավոր մասնագիտացված ներդրողներն ինքնուրույն կարող են կատարել բոլոր վերլուծությունները:

Երկրորդ և երրորդ աստիճանի դեպոզիտար ստացականների գրանցման համար անհրաժեշտ պայման է ընկերության ֆինանսական հաշվետվություններին մասին աուդիտորական եզրակացությունը: Ցանկալի է, որ այդ եզրակացությունը տրված լինի «մեծ քառյակի¹¹⁹» աուդիտորական ընկերություններից մեկի կողմից:

Հովանավորվող դեպոզիտար ստացականների Հորրորդ աստիճան

Այս ստացականները տեղաբաշխվում են ներդրողների փակ շրջանում: Այս ներդրողները մասնագետներ են, որոնց համար ստեղծվում են տեղեկատվություն ստանալու հատուկ պայմաններ: «Հատուկ» ներդրողների շարքին դասվելու համար ներդրումային ընկերությունները պետք է ունենան 100 մլն ԱՄՆ դոլարից ոչ պակաս ընդհանուր կապիտալ (144A կանոն):

Հովանավորվող դեպոզիտար ստացականների Հինգերորդ աստիճան

Այս աստիճանն ունեցող դեպոզիտար ստացականների առանձնահատկությունը կայանում է նրանում, որ դրանք

¹¹⁹ «Մեծ քառյակ» պայմանական անվանում ունեցող խմբի աուդիտորական ընկերություններն են Deloitte Touche Tohmatsu Limited, PricewaterhouseCoopers (PwC), Ernst & Young և KPMG

շրջանառվում են ԱՄՆ ռեզիդենտ չհամարվող սուբյեկտների շրջանում և Միացյալ Նահանգների արժեթղթերի կոմիտեում չեն գրանցվում: Այս աստիճանը շատ ընդհանրություններ ունի գլոբալ դեպոզիտար ստացականների հետ, ինչի պատճառով Միացյալ Նահանգներում Յինգերոֆ աստիճանի դեպոզիտար ստացականներին անվանում են նաև Գլոբալ դեպոզիտար ստացականներ:

Աղյուսակ 3.3-1: Դեպոզիտար ստացականների թողարկման և տեղաբաշխման համար անհրաժեշտ ուղղություններ և ծախսեր

Դեպոզիտար ստացականի նկարագրություն	Դեպոզիտար ստացականներ, որոնք թողարկվում են արդեն թողարկված արժեթղթերի հիմքով		Նոր արժեթղթերի թողարկման հիմքով թողարկվող Դեպոզիտար ստացականներ		
	Առաջին աստիճանի Յոկոնապոլիսի ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ	Երկրորդ աստիճանի Յոկոնապոլիսի ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ (Ցուցակված ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ)	Երրորդ աստիճանի Յոկոնապոլիսի ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ (Յրապարակային առաքարկով տեղաբաշխված ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ)	Չորրորդ աստիճանի Յոկոնապոլիսի ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ (Մանավոր առաքարկով տեղաբաշխված ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ)	Գլոբալ ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ (Միջազգային ԴԵՊՈԶԻՏԱՐ ՍՏԱՑԱԿԱՆ)
1	2	3	4	5	6
Առավելագույն հնարավորություն (ցուցակվում և ինդեքսավորում) ¹²⁰	Իրականացվում է արտաբորսայական առևտուր: Միջնորդներն են ԴիԼԼ երևերի ազգային ասոցացիայի անդամները	Նյու-Յորքի և Ամերիկյան ֆոնդային բորսաներում (NYSE and AMEX) և NASDAQ համակարգի բորսաներում	Նյու-Յորքի և Ամերիկյան ֆոնդային բորսաներում (NYSE and AMEX) և NASDAQ համակարգի բորսաներում	Որակավորված մասնագետների շրջանում և ցուցակվում են PORTAL համակարգում	Գրեթե բոլոր հնարավոր համախառնային բորսայական հարթակներում

¹²⁰ «Արժեթղթերի մասին» ԱՄՆ օրենք, 1933 թ.

Արժեթղթերի գրանցման հայտերը ձևերը	F-6 ձև	F-6 ձև	F-1, F-2 կամ F-3 ձև	Չի պահանջվում	F-1, F-2 կամ F-3 ձև, եթե հրապարակային է՝ չի պահանջվում
Արժեթղթերով գործառնության ներքին գրանցման հայտերը ձևերը ¹²¹	Չի պահանջվում	F-20 ձև	F-20 կամ 8-A ձև	Չի պահանջվում	F-20 կամ 8-A ձև
Հաշվետվության ներկայացման հայտերը ձևերը ¹²²	Չի պահանջվում	F-20 ձև (տարեկան)	F-20 ձև (տարեկան)	Չի պահանջվում	F-20 ձև (տարեկան)
Նախագծերի իրականացման համար անհրաժեշտ ծախսերի մոտավոր հաշվարկ ¹²³	Նվազագույնը՝ 40,000 ԱՄՆ դոլար, Միջինը՝ 80,000 ԱՄՆ դոլար,	Նվազագույնը՝ 400,000 ԱՄՆ դոլար, Միջինը՝ 800,000 ԱՄՆ դոլար,	Նվազագույնը՝ 800,000 ԱՄՆ դոլար, Միջինը՝ 1,600,000 ԱՄՆ դոլար,	Նվազագույնը՝ 200,000 ԱՄՆ դոլար, Միջինը՝ 800,000 ԱՄՆ դոլար,	Նվազագույնը՝ 800,000 ԱՄՆ դոլար,

Աղյուսակ 3.3-1: Դեպոզիտար ստացականների թողարկման և տեղաբաշխման համար անհրաժեշտ ուղղության ներ և ծախսեր (շարունակություն)

Գլոբալ դեպոզիտար ստացականների թողարկման տարածքն ավելի մեծ է: Այն ներառում է ոչ միայն ԱՄՆ ֆոնդային բորսաները և NASDAQ առևտրային ցանցը, այլ նաև արևմտաեվրոպական բորսաները: Սակայն, ի հակադրություն տարածության մեծության, Գլոբալ դեպոզիտար ստացականները իրենց գրավչությամբ և թողարկման հնարավոր տարբերակների առատությամբ զիջում են Ամերիկյան դեպոզիտար ստացականներին:

Դեպոզիտար ստացականների առավելություններից են.

➤ Կոմերցիոն՝ ընկերության համար արժեթղթերի շուկայի ընդլայնման արագություն և ընկերության վարկանիշի բարձրացում,

¹²¹ «Արժեթղթերի փոխանակման մասին» ԱՄՆ օրենք, 1934 թ.

¹²² «Արժեթղթերի փոխանակման մասին» ԱՄՆ օրենք, 1934 թ.

¹²³ Official web page of BNY Mellon - <https://www.bnymellon.com/us/en/our-thinking/depositary-receipt-market-review.jsp>

➤ Ֆինանսական՝ ելք դեպի կապիտալի միջազգային շուկաներ, ընկերության արժեթղթերի ինդեքսների բարձրացում և ամրապնդում և առաձգական կապիտալ ներդրումների ներգրավում

➤ Ռազմավարական՝ պոտենցիալ ներդրողների շրջանակների մեծացում և նոր ընկերությունն գնելու կամ միաձուլվելու հնարավորության տրամադրում:

Ամերիկյան ներդրողների կողմից հայկական արժեթղթերում ներդրումների հավանականության բացահայտում: Ամերիկյան դեպոզիտար ստացականները հնարավորություն են տալիս այլ պետության ռեզիդենտ իրավաբանական անձին արժեթղթեր թողարկելու Միացյալ Նահանգներում և ներդրումներ ներդրվել վերջինի կապիտալի շուկայում: Այն հարմար գործիք է Հայաստանի ընկերությունների համար, սակայն արդյո՞ք Հայկական ընկերությունները բարձր ռիսկային չեն համարվում և արդյո՞ք Միացյալ Նահանգների ներդրողները ներդրումներ կկատարեն բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում աշխատող Հայկական ընկերություններում:

Այս հարցերի պատասխանը ստանալու համար հարկավոր է ուսումնասիրել «ռիսկ» կատեգորիան:

Ֆինանսական վերլուծության մեջ առկա է արժեթղթերի ռիսկայնության գնահատման և կառավարման մասին բավականին մեծ քանակությամբ գործիքների հենք: Յուրաքանչյուր ներդրողի նպատակն է ստեղծել նվազագույն ռիսկ և առավելագույն եկամտաբերություն ունեցող արժեթղթերի պորտֆել: Նվազագույն ռիսկ ունեցող արժեթղթերը պետական կարճաժամկետ պարտատուներն են: Եթե ներդրողն իր պորտֆելում հավաքում է միայն պետական արժեթղթեր, ապա պորտֆելի ռիսկը նվազագույնն է, սակայն նվազագույն է նաև պորտֆելի եկամտաբերությունը: Եթե ներդրողն իր պորտֆելում հավաքում է կորպորատիվ արժեթղթեր, ապա նա իր վրա թողարկողի կողմից պարտավորությունների չկատարման ռիսկ է վերցնում:

Ներդրումային գործունեությունն իրականացնելու ժամանակ ներդրողն առաջին հերթին ուշադրություն է դարձնում ներդրման օբյեկտի փոփոխականությանը, այսինքն՝ գործոնների այն

ամբողջությամբ, որոնք ազդում են արժեթղթի վրա, որպեսզի վերջինս կանխատեսվածից շատ փոփոխության ենթարկվի: Իհարկե, ավելի արժեքավոր է պորտֆելի փոփոխականության ուսումնասիրությունը, քան կոնկրետ արժեթղթինը:

Ներդրումային պորտֆելն ուսումնասիրող տնտեսագետների (օր.՝ Richard A. Brealey, Stewart C. Mayers¹²⁴) ուսումնասիրությունները ցույց են տվել, որ պորտֆելի փոփոխականությունը ավելի քիչ է, քան այդ պորտֆելի մեջ մտնող արժեթղթերի միջին փոփոխականությունը: Այս երևույթի պատճառն այն է, որ դիվերսիֆիկացիան նվազեցնում է փոփոխականությունը և, հետևաբար, նաև ռիսկը: Ընդ որում, չնչին դիվերսիֆիկացիան էապես նվազեցնում է փոփոխականությունը:

Դիվերսիֆիկացիայի գլխավոր առավելությունն այն է, որ պորտֆելի մաս կազմող արժեթղթերի շուկայական գներն ամբողջությամբ չեն կորելացած, այսինքն՝ դրանք միանման չեն փոփոխվում: Այս դեպքում մեկ արժեթղթի շուկայական գնի նվազումը փոխհատուցվում է մյուս արժեթղթի շուկայական գնի աճով: Հետևաբար հնարավորություն կա նվազեցնելու ներդրողի ռիսկը՝ դիվերսիֆիկացնելով արժեթղթերի պորտֆելը: Վերը նշված տնտեսագետների վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ եթե անգամ ներդրողը իր պորտֆելում ներառի երկու պատահական արժեթղթեր, ապա այդ պորտֆելի փոփոխականությունը ավելի քիչ կլինի, քան այդ արժեթղթերից յուրաքանչյուրի համար ստացվող դիվիդենդների միջին փոփոխականությունը:

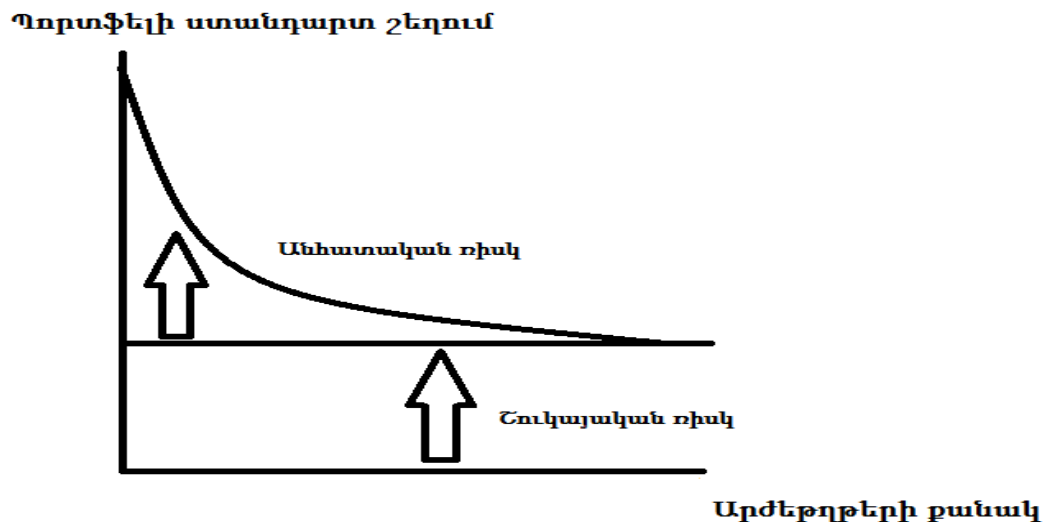
Այն ռիսկը, որը հնարավոր է չեզոքացնել դիվերսիֆիկացիայի միջոցով, կոչվում է անհատական ռիսկ: Ռիսկի այս տեսակի առաջացման պատճառը տարբեր ընկերությունների մոտ տարբեր խնդիրների ի հայտ գալն է: Այդ խնդիրները յուրահատուկ են տվյալ ընկերության համար, կարող են ի հայտ գալ միայն այդ ընկերության և նրա անմիջական մրցակիցների մոտ:

Այն ռիսկը, որը հնարավոր է չեզոքացնել ներդրողի տրամադրության տակ գտնվող ռեսուրսների միջոցով, կոչվում է շուկայական ռիսկ: Ռիսկի այս տեսակը համընդհանուր է տվյալ

¹²⁴R.A.Brealey, S.C. Mayers – “Principles of corporate finance”, international edition, 1997, p. 5

շուկայի բոլոր մասնակիցների համար: Այս ռիսկի պատճառով են առաջանում շուկայում առկա արժեթղթերի շուկայական գների համընդհանուր փոփոխության միտումները: Գծապատկեր 3.3-2-ում ռիսկը բաժանված է երկու մասի՝ անհատական և շուկայական:

Գծապատկեր 3.3-2: Անհատական և շուկայական ռիսկեր



Անհատական ռիսկը ներդրողի համար կարող է սպառնալ իքլիներ, եթե ներդրողի պորտֆելը կազմված է մեկ արժեթղթից: Այն դեպքում, երբ արժեթղթերի պորտֆելը լավ դիվերսիֆիկացված է, ապա ներդրողի համար վտանգ է ներկայացնում միայն շուկայական ռիսկը: Գործնականում լավ դիվերսիֆիկացված է համարվում այն պորտֆելը, որը պարունակում է 20 և ավելի միմյանց հետ գրեթե չկորելաված արժեթղթեր: Հետևաբար դիվերսիֆիկացված պորտֆել ունեցող ներդրողի հիմնական խնդիրը շուկայի կոնյուկտուրան է, որից էլ կախված է պորտֆելի եկամտաբերությունը:

Պորտֆելի դիվերսիֆիկացիան, իհարկե, նվազեցնում է պորտֆելի ռիսկը, սակայն այդ ռիսկը չի կարող կապ չունենալ պորտֆելի մեջ առկա առանձին արժեթղթերի ռիսկերից: Ընհանուր առմամբ հեշտ է հաշվարկել պորտֆելի սպասվող եկամտաբերությունը: Օրինակ՝ պորտֆելում կան երկու ընկերությունների՝ «Ա» և «Բ», համապատասխանաբար 60 տոկոսը և 40 տոկոսը: Ենթադրվում է, որ առաջիկա տարում այս երկու ընկերությունների շահութաբերությունը կլինի

համապատասխանաբար 15 տոկոս և 21 տոկոսը: Պորտֆելի սպասվող եկամտաբերությունը կլինի 17,4 տոկոս:

$$\text{Պորտֆելի սպասվող եկամտաբերություն} = (0.60 \times 15) + (0.40 \times 21) = 17.4\%$$

Առավել բարդ խնդիր է հաշվարկել պորտֆելի ռիսկայնությունը: Ընդհանուր առմամբ այն ենթադրությունն է, որ պորտֆելի եկամտաբերության ստանդարտ շեղումն իրենից ներկայացնում է պորտֆելում առկա առանձին արժեթղթերի եկամտաբերությունների միջին կշռված ստանդարտ շեղումները, կարող է ճիշտ լինել միայն այն դեպքում, եթե այդ արժեթղթերի շուկայական գները փոփոխվում են միանման: Մնացած այլ դեպքերում այս ենթադրությունը կարող է պորտֆելի ռիսկն ավելի մեծ ցույց տալ, քան այն իրականում կա:

Տնտեսագետների կողմից ապացուցված է¹²⁵, որ եթե արժեթղթերի կորելյացիայի գործակիցը բացասական է, ապա դիվերսիֆիկացիայի ազդեցությունը ամենամեծն է: Իհարկե, իրականում քիչ հավանական է, որ ներդրողը կկարողանա պորտֆել ստեղծել այնպիսի արժեթղթերից, որոնց կորելյացիայի գործակիցները բացասական են: Բացասական կորելյացիոն գործակցի առկայության դեպքում հնարավոր է ստեղծել այնպիսի պորտֆել, որը ռիսկայնությունն չունի:

Ըստ էության, Ամերիկյան դեպոզիտար ստացականների միջոցով Չայաստանի ռեզիդենտընկերություններում ներդրում կատարելու հավանականությունը բավականին բարձր է, քանզի դիվերսիֆիկացված պորտֆելում հարկավոր են բարձր ռիսկ ունեցող և մնացած արժեթղթերի հետ չկորելացված արժեթղթեր: Իհարկե այս արժեթղթերում ներդրումները մեկ ներդրողի կողմից մեծ չեն լինի՝ հաշվի առնելով ռիսկի մակարդակը: Սակայն, հաշվի առնելով Միացյալ Նահանգների Կապիտալի շուկայի մեծությունը և ներդրողների մեծ քանակը, կարելի է ենթադրել, որ Դեպոզիտար ստացականներն ամբողջությամբ կտեղաբաշխվեն, քանզի յուրաքանչյուր պորտֆելի դիվերսիֆիկացիայի համար հարկավոր են միջին և բարձր ռիսկայնությամբ արժեթղթեր:

¹²⁵R.A.Brealey, S.C. Mayers – “Principles of corporate finance”, international edition, 1997, p. 150-151

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒ ԹՅՈՒՆ

Տնտեսագիտության տեսության հիմնարար դրույթներից մեկն այն է, որ բոլոր սուբյեկտները ձգտում են նվազ ծախսերով բավարարել առավելագույն պահանջմունքեր: Ծախսերի անընդհատ կրճատման են միտված տարեցտարի կատարելագործվող գիտական նորարարությունները: Այսօր կարելի է արձանագրել տեղեկատվության հասանելիության բարձր մակարդակ, հեռահաղորդակցության դյուրին և գրեթե անվճար հնարավորությունների առկայություն, ապրանքների արտադրության և ծառայությունների մատուցման արագության բարձրացում և նվազ ծախսատարություն, պետական ռազմական պաշտպանվածության բարձրացում և այլն: Այս ամենի հիմքում է բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտի զարգացումը, որն իր հետքերում է նոր ապրանքներ և ծառայություններ, որոնք, ի վերջո միտված են մարդկային առավել շատպահանջմունքների բավարարմանը:

Ներկայումս բարձր տեխնոլոգիաների շուկան արագ է զարգանում, և զարգացող պետությունները ցանկանում են որքան հնարավոր է արագ ինտեգրվեն այդ շուկային: Սակայն, նմանատիպ ինտեգրման համար հարկավոր է ոչ միայն բավարար մասնագիտական կազմ, այլ նաև մեծ ներդրումներ:

Սույն աշխատանքում տեղ գտած վերլուծություններն ու ուսումնասիրությունները ունեն գործնական նշանակություն բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում աշխատող այն ընկերությունների համար, որոնք Եժան ֆինանսական աղբյուրի կարիք ունեն:

Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորման հիմնախնդիրների լուծման և օտարերկրյա ներդրումները խթանելու համար ներկայացվում են իրականացված հետազոտությունների հիմնական արդյունքները և գործնական առաջարկները.

1. Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտը հանդիսանում է զարգացման համար բավականին արագ և ճկուն գործիք, որն այժմ օգտագործվում է գրեթե բոլոր զարգացող և զարգացած երկրների կողմից: Այս

համատեքստում կատարվել են պետության ներքին խմբավորում՝ բարձր տեխնոլոգիա ստեղծողների և օգտագործողների: Հայաստանը դասվել է բարձր տեխնոլոգիա օգտագործողների խմբին, քանզի այն այս ոլորտի զարգացման ներկա փուլում գիջում է համաշխարհային առաջատար 50 պետությունների: Սակայն, Հայաստանում բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտն ունի կայուն հիմքեր. բավարար տեսական և գործնական գիտելիքներ ունեցող մասնագետներ, անհրաժեշտ գիտատեխնիկական ռեսուրսները և այլն: Հիմնական խնդիրները, որոնք առաջանում են այս ոլորտում, թանկարժեք ֆինանսական աղբյուրներն են և ոչ բավարար հասանելի ֆինանսավորումը կամ ֆինանսավորման բացակայությունը:

2. Կատարված վերլուծության արդյունքում կարելի է փաստել, որ համաշխարհային տնտեսական կենտրոնները ամբողջությամբ չեն «առողջացել» 2008թ. ֆինանսատնտեսական ճգնաժամից հետո և ունեն բավարար տնտեսական աճի խնդիր, իսկ զարգացող երկրներն ունեն արժույթի արագ արժեզրկման և գնաճի բարձր տեմպեր: Կատարված ուսումնասիրությունները ներառել են Մաքսային միության մեջ գտնվող պետությունների (Ռուսաստանի Դաշնություն, Բելառուս, Ղազաղստան), Չինաստանի, Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների, Եվրամիության տնտեսությունների ներկա վիճակը, և կարելի է փաստել, որ ներդրողները հակված են իրենց ներդրումները տեղափոխել առավել զարգացած և նավթի արտահանումից նվազ կախում ունեցող երկրներ: Այս համատեքստում առաջարկվել է բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման համար ընտրված մեթոդի՝ Հայաստանի տնտեսությունն ինտեգրման ժամանակ այն հարմարեցնել Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների և Եվրամիության ֆինանսական շուկաների հիմնական պայմաններին:

3. Կատարված հետազոտությունների արդյունքում պարզ է դարձել, որ Հայաստանի տնտեսության աճի տեմպը սրընթաց անկում է ապրում. արտասահմանյան տրանսֆերտները նվազման միտում ունեն, արտարժույթային ռիսկը բարձրանում է, արտաքին պետական պարտքն աճում է և այլն: Այս բոլոր խնդիրները խոչընդոտում են Հայաստանի՝ ներդրումներ ներգրավելու խնդիրը դրական լուծելու համար: Այսինքն կամ ներդրումները չափազանց քիչ

կլ ին են, կամ ներդրողները բավականին բարձր եկամտաբերությամբ ունենալով «կապահանջ են»: Միևույն ժամանակ, որ Զայ աստանում բիզնես սկսելու խոչընդոտները բավականին շատ են՝ իրավական, ֆինանսական, ինստիտուցիոնալ և այլն: Այս համատեքստում կարևորվում է պետական աջակցությամբ ունենալ տնտեսության այն ճյուղերին, որոնք Զայ աստանում ունեն մեծ պոտենցիալ և կարող են ներդրումներ ներգրավել: Կատարված վերլուծությամբ ունենալ արդյունքում հիմնավորվել է բարձր տեխնոլոգիաների կարևորությունը տնտեսության զարգացման հարցում և անհրաժեշտ ծավալի ու պայմանների ֆինանսավորման առկայության դեպքում հեռանկարների լիարժեք օգտագործումը:

4. Զաշվի առնելով Զայ աստանի բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում աշխատող ընկերությունների կողմից Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների և Եվրոմիության ֆինանսական շուկաներ մուտք գործելու մեծ ծախսատարությունը, մարդկային ռեսուրսների օգտագործման համար անհրաժեշտ պայմաններ ստեղծելու դժվարությունները, արժեթղթերի տեղաբաշխման հետ կապված օրենսդրության ուսումնասիրության ժամանակատարությունը, արժեթղթերի անմիջական տեղաբաշխմամբ պայմանավորված դժվարությունները և այլ նմանատիպ խոչընդոտները՝ այս ոլորտի ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման լավագույն գործիք են ընտրվել դեպոզիտար ստացականները:

5. Բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում ներդրումներ կատարելը համարվում է միջինից բարձր ռիսկ ունեցող ֆինանսական որոշում, ըստ այդմ, այս ոլորտի ներդրումային նախագծերը ոչ միշտ են բավարար ֆինանսավորում ստանում: Սակայն, հաջողության դեպքում նախագծի եկամտաբերությունը կարող է տասնյակ անգամներ ավել լինի: Այս պնդման օրինակ է Ամերիկյան Էփլը (Apple) ընկերությունը, որի մի բաժնետոմսը 2000 թվականի հունվարի 1-ին արժեք 3.71 ԱՄՆ դոլար, իսկ 2016 թվականի հունվարի 1-ին՝ 96.30 ԱՄՆ դոլար: Այսինքն այս նախագծերի չափազանց բարձր ռիսկայնությունը չպետք է գուցե դրվի պետության օրենսդրության մեջ տեղ գտած ռիսկային ընթացակարգերի հետ:

Մշակվել են Հայաստանի օրենսդրական փոփոխությունների առաջարկներ, որոնք հիմնականում միտված են ներդրողների իրավունքների պաշտպանությանը: Վերոնշյալ առաջարկները վերաբերում են շահաբաժինների վճարման և արժեթղթերի համախմբման հետ կապված օրենսդրական խնդիրների լուծմանը, ինչպես նաև զարգացման միջազգային տեմպերին ՀՀ ներդրումային միջավայրի հարմարեցմանը:

6. Դեպոզիտար ստացականների թողարկումը և տեղաբաշխումն իրենից ենթադրում է գործողությունների միջարք, որը պետք է կանոնակարգվի Հայաստանի օրենսդրությամբ և միջազգային պայմանագրերով: Հայաստանում չկա նմանատիպ իրավական ակտ, որը ինչ-որ կերպ կսահմանի դեպոզիտար ստացականների թողարկման և տեղաբաշխման ընթացակարգը: Կատարված հետազոտությունների արդյունքում պարզվել է, որ դեպոզիտար ստացականների մասին եվրոպական Միության և Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների օրենսդրությունները միմյանցից շատ չեն տարբերվում: Հիմնական տարբերությունը կապված է հայտի ընդունման համար անհրաժեշտ փաստաթղթերի տեսակներով և դեպոզիտար ստացականի շրջանառության սահմանափակումներով: Այս պատճառով և հաշվի առնելով դեպոզիտար ստացականների թողարկման և տեղաբաշխման Ռուսաստանի Դաշնության մեծ փորձը՝ իրականացվել է հայկական դեպոզիտար ստացականների թողարկման և տեղաբաշխման ընթացակարգի ստեղծում՝ հիմք ընդունելով Ամերիկայի Միացյալ Նահանգների և Ռուսաստանի Դաշնության օրենսդրությունները:

7. Օտարերկրյա ներդրումների խթանման համար, անկախ նրանից, թե ներդրման օբյեկտ հանդիսացող տնտեսության ճյուղն ինչ ուղղվածություն ունի, Հայաստանի իրավասու մարմինների ու շահեր ունեցողները պետք է սկսեմել Համաշխարհային բանկի հեղինակավոր «Doing business» պարբերականի հրապարակած տեղեկություններին, որտեղ նշված են գործարարությամբ զբաղվելու առաջնային խոչընդոտները, գրանցված լավագույն փորձը, ինչպես նաև տվյալ երկրում առկա խնդիրները: Առաջարկվում է ուշադրություն դարձնել էլեկտրաէներգիայի հասանելիության, հարկային վարչարարության և նոր ընկերություն գրանցելու

համար ծախսվող \$ֆինանսական և ժամանակային ծախսերի կրճատմանը: Զեդինակավոր «Financial Times» պարբերականի վերլուծությունները փաստում են, որ օտարերկրյան ներդրողների մոտ կեսը տվյալ երկրի մասին վերլուծությունների կատարումը սկսում են Զամաշխարհային բանկի «Doing business» պարբերականի տեղեկություններից՝ հետևաբար, չափազանց կարևոր է այս վարկանիշում Զայաստանի դիրքերի բարելավումը:

8. Առաջարկված փոփոխությունները և լրացումները չեն կարող լիարժեք աշխատել տնտեսության ներսում, եթե տնտեսության սուբյեկտները չունեն բավականաչափ \$ֆինանսական գիտելիքներ: Զայաստանի Զանրապետության Կենտրոնական բանկն իրականացնում է բնակչության կրթմանն ուղղված մի շարք միջոցառումներ, սակայն առաջարկվում է բարձր տեխնոլոգիաների ոլորտում աշխատող ընկերությունների ներկայացուցիչների համար կազմակերպել դեպոզիտար ստացականների օգտագործման անվճար սեմինարներ, քանի որ մեծամասամբ իրենք պետք է նախաձեռնեն այս գործիքի օգտագործումը բարձր տեխնոլոգիաների ներդրումային ծրագրերի \$ֆինանսավորման համար:

9. Զաշվի առնելով Դեպոզիտար ստացականների թողարկման համար անհրաժեշտ միջազգային կապը՝ առաջարկվում է դեպոզիտար ստացականների տեղաբաշխման և պահառության համար անհրաժեշտ պայմանագրային կապեր ստեղծել միջազգային հեղինակավոր առևտրային բանկերի և դեպոզիտար բանկերի հետ, որոնք հետագայում կաջակցեն Զայկական դեպոզիտար ստացականների հաջող տեղաբաշխմանը: Վերոնշյալ \$ֆինանսական կառույցներից են Bank of New York Mellon-ը, Clearstream banking Luxemburg-ը, Euroclear-ը և իրենց դուստր ընկերությունները: Զարկավոր է նշել նաև, որ Զայաստանի կառավարությունն ունի Clearstream banking Luxemburg-ի և Euroclear-ի հետ համագործակցության փորձ. ԶԶ կառավարության կողմից թողարկված եվրոպարտադրման պահառությունն իրականացվում է այս ընկերությունների կողմից: Զայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիան, իր հերթին, արդեն մի քանի տարի է հաջող համագործակցում է Clearstream banking Luxemburg-ի հետ:

10. Դեպոզիտար ստացականների բնույթը չի ենթադրում ընկերության ընդհանուր ժողովին ներդրողի ներկայությունը: Այս պատճառով և, հաշվի առնելով առաջարկվող դեպոզիտար ստացականների թողարկման և տեղաբաշխման ընթացակարգը, առաջարկվում է Հայաստանի Կենտրոնական դեպոզիտարիայում ներդնել էլեկտրոնային քվեարկության և ընդհանուր ժողովին էլեկտրոնային հրավերի ընթացակարգը: Այս ընթացակարգը ծախսատար չէ, քանզի իրենից չի ենթադրում թանկարժեք տեխնիկական լուծումներ: Պարզապես հարկավոր է պաշտպանված ժամանակակից հեռահաղորդակցության միջոցներով կապ հաստատել տվյալ ներդրողի հետ: Այս գործիքը հնարավորություն կտա օտարերկրյա ներդրողներին, որոնք արդեն գնել են ընկերության բաժնետոմսեր, ժամանակին հրավիրվել ընկերության ընդհանուր ժողովի նսիտին, իր կարծիքն արտահայտել ընկերության ընդհանուր ժողովում բարձրացված հարցերի շուրջ և, այնտեղ ֆիզիկապես կամ ժամանակակից հեռահաղորդակցության միջոցներով ներկա չգտնվելու դեպքում, նախապես իր քվեն փոխանցել լիազոր մարմնին, ով ընկերության ընդհանուր ժողովում հանդես կգա որպես տվյալ բաժնետիրոջ ներկայացուցիչ (ներկայացված ընթացակարգում այս գործառնությունը վերապահված է Հայաստանի Կենտրոնական դեպոզիտարիային):

Տնտեսագիտության տեսության աքսիոմներից մեկն այն է, որ ներդրումները համախառն ներքին արդյունքի «ամենակամակոր» տարրն է և դժվար է այնպիսի քաղաքականություն վարել, որը կատարյալ կլինի բոլոր ներդրողների համար: Սակայն տեղին է համարվում Հայաստանի տնտեսության մեջ բարձր տեխնոլոգիաների նկատմամբ ուշադրության սևեռումը, և դեպոզիտար ստացականների միջոցով ներդրումների ներգրավման համար անհրաժեշտ օրենսդրական և ենթաօրենսդրական փոփոխությունների կատարումը:

Հարկ է նշել, որ սույն աշխատանքում տեղ գտած վերլուծությունների արդյունքում բացահայտված խնդիրների համար առաջարկվող քայլերի կատարումը չի երաշխավորում ներդրումների վայրկենական ներհոսք:

Այս փոփոխությունները հանդիսանում են բարձր տեխնոլոգիաների զարգացման համար անհրաժեշտ հերթական քայլը, որոնց կիրառումը հիմք կդնի այս ոլորտում առկա մի շարք խոչընդոտների հաղթահարմանը:

ՕԳՏԱԳՈՐԾԿԱՆ ԳՐԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

Օրենքներ և այլ իրավական ակտեր

1. ՀՀ քաղաքացիական օրենսգիրք
2. «Արժեթղթերի շուկայի մասին» ՀՀ օրենք [109, 116]
3. «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք [26]
4. Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա, «Արժեթղթերի տարբերակիչ ծածկագրերի շնորհման կարգ», 23/06/2014թ. խմբագրություն [115]
5. Гражданский кодекс российской федерации, 1994 г
6. «Law on securities» ԱՄՆ օրենք, 1933 թ. [120]
7. «Law on securities conversion» ԱՄՆ օրենք, 1934 թ. [121, 122]

Մասնագիտական գրականություն

8. В.В.Ковалев, В.В. Иванов «Инвестиции» Учебник. 2003г. стр. 440 [5]
9. Игошин Н.В. Инвестиции – М.:ЮНИТИ-ДАНА, 2008, стр. 448[6]
10. Евстигнеев В.Р. Финансовый рынок в переходной экономике: инвестиционные стратегии, структурная организация, перспективы международной интеграции. – М.: Эдиториал УРСС, 2000. стр. 240[7]
11. Хмыз О. Инвестиционные стратегии транснациональных банков// Управление компанией. 2006. № 11., стр. 187 [12]
12. У.Ф.Шарп «Инвестиции» 1997г., стр. 1027 [14]
13. Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. – М.: Эдиториал УРСС, 2002. стр. 304[16, 20, 24, 25]
14. З.А.Сабов «Финансирование и инвестиции» 2000г., стр. 302 [22]
15. Положение по бухгалтерскому учету долгосрочных инвестиций (дов. письмом Минфина РФ от 30.12.93 № 160), стр. 26 [23]
16. Эффективный рынок капитала: экономический либерализм в государственное регулирование / Под ред. И.В. Костикова -2004. т. 1, 412 стр. [27]
17. Оксана Кучура – “Шанхайская пирамида”, 2015г., статья, Москва, стр. 4 [84]
18. Пестовой А., Солнцева О. Финансирование инноваций: в поисках российской модели // Банковское дело. - 2014. - № 1. – стр. 85 [93]

19. О депозитарных расписках Газпрома / А. Кокшаров// Рынок ценных бумаг.- 2006г.-№12, статья, стр. 23 [100]
20. Оксана Кучура – “Шанхайская пирамида”, 2015г., Москва, стр. 4[103]
21. Терехов А.А. Иностранный капитал на национальном рынке банковских услуг// Российское предпринимательство. 2006. стр. 92 [104]
22. Гусев К.Н. Новые тенденции в притоке иностранных капиталов в Россию// Банковское дело. 2007. № 5. С. 290 [108]
23. BETZ, F. 2001. Executive Strategy: Strategic Management and Information Technology. New York: John Wiley & Sons, Inc., p. 1981 [8]
24. PORTER, M. 2008. On competition. Updated and expanded edition. Printed in the United States of America: A Harvard Business School Publishing Corporation. p. 164 [15]
25. HYDER, A.S. ABRAHA, D. 2003. Strategic alliances in Eastern and Central Europe. Oxford: Elsevier Science Ltd, p. 105 [17]
26. Innovations by Peter Coy, New York, 2015, p. 91 [62, 63]
27. William R. Kerr, Ramana Nanda “Financing innovation”, 2014, Harvard business school, p. 121 [92, 96]
28. JOHNSON G., SCHOLES K., WHITTINGTON R. 2010. Exploring Corporate Strategy. 8th edn. Pearson Education Limited, p. 68 [95]
29. JOHNSON G., SCHOLES K., WHITTINGTON R. 2011. Exploring Corporate Strategy. 9th edn. Pearson Education Limited, p. 68 [97]
30. GRAHAM, T. 2007. Cima Exam Practice Kit Management Accounting Business Strategy. Burlington: Elsevier. p. 365 [99]
31. William R. Kerr, Ramana Nanda “Financing innovation”, 2014, Harvard business school, p. 121 [111]
32. R.A.Brealey, S.C. Mayers – “Principles of corporate finance”, international edition, 1997, p. 268 [124, 125]
33. “Financial technology”, Roy S. Freedman, 1st edition, 2006, p. 112 [21]

Այլ աղբյուրներ

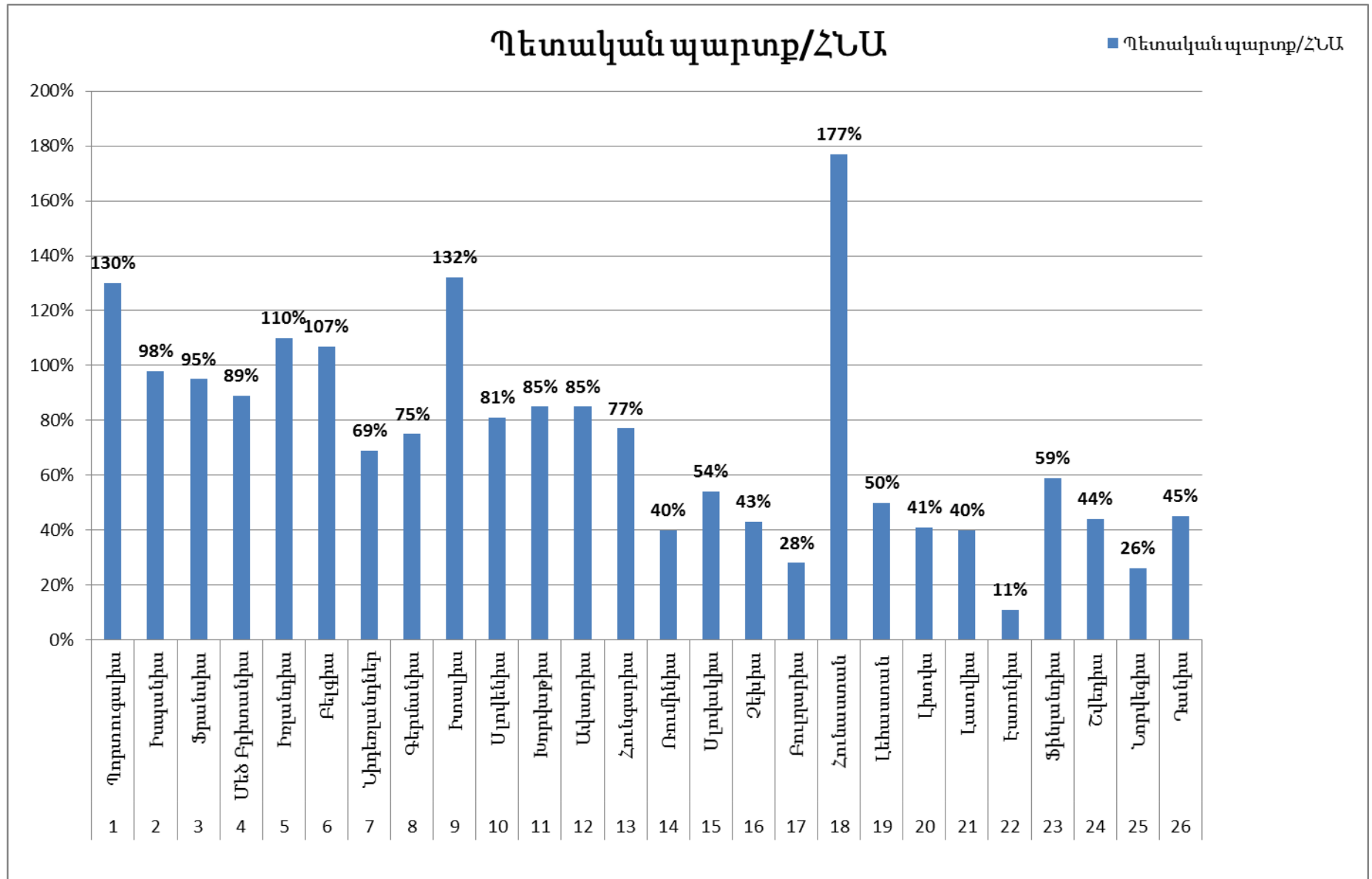
34. Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայություն – <http://armstat.am> [28, 38, 42, 49]
35. Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսների նախարարություն - <http://minfin.am/index.php?cat=79&lang=1> [29, 32]
36. Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ - <http://cba.am> [30]

37. Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի Գնաճի հաշվետվության (Դրամավարկային քաղաքականության ծրագիր I եռամսյակ 2015թ., Դրամավարկային քաղաքականության 2014թ. IV եռամսյակի ծրագրի կատարման հաշվետվության), 36 էջ [31]
38. Պետական եկամուտների կոմիտե - <http://www.taxservice.am/Content.aspx?itn=TILists>[33]
39. «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտության 2014», Ձեռնարկության նկերի Ինկուբատոր հիմնադրամ, 54 էջ [66, 68-70]
40. Հայաստանի տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտ. հրապարակված 2010թ. USAID միջոցով, 42 էջ [39, 40, 45]
41. Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայության Տարեգիրք 2015, 601 էջ [43]
42. Հայաստանի Հանրապետության Ազգային վիճակագրական ծառայության (armstat.am)[64, 65, 70]
43. Ինովացիոն տնտեսության ձևավորման մեկնարկային ռազմավարության հայեցակարգ, 2011թ., 14 էջ [46, 48]
44. «Հայաստանում տեղեկատվական և հեռահաղորդակցության տեխնոլոգիաների ոլորտի հետազոտության 2014», Ձեռնարկության նկերի Ինկուբատոր հիմնադրամ, 54 էջ [66, 68-70]
45. Պիտեր Թիլ` PayPal համակարգի հիմնադիր, 2005թ. Founders Fund, article, p. 9 [13]
46. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/usd-kzt/?market=5>[81]
47. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/usd-byr/?market=5>[82]
48. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/mirovye-indeksy/shanghai-composite/?market=6>[83]
49. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/usd-cny/?market=5>[85]
50. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/mirovye-indeksy/d-j-ind/?market=6>[86]
51. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/international/imdaily/evropa-i-vnov-pozitiv-soshel-na-net-20150911-09120/>[91]

52. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/tovary/brent/>[72]
53. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/usd-rub/?market=5>[73]
54. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/otrasli-ehkonomiki-usa/technology/?market=27>[88]
55. Ֆինանսական պորտալ - <http://www.finam.ru/profile/forex/eur-usd/?market=5>[89]
56. ԱՄՆ գործարար տեղեկատվության ծառայություն - <https://archive.is/www.bisnis.doc.gov>[50, 55, 58, 67]
57. Ինտերնետային խաղերի մասին վիճակագրական պորտալ - <https://thinkgaming.com/app-sales-data/88/angry-birds/>[60]
58. ԵՄ վիճակագրական ծառայություն - <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/statistics-illustrated>[80]
59. Central Intelligence Agency US official web site - <https://www.cia.gov/library/publications/resources/the-world-factbook/geos/am.html> [44, 56, 61 75]
60. Bloomberg.com financial portal - <http://www.bloomberg.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=807640> [101, 112]
61. Investor Bulletin: American Depository Receipt” part 1- <http://www.sec.gov/investor/alerts/adr-bulletin.pdf> [105, 106, 110, 118]
62. Bloomberg innovational index - <http://www.bloomberg.com/graphics/2015-innovative-countries/> [1, 57, 59]
63. Harvard Business School Press. 2006. Essentials of strategy. Printed in the United States of America, p. 82 [11]
64. IT Industry, Information Technology Industry. <http://www.economywatch.com/business-and-economy/information-technology-industry.html>[18, 19]
65. ACCEL corp. - <http://www.accel.com/top-of-mind/>[9]
66. Andreessen Horowitz investment fund - <http://a16z.com/2015/11/17/a16z-podcast-fintech-from-the-worlds-financial-capital-london/>[98]
67. Official site of New York Stock exchange - <https://www.nyse.com/index>[2]
68. International monetary fund - <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>[78]

69. Josh Mitchell "U.S. Recovery Stumbles Yet Again" - <http://www.wsj.com/articles/u-s-gdp-fell-0-7-in-first-quarter-1432902722>[87]
70. Central bank of EU - <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/html/index.en.html>[90]
71. Official web page of BNY Mellon - <https://www.bnymellon.com/us/en/our-thinking/depositary-receipt-market-review.jsp>[107,113, 117, 123]
72. The World bank group - <http://www.doingbusiness.org/rankings>[114]
73. "Большой экономический словарь", А.Б. Борисов, Москва, 2007г, стр. 428 [3]
74. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. – М,: Альпина Бизнес Букс, 2005, стр. 156[10]
75. Алексей Кудрин. "Ведущие страны глобальной экономики", статья, Международный Валютный Фонд, 2011г., стр. 5[71]
76. Министерство финансов РФ - Предварительная оценка исполнения федерального бюджета за январь-июль 2015 года - http://minfin.ru/ru/press-center/?id_4=33226 [74, 77]
77. Центральный банк Российской Федерации - Международные резервы Российской Федерации - http://www.cbr.ru/hd_base/?PrId=mrrf_7d[76]
78. Министерство финансов РФ - Совокупный объем средств фонда - <http://www.minfin.ru/ru/performance/reservefund/statistics/volume/index.php#>[77]
79. Центральный банк Российской Федерации - Статистика внешнего сектора - http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs&ch=itm_47538#CheckedItem[79]
80. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. – М,: Альпина Бизнес Букс, 2005. стр. 156[102]

ՀԱՎԵԼ ՎԱՃ 1: ԵՄ Երկրների Պետական պարտք/ ՀՆԱ հարաբերություն



ՀԱՎԵԼ ՎԱՃ 2: ԲԱԺՆԵՏԵՐԵՐԻ ԺՈՂՈՎՈՒ Մ ՆԵՐԴՐՈՂԻ ՔՎԵԱՐԿՈՒ ԹՅԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐԸ

1 Ֆիզիկական ներկայացում



2 Նամակի ուղարկում



3 Էլեկտրոնային քվեարկություն

