

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՀԱՅԿ ՍԱՄՎԵԼԻ ՄԽԻԹԱՐՅԱՆ

**ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՌԻՍԿԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ
ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

Ը.00.02 - «Տնտեսության, նրա ոլորտների տնտեսագիտություն և կառավարում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական
աստիճանի համար

Գիտական ղեկավար՝
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Հայկ Լևոնի Սարգսյան

ԵՐԵՎԱՆ - 2018

Բ Ո Վ Ա Ն Դ Ա Կ ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ	3
ԳԼՈՒԽ 1 ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՄԻՋԱՎԱՅՐԻ ՄԵԹՈԴԱԲԱՆԱԿԱՆ ՀԻՄՆԱՀԱՐՑԵՐԸ. ..	7
...	
1.1. Ներդրումային միջավայրի էությունը և տնտեսական բովանդակությունը.....	7
1.2. Ներդրումային գործընթացի առանձնահատկությունները և մասնակիցները.....	20
1.3. Ներդրումային ռիսկերը և դրանց կառավարման առանձնահատկությունները.....	29
ԳԼՈՒԽ 2 ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՌԻՍԿԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԴՐԱ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ.....	54
2.1. Ներդրումային ռիսկերի գնահատման հիմնախնդիրները.....	54
2.2. Ներդրումային գործունեության ֆինանսավորման աղբյուրները.....	72
2.3. Ներդրումային ռիսկերի գնահատման և կառավարման միջազգային փորձի վերլուծությունը.....	91
ԳԼՈՒԽ 3 ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՌԻՍԿԵՐԸ ՀՀ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ.....	117
3.1. Ներդրումային ռիսկերի առաջացման հիմնական գործոնները Հայաստանի Հանրապետությունում.....	117
3.2. Ներդրումային ռիսկերի կառավարման և օրենսդրական կարգավորման բարելավման ուղիները.....	137
3.3. Ներդրումային ռիսկերի նվազեցմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության առանձնահատկությունները Հայաստանի Հանրապետությունում.....	154
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	172
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ	18
	0

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Հեղազոտության թեմայի արդիականությունը: Ինչպես ցանկացած տնտեսական գործունեության, այնպես էլ ներդրումների իրականացումը ենթակա է տարբեր ռիսկային ազդեցությունների՝ պայմանավորված տնտեսական գործընթացների հնարավոր անորոշություններով: Ներդրողների համար տնտեսության մեջ գոյություն ունեն ներդրումային նախագծերի իրականացման բազմաթիվ հնարավորություններ, որոնց ընտրության գլխավոր նախապայմաններից են բարենպաստ ներդրումային միջավայրի առկայությունը և ներդրումային ռիսկերի վերահսկելի ցածր մակարդակը:

Ներկայումս Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության տարբեր ճյուղերի և ոլորտների բնականոն գործունեությունը և զարգացումն ապահովելու գործում մեծապես կարևորվում է անհրաժեշտ ծավալով ներդրումների ներգրավումը: Կայուն և հարաճուն տնտեսական աճ ապահովելու համար Հայաստանի տնտեսությունում բոլոր աղբյուրներից կատարվող ներդրումային «սնուցումը» պետք է գերազանցի տարեկան 10-15 տոկոսը: Կապիտալի հավելած ապահովող ներդրումները տնտեսության համար երկակի դեր են խաղում. մի կողմից ապահովում են ներդրողների համար համապատասխան շահույթ, իսկ մյուս կողմից մեծապես կանխորոշում են տնտեսության կայուն զարգացումը, ազգաբնակչության զբաղվածությունը և կենսամակարդակը՝ դրանով իսկ ապահովելով հասարակության առաջընթացը: Հետճանաժամային ժամանակահատվածում Հայաստանի տնտեսության մեջ ներդրումների ծավալները շարունակական նվազման միտում են ունեցել, ինչը վկայում է հանրապետության ներդրումային միջավայրի ոչ բավարար գրավիչ լինելու և տնտեսության մեջ բարձր ներդրումային ռիսկերի առկայության մասին:

Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության մեջ ներդրումային գործընթացի ակտիվացումը նախևառաջ կախված է մեր երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավման և ներդրումային ռիսկերի կառավարման ուղղությամբ իրականացվող հետևողական պետական քաղաքականության արդյունավետությունից: Ներդրումների

խթանման համար կարևոր նախապայման են բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորումը, ներդրողների շահերի պաշտպանության ոլորտում բարենպաստ օրենսդրության ձևավորումը, ինչպես նաև ներդրումային ռիսկերի կառավարման արդյունավետ համակարգի ձևավորումը, որոնք կնպաստեն օտարերկրյա և տեղական ներդրողների համար Հայաստանի տնտեսության գրավչության բարձրացմանը:

Հայաստանի տնտեսության մեջ ներդրումային ռիսկերի արդյունավետ կառավարման և դրանց մակարդակի նվազեցման համար անհրաժեշտ է բացահայտել և վերլուծել այդ ռիսկերի առաջացման հիմնական գործոնները, ինչի արդյունքում կարող են մշակվել համակարգված միջոցառումներ՝ կապված ինչպես ներդրողների իրավունքների երաշխավորման գծով իրավական դաշտի կատարելագործման, այնպես էլ ներդրումային գործունեության խթանմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության բարելավման հետ:

Արենախոսության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակը Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության մեջ ներդրումային ռիսկերի կառավարման ոլորտում օրենսդրական կարգավորման և տնտեսական քաղաքականության բարելավման ուղիների մշակումն է, որին հասնելու համար ատենախոսությունում դրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- բացահայտել ներդրումային միջավայրի տնտեսական բովանդակությունն ու ձևավորման, ներդրումային գործընթացի կազմակերպման և կարգավորման առանձնահատկությունները,
- ուսումնասիրել ներդրումային ռիսկերի գնահատման հիմնական մոտեցումները և դրանց կառավարման քաղաքականության մեթոդներն ու գործիքակազմը,
- վերլուծել ներդրումների ֆինանսավորման հիմնական աղբյուրները և դրանց առանձնահատկությունները,
- բացահայտել, համակարգել և վերլուծել ներդրումային ռիսկերի առաջացման հիմնական գործոնները Հայաստանի Հանրապետությունում,
- մշակել ներդրումային ռիսկերի կառավարման ուղղությամբ օրենսդրական բարեփոխումների հիմնական սկզբունքները և ուղղությունները Հայաստանի Հանրապետությունում,

- մշակել ներդրումային ռիսկերի նվազեցմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության հիմնական սկզբունքները, մոտեցումները և ուղղությունները Հայաստանի Հանրապետությունում:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը Հայաստանի Հանրապետության տնտեսությունն է, իսկ առարկան՝ տնտեսության մեջ առկա ներդրումային ռիսկերը և դրանց կառավարման ու կատարելագործման հիմնախնդիրները:

Հետազոտության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Ատենախոսության համար հիմք են հանդիսացել տնտեսագիտության տեսության դասական աշխատությունները, հայրենական և արտասահմանյան հեղինակների ներդրումային ռիսկերի և դրանց կառավարման առանձնահատկությունների հետազոտությանը նվիրված ուսումնասիրությունները, բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորմանն ուղղված բարեփոխումների մշակման և իրականացման տարբեր հարցերին վերաբերող հայրենական և արտասահմանյան գրականությունը: Հետազոտության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական նյութերն ու տվյալները: Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են տնտեսավիճակագրական, համակարգային, համեմատական և գործոնային վերլուծության մեթոդները:

Ատենախոսության գիտական նորույթը: Ատենախոսության գիտական արդյունքները, որոնք պայմանավորված են հետազոտությունում առաջադրված խնդիրների լուծմամբ, հետևյալն են.

- Հայաստանում ներդրումային ռիսկերի առաջացման հիմնական գործոնները համակարգվել և տեղայնացվել են՝ ըստ մակրո, տարածաշրջանային և միկրոմակարդակների, ինչը կնպաստի ներդրումային ռիսկերի համալիր գնահատմանը և դրանց արդյունավետ կառավարմանը:
- Մշակվել և ձևակերպվել են ներդրումային ռիսկերի կառավարմանն ուղղված օրենսդրական բարեփոխումների հիմնական սկզբունքները և ուղղությունները, որոնց իրավական ամրագրումը կնպաստի ներդրումների և ներդրողների իրավական պաշտպանության միջազգային չափանիշներին համահունչ

երաշխիքների ամրագրմանը և ներդրումային վեճերի լուծման գործուն կառուցակարգերի ապահովմանը:

- Մշակվել են տնտեսական քաղաքականության բարելավման հիմնական սկզբունքները, մոտեցումները և ուղղությունները՝ ուղղված ՀՀ տնտեսության մեջ ներդրումային ռիսկերի մակարդակի նվազեցմանը: Դրանցում կարևորվել է արտատնտեսական միջավայրի դերակատարումը:
- Հայաստանում ներդրումային միջավայրի բարելավման նպատակով մշակվել և համակարգված կերպով ներկայացվել են տնտեսական քաղաքականության միջոցառումներն՝ ըստ առանձին ուղղությունների և գործադրման կառուցակարգերի, որոնց իրականացումը կնպաստի ՀՀ տնտեսության մեջ ներդրումային ռիսկերի արդյունավետ կառավարմանը:

Ատենախոսության գործնական նշանակությունը: ՀՀ տնտեսության ներդրումային միջավայրի առանձնահատկությունների, այդ ոլորտում առկա հիմնախնդիրների բացահայտման, հանրապետությունում տնտեսության մեջ ներդրումային ռիսկերի կառավարման ուղղությամբ օրենսդրական և տնտեսական քաղաքականության բարեփոխումների վերաբերյալ ատենախոսությունում կատարված վերլուծություններն ու տնտեսության մեջ ներդրումային ռիսկերի նվազեցման վերաբերյալ առաջարկությունները կարող են օգտագործվել ՀՀ օրենսդիր և գործադիր մարմինների կողմից՝ հանրապետությունում ներդրումային ռիսկերի նվազեցման, ներդրումային տնտեսական քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման միջոցառումների համալիր մշակման ու իրականացման ուղղությամբ:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները քննարկվել են ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան տնտեսագիտության ինստիտուտում: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները հրատարակված են 6 հոդվածներում:

Ատենախոսության ծավալը և կառուցվածքը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից և օգտագործված գրականության ցանկից: Ատենախոսության տեքստը շարադրված է 187 էջի վրա՝ ներառյալ օգտագործված գրականության ցանկը:

ԳԼՈՒԽ 1 ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՄԻՋԱՎԱՅՐԻ ՄԵԹՈԴԱԲԱՆԱԿԱՆ ՀԻՄՆԱՀԱՐՑԵՐԸ

1.1. Ներդրումային միջավայրի էությունը և տնտեսական բովանդակությունը

Տնտեսական զարգացման համաշխարհային փորձի վերլուծությունը վկայում է այն մասին, որ տնտեսական քաղաքականության առանցքային ուղղությունների շարքում կաևորագույն տեղ է զբաղեցնում ներդրումների ներգրավումը: Աշխարհում գոյություն չունի մի երկիր, որը ներգրավված չլինի միջազգային ներդրումային հոսքերի և տնտեսական համագործակցության գործընթացներում: Նկատելի է, որ վերջին տասնամյակներում, կապված համաշխարհային տնտեսության ընդլայնողականացման աճող տեմպերի հետ, ներդրումային կապիտալի միջազգային հոսքերն ավելի նշանակալի դեր են խաղում, քան ապրանքների և ծառայությունների համաշխարհային առևտուրը: Ներդրումային կապիտալի միջազգային հոսքերը վերջին հաշվով հանգեցնում են նրան, որ ազգային տնտեսություններն ավելի մեծ կախվածության մեջ են ընկնում դրանցից: Ներկայումս ուղղակի ներդրումների արտահանման և ներմուծման գերակշիռ մասը բաժին է ընկնում ինդուստրիալ և հետինդուստրիալ երկրներին, սակայն, ըստ առանձին տնտեսագետների կարծիքի, ներդրումների շեղումը դեպի զարգացած երկրներ ժամանակավոր բնույթ է կրում: Տնտեսական զարգացումների ընդլայնողականացման արդի փուլում յուրաքանչյուր երկիր փորձում է ստեղծել համապատասխան բարենպաստ իրավական և տնտեսական պայմաններ՝ ձգտելով իր առավելագույն մասնաբաժինը ունենալ համաշխարհային ներդրումային շուկայում¹: Բազմաթիվ զարգացող երկրներ տնտեսական բարեփոխումների հիման վրա էապես բարելավել են ներդրումային միջավայրը և ներկայումս հանդիսանում են բավական գրավիչ օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման համար: Իսկ ինչ վերաբերում է արևմտյան երկրներին, ապա դարասկզբի ներդրումային աննախադեպ գերակտիվացումից հետո ամենայն հավանականությամբ օտարերկրյա ներդրումների

¹ Հարությունյան Դ., «Ներդրումային միջավայրը և դրա վրա ազդող հիմնական գործոնները», Սոցիալ-տնտեսական զարգացման արդի հիմնախնդիրները ՀՀ-ում (հանրապետական գիտաժողովի նյութեր), ՀՀ ԳԱԱ, «Գիտություն» հրատ., Եր. 2008թ., էջ 279

տարեկան աճը երկարաժամկետ հատվածում կկայունանա 10-ից 12% մակարդակի վրա²:

Ներդրումների մակարդակն էական ազդեցություն է գործում երկրի սոցիալ-տնտեսական իրավիճակի, այդ թվում՝ տնտեսական աճի, ազգային եկամուտի և զբաղվածության մակարդակների վրա, իսկ տնտեսության մեջ ընդլայնված վերարտադրության գործընթացը, նոր արտադրական ձեռնարկությունների հիմնումը, ենթակառուցվածքների զարգացումը և նոր աշխատատեղերի ստեղծումն ուղղակիորեն կախված են տվյալ երկրում իրական կապիտալ ներդրումներից³: Հետևաբար արդյունավետ շուկայական տնտեսության պայմաններում տնտեսության կայուն աճի ապահովումը մեծապես կախված կլինի խոշորածավալ ներդրումների ներգրավման հնարավորություններից:

Շուկայական տնտեսության պայմաններում գոյություն ունեն ներդրումների իրականացման բազմաթիվ եղանակներ, որոնք, ըստ իրենց առանձնահատկությունների, կարելի է խմբավորել՝ ըստ հետևյալ հիմնական ուղղությունների.

- ուղղակի ներդրումներ, որոնք կատարվում են ներդրողի կողմից որոշակի իրական ակտիվներում, ոչ միայն եկամուտ ստանալու, այլև ընկերության կառավարմանը մասնակցելու նպատակով,
- պորտֆելային (ֆինանսական) ներդրումներ, որոնք տարբեր ընկերությունների բաժնետոմսերում, պարտատոմսերում և այլ արժեթղթերում կատարվող ներդրումներն են՝ ներդրումային ռիսկերը դիվերսիֆիկացնելու և դրանց արդյունավետ կառավարումից որոշակի եկամուտներ ստանալու նպատակով: Հարկ է նշել, որ պորտֆելային ներդրումների մի մասը ներդրվում է նյութական արտադրության ճյուղերի ձեռնարկությունների բաժնետոմսերում, որոնք, ըստ էության, կարող են դիտարկվել նաև որպես ուղղակի ներդրումներ:

² Гретченко А.А., “Инвестиционные процессы в условиях глобализации”, Аудит и финансовый анализ, 2008, №1, С.204-213.

³ “Курс экономической теории”, учебник 6-е исправ., доп. и перераб. Издание, Под ред. М.Н. Чепурина, Киров, «АСА», 2007, 848 с., с. 421

- Իրական ներդրումներ, որոնք անշարժ գույքի, սարքավորումների, արտադրական պաշարների և այլ ակտիվների մեջ կատարվող ֆինանսական ներդրումներն են՝ եկամուտ ստանալու նպատակով,
- ներդրումներ բիզնես նախագծերում, որոնք կատարվում են շահութաբեր նորարարական նախագծերի իրականացման նպատակով⁴:

Ակնհայտ է, որ ներդրումների հոսքերի ծավալներով և ուղղություններով են պայմանավորվում տվյալ երկրի սոցիալ-տնտեսական զարգացումը, տնտեսական աճի տեմպերը և զբաղվածության մակարդակը: Ներդրումները ՀՆԱ-ի ամենահիմնական ու փոփոխվող բաղադրիչներից մեկն են, և, ինչպես վկայում է արտերկրյա փորձի վերլուծությունը, տնտեսական կայուն աճ ապահովելու համար ներդրումները ՀՆԱ-ի նկատմամբ պետք է կազմեն շուրջ 20-25%: Օրինակ, ԱՄՆ-ում, Մեծ Բրիտանիայում այդ ցուցանիշը հասնում է ՀՆԱ-ի 15-20%-ի, Ֆրանսիայում՝ 20-25%-ի, Ճապոնիայում՝ 33%-ի⁵ :

Ինչպես տնտեսության մակրոմակարդակում, այնպես էլ միկրոմակարդակում, ներդրումները դասվում են կարևորագույն տնտեսական գործիքների շարքին: Մասնավորապես, մակրոմակարդակում ներդրումները դիտարկվում են որպես երկրի ազգային եկամուտի կարևոր բաղկացուցիչ, որն էական դերակատարում ունի տնտեսական աճի ապահովման համար: Ներդրումների տակ, այս պարագայում, հասկացվում է տնտեսական նախագծերում իրական և ֆինանսական կապիտալի ներդրումը, որոնց իրականացումը հանգեցնում է իրական հարստության հավելաճին՝ բնաիրային, դրամական, տեղեկատվական և այլ ձևով՝ ի հաշիվ հասարակության մեջ կապիտալի վերաբաշխման⁶:

«Ներդրումներ» եզրույթը տնտեսագետների կողմից երբեմն մեկնաբանվում է խիստ նեղ, կամ ոչ ամբողջական իմաստով: Մասնավորապես, ներդրումներ ասելով երբեմն ի նկատի է առնվում վերջինիս դրսևորումը միայն կապիտալի տեսքով, որի պարագայում դիտարկվում է ներդրումների միայն այն մասը, որն օգտագործվում է հիմնական ակտիվների ձեռքբերման կամ դրանց արդիականացման համար: Սակայն,

⁴ Абрамов С.И., “Инвестирование”, М., Центр экономики и маркетинга, 2008 г., 440с. , стр 214

⁵ Сакс Д., Ларрен Ф., “Макроэкономика”, М., Дело, 1996, с. 147

⁶ Бланк И. А., “Основы финансового менеджмента”, Т.2., Киев, 1999, с. 512.

եթե այդ ակտիվները ձեռք չեն բերվում հետագա վերավաճառքի համար, ապա դրանք վրա կատարված ծախսը չի կարելի համարել ներդրում, քանի որ հետագայում դրանք եկամուտ չեն ապահովում⁷: Երբեմն էլ, ներդրումներին են դասվում միայն երկարաժամկետ ներդրումները, չնայած դրանք կարող են կրել նաև կարճաժամկետ բնույթ, կամ դրամական տեսքով ներդրումները, չնայած որ դրանք կարող են իրականացվել նաև բաժնետոմսերի գնման, շրջանառու միջոցների ձեռքբերման կամ գույքի տեսքով⁸:

Որոշ աղբյուրներում էլ ներդրումները սահմանվում են որպես կապիտալի օգտակար տեղաբաշխման միջոց, ինչը պետք է ապահովի այդ կապիտալի արժեքի աճը (կամ վատագույն դեպքում պահպանումը) և բերի համապատասխան եկամուտ: Այլ խոսքով, ներդրումներն իրենցից ներկայացնում են յուրաքանչյուր գործիք, որում կարելի է տեղաբաշխել դրամական միջոցներ, դրանք մեծացնելու և բազմապատկելու, ինչպես նաև որոշակի եկամուտ ստանալու համար⁹:

Ամփոփելով վերը բերված սահմանումները՝ ներդրումները կարելի է բնորոշել՝ որպես շահույթ կամ սոցիալական արդյունք ստանալու նպատակով տվյալ երկրում կամ արտերկրում կապիտալի երկարաժամկետ տեղաբաշխում տնտեսության տարբեր ճյուղերի կազմակերպություններում, ձեռնարկատիրական և սոցիալ-տնտեսական ծրագրերում, նորարարական նախագծերում, որոնք կարող են իրագործվել ֆինանսական (փող, արժեթղթեր), գույքային (շինություններ, սարքավորումներ, մեքենաներ) և ինտելեկտուալ (արտոնագիր, լիցենզիա) եղանակներով:

Այսպիսով, հետևելով ներդրումների էությանն ու կառուցվածքի վերաբերյալ ներկայացված սահմանումների տրամաբանությանը, կարելի է եզրակացնել, որ բոլոր ներկայացված սահմանումներն ի վերջո հանգում են այն գաղափարին, որ ներդրումներն ուղղված են առավել հեռանկարային և շահութաբեր ոլորտներում կապիտալի ներդրմանը՝ որպես վերջնական նպատակ հետապնդելով ներդրված կապիտալի աճի ապահովումը:

⁷ Шеремет В. В., “Управление инвестициями”, Т. 1., М., 1998, с. 54.

⁸ Шарп У. Ф., Александер Г. Д., “Инвестиции”, пер. с англ., М., 2001, с. 79.

⁹ Բոյաջյան Կ., «Ձեռնարկությունների ներդրումների կառավարման նշանակությունը, անհրաժեշտությունը, Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական կայուն զարգացման հիմնախնդիրները», Երևան 2008թ., էջ 42-43

Ակնհայտ է, որ ներդրումային բարենպաստ միջավայրը երկրի տնտեսության ազատ և կայուն աճի ապահովման երաշխիքների գրավականն է: Ուստի, ցանկացած պետության առաջնահերթ խնդիրներից մեկը ներդրումային բարենպաստ միջավայրի ձևավորման համար համապատասխան պայմանների ապահովումն է՝ ներդրումային գործընթացների խթանման և երկրի սոցիալ-տնտեսական վիճակի բարելավման համատեքստում:

Ցանկացած երկրում ներդրումային միջավայրի վրա բարենպաստ են ազդում հետևյալ գործոնները.

- քաղաքական կայունությունը,
- ներդրումային հարաբերությունները կանոնակարգող օրենսդրական դաշտի առկայությունը,
- ներքին շուկայի մեծ տարողունակությունը և զարգացման ներուժը,
- ազատ մրցակցային տնտեսական հարաբերությունները,
- հարկային համակարգի կայունությունը,
- ցածր հարկային բեռը,
- ներդրողների համար գործուն արտոնությունների համակարգի առկայությունը,
- արտադրական ռեսուրսների (հումքային, աշխատանքային, ֆինանսական) ցածր արժեքը և դրանց մատչելիությունը,
- զարգացած ներդրումային ենթակառուցվածքների առկայությունը,
- ներդրումների խթանման ուղղությամբ պետության որդեգրած արդյունավետ տնտեսական քաղաքականությունը:

Ինչ վերաբերում է ներդրումային միջավայրի և ներդրումային գործունեության վրա ազդող բացասական գործոններին, ապա դրանցից առավել հատկանշական են.

- երկրի քաղաքական անկայունությունը,
- սոցիալական լարվածությունը,
- բարձր հարկային բեռը,
- գնաճի բարձր մակարդակը,
- վարկային բարձր տոկոսադրույքները,
- ատաքին և ներքին պարտքի բարձր մակարդակը,

- բյուջեի զգալի պակասորդը,
- ներդրումային գործունեությունը կանոնակարգող օրենսդրության անկատարությունը,
- տնտեսության մենաշնորհացման բարձր մակարդակը,
- սեփականության իրավունքի պաշտպանության ոչ պատշաճ մակարդակը,
- կոռուպցիոն երևույթները,
- բարձր գործարքային ծախսերը:

Ներդրումային միջավայրը բավական բարդ և բազմաշերտ եզրույթ է, որը կարելի է բնորոշել որպես մի շարք գործոնների համախումբ, որոնք անդրադառնում են տնտեսության մեջ ներդրումային որոշումների իրականացման գործընթացի վրա և ձևավորում են երկրում ներդրումային միջավայրի վերաբերյալ հիմնական պատկերացումները: Այն արտահայտում է այս կամ այն երկրում (տարածաշրջանում, ճյուղում) ձևավորված իրավիճակի բարենպաստ լինելու աստիճանը՝ ներդրումային ներուժի համեմատությամբ¹⁰:

Բարենպաստ ներդրումային միջավայրը երկրի ռազմավարության հենասյունն է տնտեսական աճը խթանելու նպատակով, որն իր հերթին մարդկանց հնարավորություն է ընձեռում ստանալ ավելի բարձր եկամուտ¹¹:

«Ներդրումային միջավայր» եզրույթի տակ հասկացվում է օբյեկտիվ նախադրյալների համագումարը, որը գնահատվում է մակրոտնտեսական այնպիսի բնութագրիչների հիման վրա, ինչպիսիք են այս կամ այն երկրում կամ աշխարհագրական տարածքում արտադրության գործոնների առկայությունը, սպառողական պահանջարկը, գիտության զարգացվածության և դրա ձեռքբերումների ներդրման մակարդակը, շուկայական տնտեսության առաջատար հաստատությունների և ենթակառուցվածքների զարգացվածությունը¹²:

Մասնագիտական գրականության մեջ ներդրումային միջավայրը բնորոշվում է տարբեր կերպ և, ըստ այդմ, դրան տրվել են բազմաթիվ սահմանումներ:

¹⁰ «Инвестиционный рейтинг российских регионов», 1999-2000 гг., Эксперт, 2000, N 41, с. 73-90.

¹¹ www.worldbank.org/investmentclimate

¹² Jones R., “Comparative and absolute advantage”, Institute for International Economic Studies, University of Stockholm, 1980, p. 310.

Երկրի, տարածաշրջանի, ձեռնարկության ներդրումային միջավայրը սահմանվում է որպես ներդրումային գրավչության և ներդրումային ակտիվության որոշակի համամասնություն, որը ձևավորում է ներդրումների նկատմամբ վճարունակ պահանջարկ¹³:

Մեկ այլ սահմանմամբ՝ ներդրումային միջավայրը ներկայացվում է որպես սոցիալական, տնտեսական, կազմակերպական, իրավական, քաղաքական, մշակութային նախադրյալների ամբողջություն, որը բնորոշում է տվյալ երկրում ներդրումների իրականացման գրավչությունը և նպատակահարմարությունը¹⁴:

Համաշխարհային բանկի կողմից ներդրումային միջավայրը սահմանվում է որպես քաղաքական, կարգավորիչ և ինստիտուցիոնալ գործոնների համախումբ, որոնք խթանում են տնտեսության մասնավոր հատվածի համար ներդրումներ իրականացնել սոցիալապես ցանկալի նախագծերում¹⁵:

Ներդրումային միջավայրի ձևավորման գործում հանդես են գալիս երկու հիմնական մասնակիցներ՝ պետությունը և մասնավոր ներդրողները¹⁶: Վերջիններս գտնվում են սերտ փոխազդեցության մեջ: Մասնավորապես, եթե մասնավոր հատվածում առկա է ֆինանսական ռեսուրսների պակաս, որը խոչընդոտում է տնտեսական վերարտադրության գործնառնություն, ապա պետական նպատակաուղղված ներդրումային քաղաքականության միջոցով հնարավոր է փոփոխել այդ իրավիճակը և ապահովել ներդրումային գործնառնության վերականգնում: Տնտեսական անբարենպաստ իրավիճակներում պետությունը մի կողմից ավելացնում է ներդրումային ծրագրերը տնտեսության մեջ, իսկ մյուս կողմից՝ խթանող տնտեսական քաղաքականություն իրականացնելու միջոցով կարող է խթանել մասնավոր ներդրումները:

Հարկ է նշել, որ ներդրումային միջավայրը բնորոշվում է առաջին հերթին ներդրումային կապիտալի համար առկա տնտեսական պայմաններով, սակայն կարևոր նշանակություն ունեն նաև այն սոցիալական և քաղաքական պայմանները, որոնց

¹³ Теплицкий В., Костюковский Ю., “Как оценить инвестиционную привлекательность предприятия”, Деловая жизнь, 2002, N 9, с.26-31.

¹⁴ Цакунов С., “Инвестиции в России: ожидание оттепели” Рынок ценных бумаг, 2001, N6, с. 105.

¹⁵ http://siteresources.worldbank.org/INTPRS1/Resources/Thematic-Workshops/092502_peuker.pdf

¹⁶ Могзоев А., “К теории инвестиционной привлекательности региона” Инвестиции в России., 2002, N 3, с. 40-41.

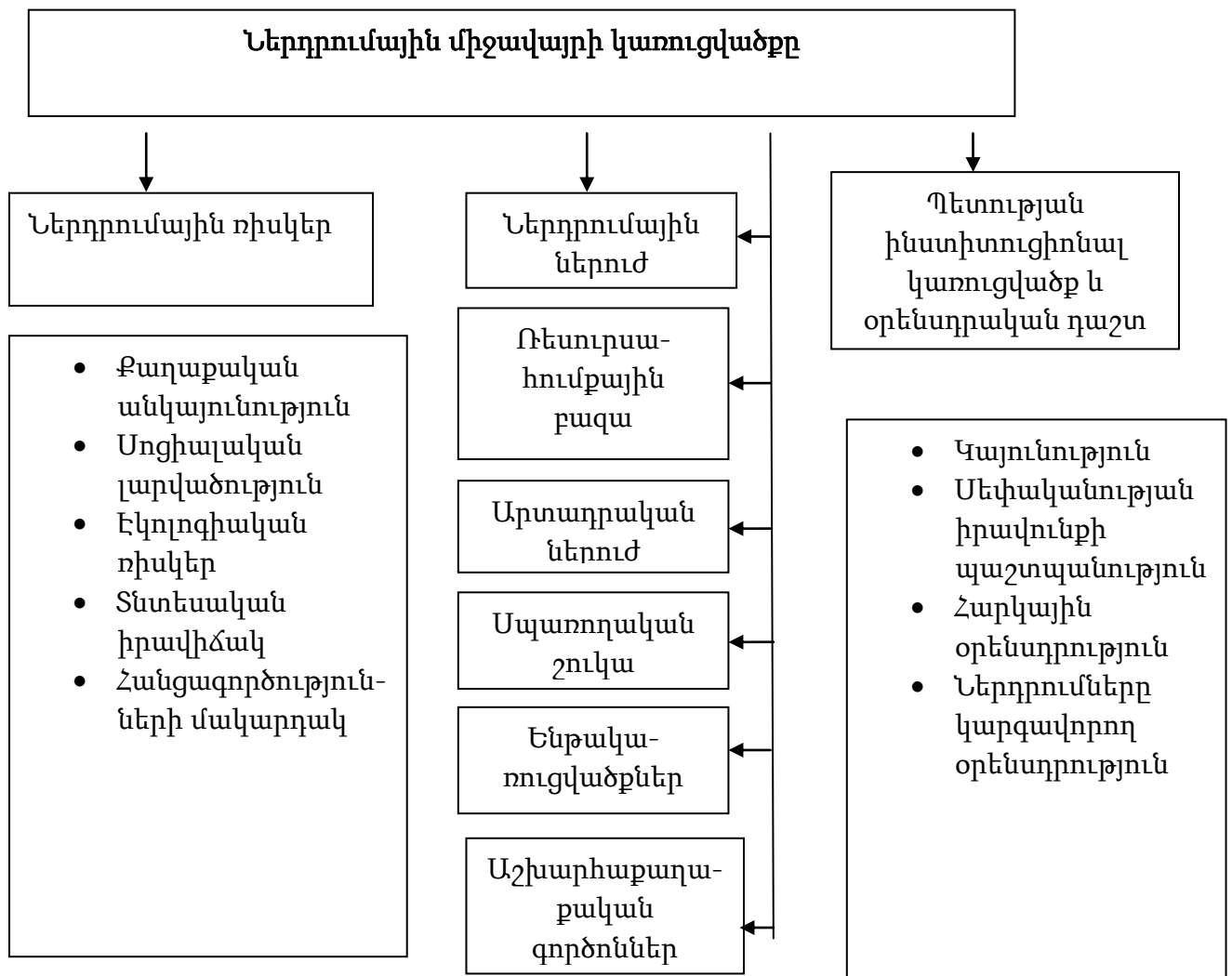
պարագայում գործում է ներդրողը: Այլ կերպ ասած, ներդրումային միջավայրն այն պայմանների ամբողջությունն է, որոնց պարագայում ընթանում են ներդրումային գործընթացները: Այն ձևավորվում է նորմատիվ-իրավական, կազմակերպատնտեսական, սոցիալ-քաղաքական և այլ գործոնների փոխկապակցված ազդեցությունների արդյունքում, որոնք սահմանում են ներդրումային գործունեության պայմանները տվյալ երկրում կամ տարածաշրջանում:

Հարկ է նշել, որ «ներդրումային միջավայր» եզրույթը վերագրելի է առավելապես շուկայական տնտեսությանը, որը ներդրումային ռեսուրսների տեղաբաշխման առավել արդյունավետ համակարգ է և ենթակա չէ ուղղակի պետական կառավարման: Շուկայական տնտեսական համակարգում ներդրումային միջավայրը սերտորեն փոխազդելով ֆինանսական համակարգի հետ, կարող է հանդիսանալ որպես տնտեսության հիմնական շարժիչ գործոն, եթե այդ ուղղությամբ նպատակաուղղված քայլեր ձեռնարկվեն ինչպես ռազմավարական, այնպես էլ մարտավարական մակարդակներում:

Ներդրումային միջավայրն օժտված է բազմապլանային ինտեգրված և տարբերակված եզրույթին բնորոշ մի շարք առանձնահատկություններով: Սա նշանակում է, որ այս եզրույթն ունի հստակ համակարգվածություն: Այլ կերպ ասած, ներդրումային միջավայրն ինքն է համակարգ և փոխազդում է տնտեսական սուբյեկտների հետ՝ որպես որոշակի համակարգի բաղադրիչ: Ներդրումային միջավայրի կառուցվածքը ներառում է երեք հիմնական բաղադրիչներ.

- ներդրումային ռիսկեր,
- ներդրումային ներուժ՝ իր հիմնական բաղադրիչներով,
- պետության ինստիտուցիոնալ կառուցվածք և իրավատնտեսական ակտեր:

Վերոհիշյալ բաղադրիչներն՝ ըստ իրենց կառուցվածքի, ներկայացված են ստորև՝ Գծապատկեր 1.1.1-ում:



Գծապատկեր 1.1.1

Ներդրումային միջավայրի կառուցվածքը

Ներդրումային միջավայրը սովորաբար բնութագրվում է ներդրումային գրավչության և ներդրումային ակտիվության համադրմամբ: Ներդրումային գրավչությունը սահմանվում է որպես տարբեր օբյեկտիվ միջոցների, հնարավորությունների համադրություն, որոնք պայմանավորում են տվյալ երկրում ներդրումների նկատմամբ վճարունակ պահանջարկը: Այն ձևավորվում է երկու բաղադրիչներից՝ ներդրումային ներուժի և ներդրումային ռիսկերի մակարդակից:

Անդրադառնալով ներդրումային միջավայրի գնահատմանը՝ պետք է նշել, որ վերջինիս մեթոդները շատ բազմազան ու բազմաբնույթ են: Դրանք հիմնվում են տնտեսական, քաղաքական և ֆինանսական տարբեր ցուցանիշների համախմբի ուսումնասիրության վրա, որոնց շնորհիվ տվյալ երկրին (տարածաշրջանին)

վերագրվում է ներդրումային վարկանիշ: Միաժամանակ պետք է փաստել, որ ներդրումային միջավայրի գնահատման մեթոդաբանությունը դեռևս հեռու է կատարյալ լինելուց, քանի որ «ներդրումային միջավայր» եզրույթին բնորոշ է որոշակի սուբյեկտիվություն: Վերջինիս ընդհանրական գնահատումները տատանվում են բարենպաստ և անբարենպաստ գնահատականների սահմաններում: Բարենպաստ է համարվում այն միջավայրը, որը նպաստում է ներդրողների ակտիվ գործունեությանը և խթանում է կապիտալի ներհոսքը: Անբարենպաստ ներդրումային միջավայրը մեծացնում է ներդրողների ռիսկերը, ինչը հանգեցնում է կապիտալի արտահոսքի և ներդրումային գործունեության անկման:

Ներդրումային միջավայրի վրա ազդող հիմնական գործոններն, ըստ վերջիններիս ունեցած ազդեցության, կարելի է տարանջատել օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ տեսակների: Օբյեկտիվ գործոններից կարելի է նշել բնակլիմայական պայմանները, էներգահումքային ռեսուրսներով ապահովվածությունը, աշխարհագրական դիրքը, ժողովրդագրական իրավիճակը և այլն: Սուբյեկտիվ են համարվում ներդրողների գործունեության և կառավարման ոլորտի հետ կապված գործոնները:

Հարկ է նշել, որ ներդրումային միջավայրի գնահատումն իրականացվում է առավելապես մակրոմիջավայրում: Մասնավորապես, Ճապոնիայում կիրառվում են ներդրումային միջավայրի նկարագրողական բնութագրիչներ՝ առանց քանակական գնահատականների: Իսկ, օրինակ, ԱՄՆ-ում ներդրումային միջավայրի գնահատումը ենթադրում է չորս ընդհանրացված ցուցանիշների սահմանում, որոնք բնորոշում են գործարար ակտիվությունը, տնտեսական համակարգի զարգացման ներուժը, ներդրումների տնտեսական արդյունավետությունը և հարկային քաղաքականության հիմնական բաղադրիչները:

Ներդրումային միջավայրը կարող է գնահատվել ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին ներդրողի տեսանկյունից: Առաջին դեպքում գնահատվում է ներդրողների համար օրենսդրական դաշտը, ներքին տնտեսական քաղաքականությունը, ինչպես նաև ֆորմալ և ոչ ֆորմալ գործոնների ազդեցությունը: Արտաքին ներդրողի տեսանկյունից գնահատվում է օտարերկրյա ներդրողների հանդեպ կիրառվող տնտեսական քաղաքականությունը, ինչպես նաև ոչ ֆորմալ ինստիտուտների և

գործոնների ազդեցությունը, ինչպիսիք են ազգային մշակույթը և հոգեբանական առանձնահատկությունները, քաղաքական իրավիճակը և այլն:

Հարկ է նշել, որ ներդրումային միջավայրի գնահատումը նախևառաջ կախված է այն հանգամանքից, թե որքան նյութական և ոչ նյութական ռեսուրսներ են առկա, որոնք կարող են գործարկել տնտեսական դրական արդյունք ստանալու համար, և երկրորդ՝ ինչ երաշխիքներ ու, հետևաբար, ինչ հավանականություն կա, որ այդ արդյունքն իրոք ձեռք կբերվի: Հենց այս գործոններն էլ ձևավորում են երկրում ներդրումային միջավայրի մասին հիմնական պատկերացումները: Ըստ այդմ, ներդրումային միջավայրի գնահատման համար առավել նպատակահարմար է գործոնային մոտեցումը, որը հիմնվում է ներքոհիշյալ գործոնների համախմբի գնահատման վրա.

- տնտեսական ներուժի առանձնահատկությունները,
- տնտեսվարման ընդհանուր պայամանները (նյութական արտադրության ճյուղերի զարգացվածությունը, հիմնական ֆոնդերի մաշվածքի աստիճանը, անավարտ շինարարության ծավալը և այլն),
- շուկայական միջավայրի զարգացվածությունը (արտադրական ենթակառուցվածքները, տեղական շուկայի տարողունակությունը, սեփականության իրավունքի պաշտպանվածությունը, արտահանման հնարավորությունները, ներդրումային գործընթացներում ազգաբնակչության ներգրավվածությունը, օտարերկրյա կապիտալի առկայությունը և այլն),
- երկրի քաղաքական իրավիճակը,
- սոցիալական գործոնները (ազգաբնակչության կենսամակարդակը, իրական աշխատավարձի չափը, օտարերկրյա մասնագետների աշխատանքային պայմանները, օտարերկրյա ներդրողների և գործարարների հանդեպ ձևավորված վերաբերմունքը),
- ֆինանսական հիմնական ցուցանիշները (թյուջետային միջոցների և վարկերի հասանելիությունը, բանկային տոկոսադրույքի մակարդակը, բնակչության մեկ

շնչին ընկնող ավանդների գումարը, երկարաժամկետ վարկերի տեսակարար կշիռը և այլն)¹⁷:

Մեկ այլ մոտեցմամբ՝ ներդրումային միջավայրի գնահատման համար իրականացվում է այդ միջավայրը բնորոշող ելքային գործոնների (կապիտալի ներհոսքի և արտահոսքի, սղաճի և տոկոսադրույքի մակարդակի, ՀՆԱ-ում խնայողությունների մասնաբաժնի), ինչպես նաև մուտքային գործոնների բնութագրիչների վերլուծություն, որոնք էլ կանխորոշում են ելքային բնութագրիչների նշանակությունը և արտահայտում ներդրումների ներգրավման գծով երկրի ներուժն ու այդ ոլորտում առկա ռիսկերը: Դրանց շարքին են դասվում.

- բնական ռեսուրսները և տնտեսության վիճակը,
- աշխատուժի որակը,
- ենթակառուցվածքների առկայությունը և զարգացման մակարդակը,
- քաղաքական կայունությունը և կանխատեսելիությունը,
- մակրոտնտեսական կայունությունը,
- տնտեսության կառավարման ու կարգավորման առանձնահատկությունները,
- օրենսդրական համապատասխան դաշտի առկայությունը և օրենքների գերակայությունը,
- սեփականության իրավունքների պաշտպանությունը,
- հարկային համակարգի բնույթը և հարկային բեռի մակարդակը,
- բանկային համակարգի զարգացվածությունը և վարկային միջոցների հասանելիությունը,
- միջազգային առևտրի պայմանները,
- շուկա մուտք գործելու համար վարչական, տեխնիկական, տեղեկատվական և այլ խոչընդոտների բացակայությունը,
- տնտեսության մենաշնորհացման մակարդակը:

Յուրաքանչյուր տնտեսական համակարգի ներդրումային միջավայր բնութագրվում է որոշակի դինամիկությամբ, հետևաբար չափազանց կարևոր խնդիր է վերջինիս մոնիթորինգի իրականացումը: Ներդրումային միջավայրի մոնիթորինգը

¹⁷ Ткаченко И.Ю., “Инвестиции”, учеб. Пособие, М., Издательский центр «Академия», 2009, 240 с., с.234

հիմնականում իրականացվում 3 մակարդակներով՝ միամակարդակ, երկմակարդակ և եռամակարդակ:

Միամակարդակի դեպքում դիտարկվում է երկրի ներդրումային միջավայրը՝ վերջինիս մեջ չառանձնացնելով առանձին տնտեսական համակարգեր (տարածաշրջաններ, ոլորտներ): Երկմակարդակ մոնիթորինգի իրականացումը դիտարկում է ինչպես ամբողջ երկրի, այնպես էլ դրա առանձին տարածաշրջանների ներդրումային միջավայրը: Եռամակարդակ մոնիթորինգն իրականացվում է երկրի, առանձին տարածաշրջանների և առանձին միջտարածաշրջանային տնտեսական գոտիների ու ճյուղերի մակարդակով¹⁸:

Կարծում ենք, որ նշված եղանակներից առավել արդյունավետ կարելի է համարել թերևս եռամակարդակ տարբերակը, քանի որ վերջինս հնարավորություն է տալիս պարզեցնել մոնիթորինգի գործընթացը, անհրաժեշտ տեղեկատվության հավաքագրումը, ինչպես նաև մշակել երկրի տնտեսության բոլոր մակարդակներում ներդրումային միջավայրի բարելավմանն ուղղված հստակ առաջարկներ:

Ներդրումային միջավայրը ինստիտուցիոնալ տեսանկյունից բաղկացած է ինչպես պետության կողմից ամրագրվող օրենսդրական դաշտից, այնպես էլ ուղղակի ներդրումային նախագծերի ծրագրման և իրականացման ձևից: Ներդրումային միջավայրի յուրահատկությունն այն է, որ վերջինիս հիմնական ցուցիչները ոչ միայն անընդհատ մշտադիտարկման առարկա են, այլև ենթակա են կարգավորման պետական ներդրումային քաղաքականության միջոցով, որն իրենից ներկայացնում է երկրի կամ առանձին տարածաշրջանի մակարդակով կառավարման մարմինների կազմակերպչական և տնտեսական փոխազդեցության միջոցառումների համախումբ՝ միտված ներդրումների համար օպտիմալ պայմանների ձևավորմանը:

Պետք է նշել, որ ներդրումային միջավայրը, հանդիսանալով ներդրումային քաղաքականության ազդեցության օբյեկտ, մի կողմից սահմանում է ներդրումային քաղաքականության համար մեկնարկային պայմաններ, իսկ մյուս կողմից վերջինիս փաստացի արդյունքն է: Ներդրումային քաղաքականությունն իրենից ներկայացնելով իրավական և տնտեսական մոտեցումների, որոշումների և միջոցառումների

¹⁸ Воронцовский А. В., “Инвестиции и финансирование: методы оценки и”, Издательство Санкт-Петербургского университета, 2003, с. 72-80.

համախումբ՝ ազդեցություն է գործում ներդրումային միջավայրի տարբեր քաղաքիչների վրա՝ ապահովելով տնտեսության տարբեր ճյուղերում ներդրումների ծավալը, կառուցվածքը և օգտագործման ուղղությունները:

Ժամանակակից ներդրումային քաղաքականությունը, նպատակ հետապնդելով սոցիալ-տնտեսական զարգացման կայունության ապահովումը, ձևավորում է ներդրումային միջավայրի վրա ազդեցության հիմնական ուղիները՝ կառավարվող գործոնների սահմանման և զարգացման միջոցով: Ներդրումային քաղաքականության արդյունավետությունը գնահատվում է ներդրումային միջավայրի բարենպաստ փոփոխությունների աստիճանով և իր հերթին առավել բարենպաստ ներդրումային միջավայրը դրական ազդեցություն է ցուցաբերում ներդրումային քաղաքականության հետագա կատարելագործման վրա:

Ամփոփելով հարկ է նշել, որ ներդրումների ներգրավման համար անհրաժեշտ է տնտեսության մեջ ձևավորել բարենպաստ ներդրումային միջավայր, որի ապահովման համար կարևորվում է պետության կողմից խթանող ներդրումային քաղաքականության իրականացումը, ինչպես նաև ներդրումային գործունեության արդյունավետ կառավարումը:

1.2. Ներդրումային գործընթացի առանձնահատկությունները և մասնակիցները

Տնտեսության մեջ ներդրումներն իրականացվում են ներդրումային գործընթացի միջոցով՝ որպես ներդրումներ առաջարկող և ներդրումների պահանջարկ ներկայացնող սուբյեկտների միջև ձևավորված փոխհարաբերությունների համալիր: Այն կարելի է բնորոշել նաև որպես տարբեր ձևերի և մակարդակներում ներդրումների համընդհանուր շարժ:

Ներդրումային գործընթացն իրենից ներկայացնում է որոշակի ներդրումային միջավայրին բնորոշ և ներդրման օբյեկտի հետ ներդրողի շփման յուրահատուկ

գործընթաց, որն իրականացվում է ներդրման միջոցով կառավարվող ներդրումային եկամուտներ ստանալու համար¹⁹:

Տնտեսության մեջ ցանկացած տիպի ներդրումային գործընթացի իրականացումը ենթադրում է մի շարք պայմանների առկայություն, որոնցից հիմնականներն են՝ ներդրումային ոլորտի համար բավարար ռեսուրսային ներուժը, տնտեսական սուբյեկտների առկայությունը (որոնք կապահովեն ներդրումային գործընթացն անհրաժեշտ ծավալով), ներդրումային գործունեության օբյեկտների տրանսֆորմացման մեխանիզմը:

Ներդրումային գործընթացին բնորոշ են որոշակի առանձնահատկություններ: Մասնավորապես, այն դեպքում, երբ ներդրումը և ներդրումային եկամուտն ունենում են առարկայական տարբեր բովանդակություն, այսինքն՝ պատկանում են գործունեության տարբեր ոլորտների, ներդրումային բազմաթիվ գործընթացներն այս ոլորտները դարձնում են փոխներթափանցող, ինչի արդյունքում տեղի է ունենում դրանց զարգացման շարժընթացի լոկալ կառավարվող փոփոխություն, որն էլ, իր հերթին, առաջացնում է կապակցված ոլորտների զարգացման շղթայական ռեակցիա: Այսպիսով, ներդրումային գործընթացները թույլ են տալիս զարգացնել կապակցված ոլորտները՝ հանդիսանալով տնտեսական աճի արագացման կարևոր գործոն:

Ներդրումային գործընթացը որպես մեխանիզմ, միմյանց է կապում դրամական միջոցներ առաջարկողներին (ովքեր ունեն ժամանակավորապես ազատ միջոցներ), և նրանց, ովքեր ներկայացնում են այդ միջոցների նկատմամբ պահանջարկ (ունեն փողի պահանջ): Երկու կողմերն էլ, սովորաբար, հանդիպում են ֆինանսական ինստիտուտների շրջանակում (բանկեր, վարկային կազմակերպություններ և այլն): Վերջիններս հավաքագրում են դրամական միջոցները և տրամադրում որպես վարկ կամ փոխառություն, կամ դրանք այլ կերպ ներդնում են ֆինանսական շուկայում:

Հարկ է նշել, որ ներդրումային գործընթացն առանձնացված կերպով գոյություն չունի, այլ ներառված է ընդհանուր տնտեսական համակարգում դրա այլ բաղադրիչների հետ միասին, ինչը ենթադրում է, որ այն պետք է դիտարկվի

¹⁹ Шарп У., Гордон Л., Бейли Д. “Инвестиции”, М., ИНФРА-М, 2004-с. 256

ամբողջական մոտեցման շրջանակներում, այսինքն՝ համակարգը տարածական առումով դիտարկվի համակարգի այլ տարրերի հետ փոխադարձ կապի մեջ: Ներդրումային գործընթացի մասնակիցների շահերի համաձայնեցումն ապահովվում է ներդրումային կարգավորման մեխանիզմի ստեղծմամբ և արդյունավետ գործունեությամբ, որպես մեթոդների, ձևերի, ֆինանսավորման աղբյուրների, վերարտադրության գործընթացի վրա ներգործության գործիքների համակարգ:

Պետք է նշել, որ տնտեսության մեջ ներդրումային գործընթացի անխափան իրականացումն ապահովվում է ներդրումային ենթակառուցվածքի միջոցով: Վերջինս փոխկապակցված ինստիտուտների համալիր է, որոնք ապահովում են ներդրումային գործընթացների իրագործումը: Ընդհանուր առմամբ, ներդրումային ենթակառուցվածքն իրենից ներկայացնում է կազմակերպչական, ֆինանսական, վարկային և տեղեկատվական համակարգ, որը միտված է ներդրումների արդյունավետ ներգրավման և բաշխման համար համապատասխան պայմանների ձևավորմանը, ինչպես նաև ներդրումային գործունեության զարգացման համար մասնագիտացված ծառայությունների մատուցմանը:

Ներդրումների գործառույթի առավել արդյունավետ իրականացումը հնարավոր է միայն հստակ ձևավորված ներդրումային ենթակառուցվածքի առկայության պայմաններում, որն ի վիճակի է ձևավորել համապատասխան պայմաններ ներդրումային գործունեության համար, նվազեցնել ներդրումային ռիսկերի մակարդակը, ինչպես նաև ապահովել ֆինանսական ռեսուրսների կենտրոնացումը: Շուկայական տնտեսության պայմաններում էապես բարձրացել է տնտեսության մեջ գործարքային ծախսերի մակարդակը, և տվյալ պարագայում ներդրումային ենթակառուցվածքը միտված է նպաստելու նաև տնտեսության մեջ այդ ծախսերի կրճատմանը: Այն, գործելով որպես ներդրումային գործընթացի իրականացման մեխանիզմ, միավորում է առանձին ներդրողների կապիտալները՝ նվազեցնելով ռիսկի մակարդակը և ապահովելով դրա հավասարաչափ բաշխումը: Ներդրումային ենթակառուցվածքի տարրերի զարգացումը ավելի լայն հնարավորություններ է ընձեռում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման համար՝ թույլ տալով

առավելագույնս օգտագործել ստեղծված ֆինանսական հնարավորությունները և դրանով իսկ նոր թափ հաղորդել ներդրումային գործընթացին:

Ինստիտուցիոնալ առումով՝ ներդրումային գործընթացն ընդգրկում է ֆինանսական շուկան, մասնագիտացված միջնորդ ֆինանսական կազմակերպությունները, ներդրումների սպառողներին և ներդրումների մատակարարներին: Ներդրումային գործընթացն ապահովող ֆինանսական մասնագիտացված կազմակերպությունների շարքին են դասվում առևտրային բանկերը, վարկային կազմակերպությունները, դիլերային և բրոքերային ընկերությունները, ապահովագրական ընկերությունները, կենսաթոշակային և ներդրումային հիմնադրամները և այլն: Վերջիններիս հիմնական առաքելությունը ազատ դրամական միջոցների հավաքագրումն ու տնտեսության մեջ դրանց ներդրման ապահովումն է:

Տնտեսությունում ներդրումներ կատարելու գործընթացի կարգավորման ընթացքում կարևոր դեր է վերապահվում պետությանը, որն իր նպատակաուղղված քաղաքականությամբ կոչված է խթանելու այդ գործընթացը: Ներդրումային գործընթացի պետական կարգավորման առանձնահատկությունները կախված են տնտեսական համակարգի առանձնահատկություններից: Կենտրոնացված տնտեսությունում կարգավորումն իրականացվում է առավելապես վարչահրամայական մեթոդներով, իսկ շուկայական տնտեսությունում՝ հիմնականում շուկայական կարգավորիչների և շուկայական մեխանիզմի կարգաբերման միջոցով: Ինչ վերաբերում է անցումային տնտեսությամբ երկրներին, ապա տնտեսություն կատարվող շուկայական բարեփոխումներին զուգընթաց ներդրումային գործընթացում պետության դերը պետք է բավական ակտիվ մնա: Անդրադառնալով զարգացած շուկայական տնտեսություն ունեցող երկրներին՝ պետք է նշել, որ ներդրումային գործընթացի կարգավորման ընթացքում պետությունը ստանձնում է միաժամանակ երեք կարևոր գործառույթներ²⁰:

²⁰ Сапарова Б.С., “Принципы инвестиционной политики и механизм регулирования инвестиционного процесса в Республике Казахстан”, Проблемы современной экономики, 2004, № 4 (12).

Առաջին գործառույթը մասնավոր բիզնեսի կապիտալ ներդրումների ընդհանուր ծավալի կարգավորումն է (խթանումը կամ սահմանափակումը): Ըստ էության, շուկայական զարգացած տնտեսությունում սա ներդրումային գործընթացի կառավարման հիմնական մակրոտնտեսական գործառույթն է, որն իրականացվում է փոխառության տոկոսի, ինչպես նաև դրամական, հարկային և ամորտիզացիոն քաղաքականությունների միջոցով:

Երկրորդ գործառույթը կոնկրետ ձեռնարկություններում, ճյուղերում և գործունեության ոլորտներում կապիտալ ներդրումների ընտրանքային կարգավորումն է վարկային և հարկային արտոնությունների, ինչպես օրինակ՝ ներդրումային վարկի միջոցով:

Երրորդ գործառույթն ուղղակի վարչական միջամտությունն է ներդրումային գործընթացին՝ խոշորագույն կորպորացիաների պլանների ու գործողությունների համաձայնեցման միջոցով՝ ներմուծելու կամ կրճատելու որոշ արտադրական գործընթացներ: Մասնավորապես, Ճապոնիայում, անհրաժեշտության դեպքում, տվյալ ճյուղն օրենսդրական կարգով տեղափոխվում է նոր աշխատակարգի, երբ թույլատրվում է որոշակի ժամկետով կատարել կապիտալ ներդրումների վարչական կարգավորում, իսկ այդ ժամկետի ավարտին աշխատակարգը վերանայվում կամ վերացվում է: ԱՄՆ-ում ներդրումային որոշումների ընդունման գործում պետության դերն էապես տարբերվում է ճապոնական և անգամ արևմտաեվրոպական մոդելներից: Այս ասպարեզում զուտ վարչական որոշումներն այդ երկրում ընդունվում էին միայն առաջին ու երկրորդ աշխարհամարտերի, իսկ ռազմական ներդրումների ոլորտում՝ սառը պատերազմի տարիներին: Ներդրումների կարգավորման ու կառավարման ասպարեզում ամերիկյան տնտեսական պրակտիկան առավելապես կողմնորոշված է դեպի տնտեսական ազատության և տնտեսական ազատականության սկզբունքների իրացմանը, և ոչ թե ուղղակի կերպով լուրջ միջամտությանը տնտեսական գործընթացին, որն ավանդաբար դիտարկվում է որպես նրանց անթույլատրելի սահմանափակում: Ըստ այդմ՝ ԱՄՆ-ում ներդրումների վերաբերյալ որոշումների ընդունման գործում պետության դերն ավանդաբար կապվում է պետական ներդրումային ծրագրերի մշակման և իրականացման հետ, ինչն իրագործվում է

կառավարական գործակալությունների ու պետական կորպորացիաների (պաշտպանության, տիեզերքի, էներգիայի նոր աղբյուրների որոնման ասպարեզներում), ինչպես նաև տարածաշրջանային խոշոր ներդրումային ծրագրերի իրականացման համար նյութական ենթակառուցվածքի օբյեկտների (ավտոմայրուղիներ, ճանապարհներ, կամուրջներ, մաքրող կայանքներ) կառուցման միջոցով:

Առհասարակ, ներդրումային գործընթացի կարգավորման համակարգի հիմքում պետք է լինեն կարգավորման կոնկրետության, համարժեքության և արդյունավետության սկզբունքները:

Ըստ **կարգավորման կոնկրետության սկզբունքի՝** կարգավորման մեթոդները պետք է հստակ համապատասխանեն տվյալ ներդրումային ծրագրի բովանդակությանն ու պլանային ցուցանիշներին:

Համաձայն **կարգավորման համարժեքության սկզբունքի՝** անհրաժեշտ է ներդրումային ծրագրի ճյուղային, ընդհանուր տնտեսական, ֆունկցիոնալ, կառուցվածքային կազմակերպչական առանձնահատկությունների ճշգրիտ հաշվառում:

Կառավարման արդյունավետության սկզբունքը ենթադրում է անհրաժեշտ ռեսուրսների սահմանափակման ընթացքում հնարավոր առավելագույն ներգործության պահանջների առաջադրում:

Վորոհիշյալ սկզբունքների հաջող կենսագործման համար անհրաժեշտ է ձևավորել կարգավորման մեթոդների լայն գործիքակազմ, որոնց հիմքը պետք է կազմեն նորմատիվ-իրավական, ֆինանսական և կազմակերպական բաղադրիչները: Ընդ որում, հարկ է հաշվի առնել, որ լավագույն մոտեցումը կարելի է սահմանել միայն մի քանի տարբերակների համադրման միջոցով, որոնք առավել օպտիմալ են երկրի զարգացման կոնկրետ խնդիրների լուծման համար:

Նորմատիվ-իրավական գործիքները ներառում են ներդրումային գործընթացի վրա ազդեցության եղանակները, որոնք հիմնված են դրա մասնակիցների առավելագույնս ճշգրիտ և իրավաբանորեն ձևակերպված իրավունքների ու պարտականությունների անվանացանկի սահմանման վրա: Գործիքների այս խմբում անհրաժեշտ է առանձնացնել երկու ենթախմբեր (պայմանավորված ներդրումային

գործընթացի վրա վերջիններիս տարբեր ազդեցությամբ՝ ներդրումային գործընթացի ապահովման օրենսդրական բազան և պետական նորմատիվների համակարգը:

Ներդրումային գործընթացի կարգավորման ֆինանսական գործիքները բնութագրում են դրա չափորոշիչների և շարժընթացի վրա ազդեցության եղանակները, որոնք հիմնված են մի կողմից՝ գործարկվող ռեսուրսների օգտագործման արդյունավետության բարձրացման, իսկ մյուս կողմից՝ դրանց ներգրավման ամբողջական տնտեսական նպատակահարմարության վրա: Գործիքների այս խումբը հիմնականում կողմնորոշվում է դեպի ներդրումային գործընթացում ոչ պետական միջոցների ներգրավումը՝ սահմանելով դրանց կիրառման այնպիսի առանձնահատկություններ, ինչպիսիք են ընտրողականությունն ու երաշխավորվածությունը ներդրումային նախագծի իրականացման ողջ ընթացքում: Կարևոր ենք համարում նշել, որ մասնավորապես սուբսիդիաների և դոտացիաների տեսքով պետության ֆինանսական ներդրումները պետք է խիստ սահմանափակ լինեն, քանի որ վերջիններիս բնույթը (տրվում են անհատույց և անժամկետ), ի տարբերություն պետական ֆինանսավորման այլ տարատեսակների, առավել է մեծացնում այդ ռեսուրսների անարդյունավետ օգտագործման հնարավորությունը: Ըստ այդմ, գոյություն ունի նման ֆինանսական ներդրումների կազմակերպական սխեմաների մանրակրկիտ մշակման և վերլուծության անհրաժեշտություն:

Ներդրումային գործընթացի կարգավորման կազմակերպական գործիքները կապված են նաև այնպիսի ինստիտուցիոնալ ինտեգրված միավորումների կարգավորման հետ, ինչպիսիք են ասոցիացիաները, կոնցեռնները, կոնսորցիումները կամ հոլդինգները և բնութագրում են ներդրումային նախագծերի կամ կոնկրետ ներդրումային ծրագրերի բոլոր մասնակիցների շահերի ու գործողությունների կարգավորման և համաձայնեցման եղանակները:

Պետք է փաստել, որ վերը թվարկված կարգավորման բոլոր գործիքները գործնականում այս կամ այն չափով կիրառվում են Հայաստանի Հանրապետությունում: Սակայն, նրանք դեռևս բավարար ազդեցություն չունեն ներդրումային գործունեության, և հատկապես՝ արտադրական ներդրումների, բնակարանային-կոմունալ տնտեսությունում կատարվող ներդրումների, տնտեսության

իրական հատված դրանց փոխադրման ծավալների աճի և հետևաբար նաև ներդրումային միջավայրի բարելավման վրա:

Ըստ այդմ, ներդրումային ակտիվության բարձրացումը, ներդրումների նկատմամբ ամբողջական պահանջարկի խթանումն ու պահպանումն արդիական խնդիրներ են, որոնց լուծումը հնարավոր է միայն կարգավորման ողջ գործիքակազմի ձևավորման ու կատարելագործման խնդրին համակարգային մոտեցում ցուցաբերելու դեպքում, քանի որ դրանցից յուրաքանչյուրի անհրաժեշտ արդյունավետությամբ կիրառումը հնարավոր է միայն մյուսների բավարար զարգացած լինելու դեպքում: Սա ամենից առաջ վերաբերում է նորմատիվ-իրավական գործիքներին:

Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրումային գործընթացներին առնչվող չլուծված խնդիրները կարելի է բաժանել երկու խմբի՝ առանցքային և ուղեկից:

Առանցքային խնդիրների խմբին են դասվում.

- օտարերկրյա ներդրումների կողմնորոշվածությունը դեպի հումքային ոլորտներ,
- ներդրումային անբարենպաստ միջավայրը թե՛ օտարերկրյա և թե՛ հայրենական ներդրողների համար: Առհասարակ, ցանկացած երկրում արդյունավետ ներդրումային միջավայրը բնութագրվում է հետևյալ ցուցանիշների համակարգով. ներքին շուկայի հնարավորությունները՝ պոտենցիալը, արդյունաբերության ապահովվածությունը բնական ու աշխատանքային ռեսուրսներով, տնտեսական բարեփոխումների արդյունքները, ներդրումային գործունեության ոլորտում օրենսդրական բազան, հարկային արտոնությունների բնույթը, պետական մարմիններում կառավարչական որոշումների ընդունման առանձնահատկությունները, շուկայական ենթակառուցվածքի, վարկային և արժույթային շուկայի զարգացման մակարդակը, բանկային համակարգի կայունության աստիճանը, երկրում քաղաքական միջավայրի վիճակը և այն:
- Արժեթղթերի շուկայի հարաբերական չզարգացվածությունը, ինչը դժվարացնում է ինչպես տեղական, այնպես էլ օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումների ներգրավումն ու օգտագործումը,
- օտարերկրյա ներդրողների ներգրավման և դրա հնարավորության տեսանկյունից տնտեսության ճյուղերի և արտադրությունների դասակարգված չլինելը:

Ուղեկից խնդիրների խմբին են դասվում.

- կորպորատիվ կառավարման համակարգի ոչ բավարար զարգացած լինելը,
- ներդրումային նախագծերի ընտրության հստակ չափորոշիչների բացակայությունը,
- մենեջմենթի և մարկետինգի ժամանակակից մեթոդներին տիրապետող անձնակազմի պակասը, ներդրումային միջավայրի գնահատման սեփական համակարգի բացակայությունը հատկապես առանձին տարածաշրջաններում, ներդրումային միջավայրի մշտադիտարկման հայրենական համակարգի բացակայությունը:

Օտարերկրյա ներդրումների շուկայում Հայաստանը մրցակցում է բազմաթիվ երկրների հետ, որոնց մի մասի տնտեսություններն ավելի գրավիչ են ներդրողների համար: Ներկայումս, թեև կառավարության կողմից վերջին տարիներին կատարված մի շարք բարեփոխումների, որոնց արդյունքում արձանագրվեցին որոշակի դրական տեղաշարժեր, հանրապետության ներդրումային գործընթացը բարձր արդյունավետություն չունի և ներդրումային միջավայրը դեռևս անկայուն է՝ ինչպես տեղական, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրողների տեսանկյունից:

Հանրապետությունում ներդրումային գործընթացների հետագա բարելավման համար անհրաժեշտ է կողմնորոշվել ոչ միայն դեպի միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունները, այլև արդյունաբերապես զարգացած այն երկրների պետական կառույցները, որոնք կարող են ապահովել աջակցություն Հայաստանում իրականացվող տնտեսական վերափոխումներին և միաժամանակ նպատակամղված կերպով լուծել ազգային ու օտարերկրյա ներդրողների համար հավասար պայմանների ապահովման խնդիրը՝ վերջիններիս համար ինչպես հարկման, այնպես էլ ներմուծման ու արտահանման ասպարեզներում հավասար պայմաններ ապահովելու միջոցով :

Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրումային գործընթացների զարգացման հեռանկարային ուղղությունները կապված են ներդրումների ներգրավման և ծախսման գործում պետական կարգավորման ուժեղացման, պետական երաշխիքների ինստիտուտի զարգացման, հատկացվող միջոցների օգտագործման բարձր արդյունավետության ապահովման, տարբերակված ճյուղերով տնտեսության օպտիմալ կառուցվածքի ձևավորման վրա նրանց իրական ազդեցության հետ:

Դինամիկ վերափոխումների պահանջներին համապատասխանող տնտեսական կարգավորումը պետք է հաշվի առնի փոփոխվող պայմանները և միաժամանակ հանդիսանա նրանց կատալիզատորը:

Այսպիսով, ներդրումային ակտիվության բարձրացման համար անհրաժեշտ է պետական կարգավորման անհետաձգելի միջոցառումների համակարգ, որը կներառի.

- պետական և մասնավոր ներդրումների արդյունավետ օգտագործումը, պետական ներդրումային ծրագրերի ձևավորման մեխանիզմի կատարելագործումը,
- տնտեսությունում վերարտադրողական ռեսուրսների վերականգնման նպատակով ներդրումային գործունեության կոնկրետ ուղղությունների սահմանումը,
- պետության աջակցությունն արժեթղթերի շուկայի զարգացմանն ու խնայողությունները ներդրումների փոխարկվելու արդյունավետ համակարգի ստեղծմանը,
- բանկերի ֆինանսական ռեսուրսների ներդրումային կողմնորոշման ուժեղացման նպատակով բանկային համակարգի վերակազմավորումը,
- արդյունաբերության ոլորտում երաշխավորված ներդրումների արդյունավետ համակարգի ձևավորումը,
- ներդրումային հատկացումների համար ձեռնարկությունների սեփական միջոցների ավելացման նպատակով ամորտիզացիոն քաղաքականության կատարելագործումը:

1. 3. Ներդրումային ռիսկերը և դրանց կառավարման առանձնահատկությունները

Ռիսկը ցանկացած տնտեսական գործունեության պարտադիր տարրերից մեկն է, ուստի, ինչպես ցանկացած տնտեսական գործունեություն, այնպես էլ ցանկացած ոլորտում ներդրումների իրականացումն ենթակա է տարբեր ռիսկերի ազդեցությունների՝ պայմանավորված տնտեսական գործընթացների հնարավոր անորոշություններով: Ուստի, ակնհայտ է, որ ներդրումներ կատարելու վերաբերյալ կառավարչական որոշումների ընդունման համար չափազանց կարևոր է գնահատել

ներդրումային նախագծի արդյունավետությունը, շուկայի գրավչությունը, այդ թվում՝ առկա ռիսկերը²¹:

Անդրադառնալով տնտեսական ռիսկերին՝ պետք է նշել, որ դրանք առկա են ձեռնարկատիրական գործունեության ցանկացած ոլորտում, և յուրաքանչյուր ներդրում անխուսափելիորեն առնչվում է տարբեր աստիճանի և որոշակի առանձնահատկություններով ռիսկերի հետ: Տնտեսական ռիսկը ռեսուրսների կորստի կամ եկամուտ չստանալու վտանգն է՝ պլանավորված կամ այլընտրանքային տարբերակների համեմատ²²: Այս ռիսկերը ցանկացած տնտեսական գործունեության պարտադիր տարրերից են, որոնք բխում են տնտեսական վերջնական արդյունքի անորոշությունից: Այդ ռիսկերի ազդեցություններին են ենթարկվում բոլոր տնտեսվարողները: Ըստ այդմ էլ, տնտեսական ռիսկն արտացոլում է տնտեսվարողի առջև դրված նպատակների իրագործման հաջողությունը՝ հաշվի առնելով վերահսկվող և չվերահսկվող բազմաթիվ գործոնների ազդեցությունները:

Տնտեսագիտության մեջ ռիսկերը տարբեր կերպ են բնորոշվում, և դրանց տրվում են բազմաթիվ սահմանումներ: Մասնավորապես, այն սահմանվում է որպես անորոշության պայմաններում ընտրված որոշումն իրագործելու ուղղությամբ գործունեություն, երբ հաշվի է առնված հաջողության հասնելու, անհաջողության կամ առաջադրված նպատակից շեղվելու հավանականությունը²³ :

Ժամանակակից տնտեսվարման պայմաններում տնտեսական ռիսկին բնորոշ են այնպիսի կարևոր գործառույթներ, ինչպիսիք են՝ նորարարական (ինովացիոն), կարգավորող, պաշտպանիչ և վերլուծական գործառույթները:

Տնտեսական ռիսկի նորարարական գործառույթը կայանում է ձեռնարկատիրոջ առջև դրված խնդիրների ոչ ավանդական լուծումների որոնումների խթանման մեջ: Ընկերությունների մեծ մասը հաջողության են հասնում և առավել մրցունակ են դառնում նորարարական տնտեսական գործունեության արդյունքում, ինչը կապված է զգալի ռիսկերի հետ: Ռիսկային որոշումները հանգեցնում են առավել արդյունավետ

²¹ «Մենեջմենթ» Յու. Սուվարյանի ընդհանուր խմբագրությամբ, Երևան, «Տնտեսագետ» 2009թ.

²² Казначевская Г.Б., И.Н. Чув, О.В. Матросова, “Менеджмент”, Ростов н/Д., Феникс, 2007, 378с., стр 316

²³ Ստեփանյան,Ա., «Արտադրական ձեռնարկությունների ֆինանսներ» (Ուսումնական ձեռնարկ) Ե., Իրավունք, 2011, էջ 19

տնտեսական պայմանների ապահովման, որից շահում են և՛ սպառողները, և՛ ձեռնարկատերերը, և՛ հասարակությունն առհասարակ:

Կարգավորիչ գործառույթը հակասական բնույթ ունի և հանդես է գալիս երկու ձևով՝ կառուցողական և ապակառուցողական: Ձեռնարկատիրական ռիսկը, որպես կանոն, հիմնված է ոչ ավանդական եղանակներով զգալի արդյունքների ստացման վրա: Այդ կերպ ասած, այն թույլ է տալիս հաղթահարել պահպանողականությունը, դոգմատիզմը, հոգեբանական արգելքները, որոնք խոչընդոտում են հեռանկարային նորարարությունների իրականացմանը: Հենց դրանում էլ ի հայտ է գալիս ձեռնարկատիրական ռիսկի կարգավորիչ գործառույթի կառուցողական ձևը:

Ռիսկի կարգավորիչ գործառույթի կառուցողական բաղադրիչը կայանում է նաև նրանում, որ ռիսկի դիմելու հատկությունը՝ ձեռնարկատիրոջ հաջող գործունեության ուղիներից մեկն է: Սակայն, երբեմն ռիսկը կարող է հանդես գալ որպես տարբեր տեսակի ավանտյուրաների և սուբյեկտիվիզմի դրսևորում, եթե որոշումներն ընդունվում են ոչ լիարժեք տեղեկատվության պայմաններում: Տվյալ դեպքում գործ ունենք ապակառուցողական գործառույթի հետ: Հետևաբար, չնայած ռիսկի գործոնն անխուսափելի է, սակայն գործնականում ոչ բոլոր որոշումներն են նպատակահարմար իրականացնել, քանզի դրանք պետք է լինեն հիմնավորված, ծանրակշիռ և խելամիտ:

Ակնհայտ է, որ յուրաքանչյուր տնտեսավարող սուբյեկտ ձգտում է առավելագույն կերպով նվազեցնել իր գործունեության հետ կապված ռիսկերի աստիճանը: Ռիսկերից խուսափել իհարկե հնարավոր է՝ հրաժարվելով ռիսկի հետ կապված համապատասխան գործունեության իրականացումից, սակայն, ձեռնարկատիրոջ համար այս խուսափումը նշանակում է նաև ապագա շահույթից հրաժարում: Ուստի, ռիսկի ճիշտ գնահատման և կառավարման ունակությունը դառնում է ձեռնարկության ղեկավարի կառավարչական կարևորագույն հատկանիշներից մեկը:

Ընդհանուր առմամբ տնտեսական ռիսկերի ազդեցությունների հանդես գալու հետևանքով հնարավոր են հետևյալ 3 տեսակի ելքեր՝

1. դրական (շահում, շահույթ, հաղթանակ),
2. բացասական (վնաս, պարտություն),

3. գրոյական (վերադարձ ելակետային դիրքին) ²⁴:

Ընդհանրացնելով վերոգրյալը՝ կարելի է ձևակերպել «ռիսկ» եզրույթի հիմնական առանձնահատուկ գծերը.

- վերջինիս տնտեսական բովանդակությունը,
- ռիսկի կախվածությունը սոցիալական, քաղաքական և իրավական գործոններից,
- անհատի կամ կազմակերպության ֆինանսատնտեսական գործունեության մեջ անորոշության առկայությունը,
- ներքին և արտաքին միջավայրերի վերաբերյալ թերի կամ ոչ հավաստի տեղեկատվության բացակայությունը կամ առկայությունը,
- շուկայական իրավիճակների զարգացման միտումների բացարձակ ճշգրտությամբ կանխատեսման անհնարինությունը,
- կոնկրետ առևտրային գործունեության արդյունքում ուղղակի վնասներ կրելու հավանականությունը,
- առևտրային գործունեության գրոյական արդյունքի ստացման հնարավորությունը (այսինքն՝ եկամուտի բացակայությունը),
- դրական արդյունքի ստացման իրական, բայց ոչ երաշխավորված հնարավորության առկայությունը,
- պլանավորվող առևտրային գործունեության ենթադրվող տնտեսական արդյունքի հստակ չափի որոշման հնարավորության բացակայությունը:

Տնտեսության մեջ ֆինանսական գործունեությանն ուղեկցող ռիսկերը ձևավորում են ռիսկերի լայն համալիր, որոնք մեկ ընդհանուր հասկացությամբ կոչվում են ֆինանսական ռիսկեր: Ֆինանսական ռիսկերի հիմնական պատճառներն են՝ ֆինանսական ռեսուրսների սահմանափակվածությունը, տնտեսական իրավիճակի անորոշությունը և ժամանակի գործոնը: Ֆինանսական ռիսկն իրենից ներկայացնում է անորոշության պայմաններում ներդրողի կողմից նախանշված ցանկալի արդյունքների ապահովմանն ուղղված այլընտրանքային ֆինանսական որոշումների կայացումից բխող ֆինանսական կորուստներ կրելու հավանականություն²⁵:

²⁴ Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. “Современный экономический словарь”, 5-е изд., перераб. и доп., М., ИНФРА-М., 2010, 495 с.

²⁵ Бланк И.А. “Торговый менеджмент”, Киев, Ника-Центр, 2006, 780 с., стр.572

Ֆինանսական ռիսկերն ըստ էության սպեկուլյատիվ ռիսկեր են, որոնց համար հնարավոր են ինչպես դրական, այնպես էլ բացասական արդյունքներ: Դրանց առանձնահատկությունն է վնասի առաջացման հավանականությունն է այնպիսի գործառնությունների իրականացման արդյունքում, որոնք իրենց բնույթով ռիսկային են²⁶:

Ֆինանսական ռիսկերը առանձնանում են մեծ բազմազանությամբ: Ներդրումային ռիսկերը, հանդիսանալով ֆինանսական ռիսկերի բաղկացուցիչ մաս, բնութագրում են պլանավորված շահույթի չստացման կամ ֆինանսական կորուստների առաջացման հնարավորությունները՝ կազմակերպության ներդրումային գործունեության իրականացման գործընթացում: Ներդրումային ռիսկերը կարելի է բնորոշել նաև որպես ներդրումների եկամտաբերության մակարդակի փոփոխության հավանականություններ: Որպես ռիսկերի օբյեկտներ՝ ներդրումների դեպքում հանդես են գալիս ներդրումային նախագծի մեջ որևէ ձևով միջոցներ ներդրող անձի գույքային շահերը²⁷:

Հարկ է նշել, որ ներդրումային ռիսկերը հանդես են գալիս 3 հիմնական ձևերով՝

1. շահույթի ստացման հնարավորության չօգտագործում,
2. շահութաբերության մակարդակի նվազում,
3. ուղղակի ֆինանսական կորուստներ:

Ներդրումային ռիսկերն իրենցից ներկայացնում են բազմազան և բազմաբնույթ ռիսկերի համախումբ: Դրանք հայտնաբերելու և արդյունավետ կառավարելու նպատակով կարևորվում է վերջիններիս հիմնական տեսակների դասակարգումը, ինչը կառավարման գործընթացում դրանց տարբերակման հիմնական չափանիշն է: Ավելին, դասակարգման շրջանակում ռիսկի կոնկրետ տեսակի առանձնահատկությունների վերլուծությունը թույլ է տալիս պատկերացում կազմել այդ ռիսկն առաջացնող գործոնների մասին, ինչը թույլ է տալիս կապակցել տվյալ ռիսկից բխող ֆինանսական

²⁶ Шапкин В. А., Шапкин А. С., “Теория риска и моделирование рискованных ситуаций”, М., “Дашков и К°”, 2007, 880 с., 165 стр.

²⁷ Шапкин В. А., Шапкин А. С., “Теория риска и моделирование рискованных ситуаций”, М., “Дашков и К°”, 2007, 880 с., стр. 208

կորուստների առաջացման հավանականության գնահատականը համապատասխան գործոնների շարժընթացի հետ:

Ըստ ծագման՝ ներդրումային ռիսկերը դասակարգվում են համակարգային և ոչ համակարգային տեսակների: Համակարգային (ընդհանուր կամ շուկայական) ռիսկերը գոյություն ունեն ներդրումային գործունեություն իրականացնող բոլոր սուբյեկտների համար ներդրումների բոլոր տեսակների դեպքում և բնորոշ են ամբողջ տնտեսությանը: Դրանք առաջանում են մասնավորապես քաղաքական իրավիճակի անկայունության, օրենսդրության փոփոխությունների, շուկայում համախառն վճարունակ պահանջարկի մակարդակի կտրուկ տատանումների և նամանատիպ այլ գործոնների արդյունքում, որոնց վրա ներդրողը հնարավորություն չունի ազդելու ներդրման օբյեկտն ընտրելիս: Համակարգային ռիսկերի առանձին տեսակներ են տարածաշրջանային, քաղաքական, օրենսդրական, սղաճի, արտարժույթային ռիսկերը: Ներդրողները չեն կարող վերահսկել համակարգային ռիսկերը և, հետևաբար, դրանց չեզոքացումը համարվում է կառավարության կարևոր գործառույթներից մեկը՝ երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավման ուղղությամբ:

Ինչ վերաբերում է ոչ համակարգային (յուրահատուկ) ռիսկերին, ապա վերջիններս բնորոշ են ներդրումային կոնկրետ օբյեկտին կամ կոնկրետ ներդրումային գործունեությանը: Մասնավորապես, դրանք կարող են պայմանավորված լինել ընկերության աշխատակազմի որակավորման մակարդակով, շուկայում մրցակցային պայմանների փոփոխություններով, կապիտալի ոչ համարժեք կառուցվածքով և այլ գործոններով: Նշված ռիսկերի հայտնաբերումը և կառավարումը, որպես կանոն, իրականացվում է հենց ներդրողների կողմից:

Ներդրումային ռիսկերը կարելի է տարանջատել մակրո (տնտեսական անկման, ֆինանսական ճգնաժամի, քաղաքական, սոցիալական) և միկրոռիսկերի:

Ներդրումային գործունեության հիմնական տեսակներից կախված՝ կարելի է տարբերակել իրական ներդրումային ռիսկեր և ֆինանսական ներդրումային ռիսկեր:

Իրական ներդրումային ռիսկերը կապված են հետևյալ գործոնների հետ.

- հումքի և սարքավորումների մատակարարումների ընդհատում,
- ներդրումային ակտիվների գների աճ,

- ոչ որակյալ կամ անբարեխիղճ աշխատակազմի ընտրություն, ինչի արդյունքում ձգձգվում է օբյեկտի շահագործումը կամ նվազում է վերջինիս արդյունքում ստացվող եկամուտը:

Ինչ վերաբերում է ֆինանսական ներդրումային ռիսկերին, ապա վերջիններս պայմանավորված են հետևյալ գործոններով.

- ֆինանսական գործիքների ոչ ճիշտ ընտրություն,
- ներդրումների ֆինանսավորման պայմանների չնախատեսված փոփոխություններ և այլն:

Ներդրումային ռիսկերը դասակարգվում են դիվերսիֆիկացվող և չդիվերսիֆիկացվող տեսակների: Դիվերսիֆիկացվող ռիսկերը հնարավոր է նվազեցնել ներդրումների դիվերսիֆիկացիայի արդյունքում: Դիվերսիֆիկացմանը չենթարկվող ռիսկերը վերաբերում են բոլոր ներդրումներին և չեն կարող դիվերսիֆիկացվել (օրինակ, համակարգային ռիսկերը): Դիվերսիֆիկացմանը չենթարկվող ռիսկը մնում է հաստատուն՝ անկախ այն բանից, թե որքան միջոցներ են ներդրվել և ընդհակառակը, դիվերսիֆիկացման ենթակա ռիսկը նկատելի նվազում է՝ պայմանավորված ներդրված արժեթղթերի տեսակներով և քանակներով: Եթե ներդրումային փաթեթում տարբեր արժեթղթերի քանակը մեծ է, բնականաբար դիվերսիֆիկացվող ռիսկը զգալիորեն կնվազի: Այսպիսով, առանձնահատուկ ուշադրություն պետք է դարձնել դիվերսիֆիկացմանը չենթարկվող ռիսկերի վրա, քանի որ օպտիմալ ներդրումային փաթեթ ընտրելու դեպքում դիվերսիֆիկացվող ռիսկերը կարող են նվազագույնի հասցվել, մինչդեռ չդիվերսիֆիկացվող ռիսկերը անփոփոխ են և կախված չեն ներդրողի գործողություններից:

Ներդրումային ռիսկերն՝ ըստ առաջացման գործոնների բավական բազմազան են ու բազմաբնույթ: Ստորև ներկայացվում են դրանցից առավել հիմնականները:

- **Քաղաքական ռիսկ**, որը պայմանավորված է տեղի ունեցող քաղաքական գործընթացներով և գործոններով:
- **Օրենսդրական ռիսկ**, որն առաջանում է օրենսդրական դաշտի անբարենպաստ կամ հաճախակի փոփոխությունների արդյունքում, ինչն առաջացնում է

անվատահուության մթնոլորտ, ապագայի նկատմամբ անորոշություն և կարճաժամկետ ներդրումների եկամտաբերության զգալի փոփոխություններ:

- **Համակարգային ռիսկ**, որը բնորոշ է ամբողջ շուկային և չի կարող վերահսկվել ներդրողի կողմից:
- **Սելեկտիվ ռիսկ**, որը կապված է ներդրումային օբյեկտի ոչ ճիշտ ընտրության հետ:
- **Շուկայական ռիսկ**, որը բնորոշվում է որպես ակտիվների արժեքի փոփոխությունների հավանականություն՝ տոկոսադրույքի տատանումների, արժույթի փոխարժեքների, արժեթղթերի գնանշումների, ապրանքի շուկայական գների տատանումների հետևանքով:
- **Սղաճային ռիսկ**. այն կորուստների հավանականությունն է, որը սղաճի չվերահսկվող աճի դեպքում կկրեն ներդրողները՝ ներդրումների իրական արժեքի, սպասվելիք եկամուտների և շահույթի արժեզրկման հետևանքով:
- **Տոկոսային ռիսկ**, որն առաջանում է շուկայական տոկոսադրույքների տատանումների հետևանքով: Այս ռիսկն առավել ակնհայտ կերպով հանդես է գալիս պարտքային արժեթղթերի սեփականատերերի համար:
- **Արժույթային ռիսկ**, որը հիմնականում բնորոշ է օտարերկրյա թողարկողների ներդրումներին արժեթղթերում և ուղղակիորեն կապված է արժույթային փոխարժեքների տատանումների հետ:
- **Վարկային ռիսկ**, որը բնութագրվում է որպես ակտիվների գների անբարենպաստ փոփոխության հավանականություն՝ կապված հիմնականում գործընկերոջ կամ ակտիվներ թողարկողի վարկունակության փոփոխության հետ: Վարկային ռիսկի մակարդակը բարձրանում է, երբ աճում է գործընկերոջ անվճարունակության հավանականությունը կամ նվազում է վարկունակությունը: Ներդրողի համար այս ռիսկը հիմնականում ի հայտ է գալիս այն դեպքում, երբ ներդրումները ֆինանսավորվում են վարկային ռեսուրսների հաշվին, և ակտիվների արժեզրկման կամ սկզբնական որակի կորստի հետևանքով վերջինս հնարավորություն չի ունենում մարել իր վարկային պարտավորությունները:
- **Իրացվելիության ռիսկ**, որը կարճաժամկետ պարտավորությունների կատարման նպատակով կանխիկի ներգրավման կամ ակտիվի՝ շուկայական գնով և կարճ

Ժամանակահատվածում գնման կամ վաճառքի անկարողության հետ կապված ռիսկն է: Իրացվելիության ռիսկի նշված երկու կողմերն էլ փոխկապված են, քանի որ շատ հաճախ պարտավորությունների վճարման նպատակով կանխիկի պահանջարկը բավարարելու համար կազմակերպությունները ստիպված են շուկայականից ցածր գնով վաճառել իրենց ակտիվների մի մասը, ինչը բացասաբար է ազդում ներդրողի գործունեության վրա՝ հանգեցնելով շահույթի և կապիտալի կորստի:

- **Ժամանակային ռիսկ**, որն առաջանում է ոչ ճիշտ ժամանակին կատարված ներդրումների արդյունքում:
- **Տարածաշրջանային ռիսկ**, որը կապված է կոնկրետ երկրում կամ աշխարհագրական տարածքում ձևավորվող տնտեսական, քաղաքական և սոցիալական անբարենպաստ իրադրության հետ:
- **Արտադրատեխնոլոգիական ռիսկ**, որը պայմանավորված է բարձր տեխնոլոգիական սարքավորումների և ավտոմատացված արտադրության միջոցների հնարավոր խափանումների հետ, որոնց հետևանքները կարող են վնասաբեր լինել ընկերության համար:
- **Բնակլիմայական ռիսկ**, որը պայմանավորված է բնակլիմայական փոփոխություններով, անկանխատեսելի բնական աղետներով (ֆորս-մաժորային), շրջակա միջավայրի աղտոտմամբ, ինչպես նաև պետության կողմից բնապահպանական օրենքների, ենթաօրենսդրական ակտերի ընդունմամբ և համապատասխան միջոցառումների իրականացմամբ:
- **Տեղեկատվական ռիսկ**, որը հիմնականում կապված է այնպիսի տեղեկատվության ստացման անհնարինության հետ, որն անհրաժեշտ է ներդրողին տվյալ տնտեսական իրավիճակում ճիշտ և արդյունավետ որոշումներ կայացնելու համար:
- **Նորարարական ռիսկ**, որը պայմանավորված է նորարարական բնույթ կրող ներդրումային ծրագրերի անհաջող իրականացման հետ:
- **Բաց թողնված օգուտի ռիսկ**, որը կապված է որոշակի միջոցառման կամ գործարքի չիրականացման արդյունքում անուղղակի կորուստների (շահույթի

չստացում կամ ոչ ամբողջ ծավալով ստացում) առաջացման հավանականության հետ:

- **Գործառնական ռիսկ.** այն կարող է սահմանվել որպես կորուստի ռիսկ, որն առաջանում է ոչ ադեկվատ կամ ձախողված ներքին պրոցեսների, մարդկանց և համակարգերի կամ արտաքին իրադարձությունների ազդեցության արդյունքում: Այս ռիսկն առաջանում է այն դեպքերում, երբ ներդրում իրականացնող սուբյեկտի գործունեության ընթացքում առկա են ներդրումային գործառնականությունների տեխնոլոգիաների խախտումներ, տվյալների մշակման տեղեկատվական և համակարգչային համակարգերի խափանումներ և այլն²⁸:

Ինչպես երևում է, վերը բերված ներդրումային ռիսկերի դասակարգումը բավական ընդարձակ է և թույլ է տալիս համակարգել ներդրումային ռիսկերի հիմնական մասը: Սակայն, միևնույն ժամանակ, ներկայացված դասակարգումը որոշակի առումով պայմանական է, քանի որ երբեմն բավական դժվար է հստակ միմյանցից տարանջատել ներդրումային ռիսկերի առանձին տեսակները: Բացի այդ, մի շարք ներդրումային ռիսկեր գտնվում են որոշակի փոխկախվածության մեջ և դրանցից մեկի փոփոխությունը կարող է հանգեցնել նաև մյուսի փոփոխությանը, ինչը, բնականաբար, հավելյալ ազդեցություն կունենա ներդրումային գործունեության վրա:

Ներդրումային գործունեության ընթացքում ներդրողների համար խիստ կարևորվում է ռիսկերի կառավարումը և ներդրումային գործընթացի նկատմամբ հետևողական վերահսկողության ապահովումը՝ դրանց հնարավոր անբարենպաստ հետևանքները նվազագույնի հասցնելու համար²⁹: Ավելին, ներդրումային գործունեության ընթացքում ռիսկերի կառավարման ոլորտի նկատմամբ ներդրողների ցուցաբերած ոչ պատշաճ ուշադրությունը լուրջ կասկածի տակ կարող է դնել ոչ միայն ներդրումներից ակնկալվող շահույթի ստացումը, այլև դրանց ֆինանսական կայունությունը:

²⁸ Абрамов С.И. “Инвестирование”, М., Центр экономики и маркетинга, 2008 г., 440 с., стр 330

²⁹ Быкова Н. Н., “Мероприятия по оптимизации управления платежеспособностью и финансовой устойчивостью предприятия на примере ОАО «АвтоВАЗ»”, Н. Н. Быкова, Ф. Ф. Алиев, Молодой ученый, 2014, № 14, С. 136–141, с.137

Հարկ է նշել, որ եթե համակարգային ռիսկերի մակարդակը մոտավորապես նույնն է տարբեր տնտեսվարող սուբյեկտների համար, ապա ոչ համակարգային ռիսկերի մակարդակը կարող է էապես տարբերվել նույնիսկ այնպիսի կազմակերպություններում, ինչպիսիք հանդես են գալիս միևնույն գործունեության ոլորտում և ունեն տնտեսական գործունեության միանման ցուցանիշներ: Իրականում բավական դժվար է սահմանազատել համակարգային՝ չդիվերսիֆիկացվող և ոչ համակարգային ռիսկերը, որոնք իրականում հնարավոր է դիվերսիֆիկացնել և արդյունավետ վերահսկել: Բացի այդ, իրական ակտիվներում կատարվող ներդրումների դեպքում առաջացող ռիսկերը որոշակիորեն տարբերվում են ֆինանսական ակտիվներում ներդրումների ժամանակ առաջացող ռիսկերից:

Ռիսկերի կառավարումը, դրա շրջանակում համապատասխան մոտեցումների, մեթոդների և գործիքների մշակումը կառավարման տեսական և գործնական կարևոր ուղղություններից մեկն է և նպաստում է ներդրողի համար ընդունելի ռիսկի մակարդակի ապահովմանը, ինչն էլ իր հերթին նախադրյալներ է ստեղծում տնտեսության միկրո և մակրոմակարդակներում ներդրումների ներգրավման համար:

Հայաստանի տնտեսության և դրա ճյուղերի արդյունավետ զարգացման ամենալուրջ հիմնախնդիրներից է ներդրումների ներգրավումը: Տնտեսության մեջ առկա բարձր ռիսկերը խոչընդոտում են ներդրումային գործընթացը, ինչի հետևանքով տնտեսության իրական հատվածում ինչպես հայրենական, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրողների կողմից իրականացվող ներդրումների ծավալները բավական ցածր են: Այս հիմնախնդրի լուծման ուղղությամբ կարևոր քայլ է ներդրումային ռիսկերի կառավարման արդյունավետ համակարգի ձևավորումը:

Պետք է փաստել, որ հանրապետությունում ձևավորված շուկայական տնտեսվարման համակարգի պայմաններում գրեթե բացակայում է պետության կողմից կազմակերպությունների ֆինանսական աջակցությունը, ուստի ներդրումային ռիսկերի կառավարման գործիքների ու մեթոդների ներդրումը ժամանակակից տնտեսական պայմաններում թույլ է տալիս ապահովել կազմակերպությունների ֆինանսական կայունությունը, ինչպես նաև բարձրացնել անբարենպաստ տնտեսական իրավիճակների նկատմամբ վերջիններիս դիմադրողականությունը:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման ոլորտում կարևոր դերակատարում ունի նաև պետությունը, որի հիմնական խնդիրը մակրոմակարդակում առաջացող մի շարք ռիսկերի ազդեցությունների չեզոքացումն ու նվազեցումն է: Պետության կարգավորիչ գործառույթները այլ հավասար պայմաններում պետք է ուղղված լինեն երկրի սոցիալ-տնտեսական համակարգի կայունության ամրապնդմանն ու բարձրացմանը, ինչպես նաև ներդրողների անխափան գործունեության օպտիմալ պայմանների ապահովմանը: Հիմնական ներդրումային ռիսկերը, որոնց ազդեցության նվազեցումը կախված է պետական իշխանության մարմիններից, քաղաքական, սոցիալական և պետական կարգավորման ռիսկերն են: Նշված ռիսկերի պետական կառավարումը հիմնականում կայանում է հարկային, գնային, բնապահպանական, հողօգտագործման, արտադրական և նախագծային նորմատիվների սահմանման, ինչպես նաև արտահանման ու ներմուծման կարգավորման ոլորտներում համապատասխան գործառույթների իրականացման մեջ: Գնալով ավելի մեծ նշանակություն են ձեռք բերում հակաօրինական գործողությունների ռիսկերը, քանի որ ժամանակակից տնտեսությունը վերջին ժամանակաշրջանում բախվում է ահաբեկչության և ռազմական գործողությունների ծավալման սպառնալիքների հետ: Հակաօրինական գործողությունների շարքին կարելի է դասել նաև տարբեր տեսակի խարդախությունների հետ կապված ռիսկերը, մասնավորապես, հանցագործ սխեմաների մշակումը, խարդախ և անօրինական ճանապարհով ներդրողներից ֆինանսական միջոցներ ներգրավելու նպատակով տարբեր կազմակերպությունների ստեղծումը՝ օգտագործելով քաղաքացիական, վարչական և քրեական օրենսդրության սողանքները:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման կարևորությունը կայանում է այն առավելությունների մեջ, որոնք ապահովվում են վերջինիս կիրառման արդյունքում. ներդրումների եկամտաբերության բարձրացում, պլանավորման և որոշումների կայացման գործընթացի կատարելագործում, ռեսուրսների բաշխման արդյունավետություն, ֆինանսական կորուստների հանգեցնող հնարավոր ռիսկերի կանխատեսելիության կատարելագործում, գործարար նախագծերի հաջող իրագործում՝ ստեղծելով կազմակերպության կառավարման անհրաժեշտ

գործիքակազմ՝ նպատակների իրագործմանը հետամուտ լինելու և ռիսկերը կանխարգելող միջոցառումներ իրականացնելու ուղղությամբ³⁰:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարումը բազմաստիճան գործընթաց է՝ անբարենպաստ իրավիճակների առաջացման դեպքում կազմակերպության վնասները նվազեցնելու և փոխհատուցելու ուղղությամբ: Ներդրումային ռիսկերի կառավարումը նախևառաջ ենթադրում է հնարավոր ռիսկերի աստիճանի հնարավորինս ճշգրիտ գնահատում, որը թույլ կտա օբյեկտիվ պատկերացում կազմել հնարավոր կորուստների չափերի մասին և ուղիներ փնտրել դրանց կանխելու կամ նվազեցնելու ուղղությամբ, իսկ կորուստների կանխման անհնարինության դեպքում՝ ապահովել դրանց փոխհատուցումը³¹:

Կարևոր ենք համարում նշել, որ կորուստների նվազագույնի հասցնելը և ռիսկերի նվազեցումը նույնական և համարժեք հասկացություններ չեն: Վերջինս իրենից ներկայացնում է կամ հնարավոր վնասի նվազեցում, կամ էլ անբարենպաստ իրադարձության տեղի ունենալու հավանականության նվազեցում: Միևնույն ժամանակ, գոյություն ունեն ռիսկերի կառավարման տարբեր ֆինանսական մեխանիզմներ, որոնք թույլ են տալիս փոխհատուցել վնասը՝ առանց դրա նվազեցման և առաջացման հավանականության վրա ազդեցության³²:

Ռիսկերի կառավարման հայեցակարգը տարբերակվում է՝ կախված կիրառման ոլորտից³³, ինչպես նաև ռիսկի ընկալման ու դրա մակարդակի գնահատման ոլորտում մասնակի տարբեր մոտեցումների կիրառումից³⁴: Ներդրումային ռիսկերի կառավարման արդյունավետ համակարգի ձևավորման առաջին քայլը ներդրումային գործունեությանը բնորոշ ռիսկերի հիմնական տեսակների որակական

³⁰ Andersen, T. A. (2008). “The performance relationship of effective risk management: Exploring the firm specific investment rationale. Long Range Planning”, 41, 155–176.

³¹ Кокурин Д.И. “Инновационная деятельность”, Экзамен, 2004, с. 39

³² Хохлов Н.В. “Управление рисками: Учебное пособие для Вузов”, М. , ЮНИТИ-ДАНА, 1999, 239 с.

³³ Hester, R. E., & Harrison, R. M., “Risk assessment and risk management”, Cambridge, England, Royal Society of Chemistry, 1998

³⁴ Williams, S., & Narendran, S., “Determinants of managerial risk: Exploring personality and culture influences”, The Journal of Social Psychology, 1999, 139, 102–125

տարբերությունների ընկալումն է³⁵: Հաշվի առնելով այն, որ անցանկալի արդյունքների ի հայտ գալը ամբողջությամբ անհնար է բացառել, ուստի անհրաժեշտ է համապատասխան միջոցառումներ մշակել՝ ներդրումային ռիսկերի մակարդակը նվազեցնելու ուղղությամբ: Այդ նպատակով անհրաժեշտ է հետազոտել ռիսկի որոշակի տեսակի ի հայտ գալու օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ գործոնները, գնահատել դրանց տեղ գտնելու հավանականությունը, համադրել ներդրումից ակնկալվող եկամուտը և ռիսկի գնահատված արժեքը:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարումը կարելի է բնորոշել որպես ներդրումային գործունեության հետ կապված ռիսկերի նույնականացում, վերլուծություն և գնահատում³⁶: Այն իրենից ներկայացնում է յուրահատուկ միջոցառումների համախումբ, որը նպատակամղված է տարբեր գործոններից (տնտեսական և քաղաքական փոփոխություններ, գնային տատանումներ, մատակարարման շղթայի խաթարումներ և այլն) բխող ռիսկերի բացասական ազդեցությունների նվազեցմանը³⁷ հանդիսանալով որպես կապող օղակ թույլ և ուժեղ համակարգերի միջև³⁸, ինչպես նաև արդյունավետ գործառնությունների համախումբ, որը ներառում է կորուստներից խուսափելու ուղղությամբ կիրառված բոլոր միջոցառումները³⁹: Ներդրումային ռիսկերի կառավարումը կարելի է բնորոշել նաև որպես ներդրումային ռեսուրսների ծավալի, որակի և ներգրավման ժամկետների անհամապատասխանությունների նվազեցմանն ուղղված ներդրումային որոշումների իրագործման սկզբունքների և մոդելների հավաքածու⁴⁰, ինչպես նաև որոշումների ընդունման շարունակական գործընթաց, որը

³⁵ Kaplan, R. S., & Mikes, A. (2012). "Smart companies match their approach to the nature of the threats they face", Harvard Business Review, June, Retrieved from <http://hbr.org/magazine>

³⁶ Campbell, T. (2008). "Risk management: Implementing an effective system", Accountancy Ireland, 40(6), 54–66, Retrieved from <http://www.accountancyireland.ie/>

³⁷ Andersen, T. A. (2008). "The performance relationship of effective risk management: Exploring the firm-specific investment rationale. Long Range Planning", 41, 155–176.

³⁸ van Staveren, M. (2006). "Uncertainty and ground conditions: A risk management approach", Amsterdam, The Netherlands: Elsevier.

³⁹ Rosta, J. (2008). "Risk management: Models built on good times fail in bad: Will going back to basics and empowering CROs fix the problem?", American Banker, 118(12), Retrieved from <http://www.americanbanker.com/magazine>

⁴⁰ Veysey, S. (2008). "U.K. sets standards for risk management: Framework a guide to principles, models", Business Insurance, Retrieved from <http://www.businessinsurance.com>

նպաստում է ռիսկի մակարդակի նվազեցմանը՝ մինչև կազմակերպության համար ընդունելի մակարդակ:

Ամփոփելով վերը բերված սահմանումները՝ ներդրումային ռիսկերի կառավարումը կարելի է բնորոշել որպես համակարգային և փոխկապակցված գործողությունների մշակված համախումբ, որը հնարավորություն է տալիս կանխել և նվազեցնել ներդրումային ռիսկերը և դրանց հնարավոր բացասական հետևանքերը:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման գործընթացը սովորաբար ներառում է հետևյալ հիմնական փուլերը.

- հնարավոր ռիսկերի հայտնաբերում և ներդրումային գործունեության վրա վերջիններիս ազդեցության գնահատում,
- ռիսկերի գնահատում,
- ռիսկերի կառավարման ռազմավարության մշակում,
- ռիսկերի վրա ներգործության մարտավարական միջոցառումների մշակում,
- ռիսկերի հակազդման մեթոդների ընտրություն և կիրառում,
- ռիսկերի կառավարման արդյունքների վերլուծություն և կիրառված մեթոդների արդյունավետության գնահատում:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման արդյունավետ համակարգի ձևավորման համար անհրաժեշտ է սահմանել՝

1. այդ համակարգի ձևավորման և ներդրման առանձնահատկությունները,
2. ռիսկերի կառավարման գործընթացի տարբեր փուլերում կիրառվող հիմնական մեթոդները և դրանց կիրառման առանձնահատկությունները,
3. ներդրումային ռիսկերի կառավարման մեթոդաբանությունը:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարմանը բնորոշ են գործառույթների երկու հիմնական խմբեր.

1. կառավարման օբյեկտի գործառույթներ, որոնց դասվում են ռիսկի չեզոքացման և նվազեցման կազմակերպումը, ռիսկերի ապահովագրումը, ներդրումային գործընթացներում սուբյեկտների միջև տնտեսական հարաբերությունները և փոխկապակցվածությունները,

2. կառավարման սուբյեկտի գործառույթներ, որին դասվում են կանխատեսումը, կազմակերպումը, կարգավորումը, կոորդինացումը, խթանումը և վերահսկողությունը⁴¹:

Որպես կառավարման սուբյեկտի գործառույթ՝ ռիսկերի կառավարման համակարգում կանխատեսումն իրենից ներկայացնում է օբյեկտի կամ վերջինիս առանձին բաղադրիչների ապագա ֆինանսական վիճակի վերաբերյալ եզրահանգումների ձևավորում: Կանխատեսման գործառույթի առանձնահատկությունը ֆինանսական ցուցանիշների և պարամետրերի այլընտրանքային կառուցումն է, որը սահմանում է կառավարվող օբյեկտի ֆինանսական վիճակի զարգացման տարբերակներն՝ ըստ կանխատեսվող միտումների: Ռիսկի դինամիկայի պարագայում կանխատեսումը կարող է իրականացվել ինչպես էքստրապոլյացիայի, այնպես էլ ապագա զարգացումների ուղղակի կանխատեսումների միջոցով:

Կազմակերպումը որոշակի կանոնների և ընթացակարգերի հիման վրա համատեղ կապիտալի ռիսկային ներդրում իրականացնող մարդկանց միավորումն է: Այդպիսի կանոններին և ընթացակարգերին են դասվում կառավարման մարմինների ձևավորումը, կառավարման ապարատի կառուցվածքի ձևավորումը, կառավարման ստորաբաժանումների միջև փոխկապվածությունների սահմանումը, նորմատիվների սահմանումը և այլն:

Կարգավորումը ռիսկերի կառավարման համակարգում կառավարվող օբյեկտի վրա իրականացվող ներգործությունն է, որի միջոցով ապահովվում է օբյեկտի կայունությունը՝ սահմանված պարամետրերից առաջացող շեղումների դեպքում: Կարգավորումը ներառում է հիմնականում առաջացած շեղումների վերացմանն ուղղված ընթացիկ միջոցառումները:

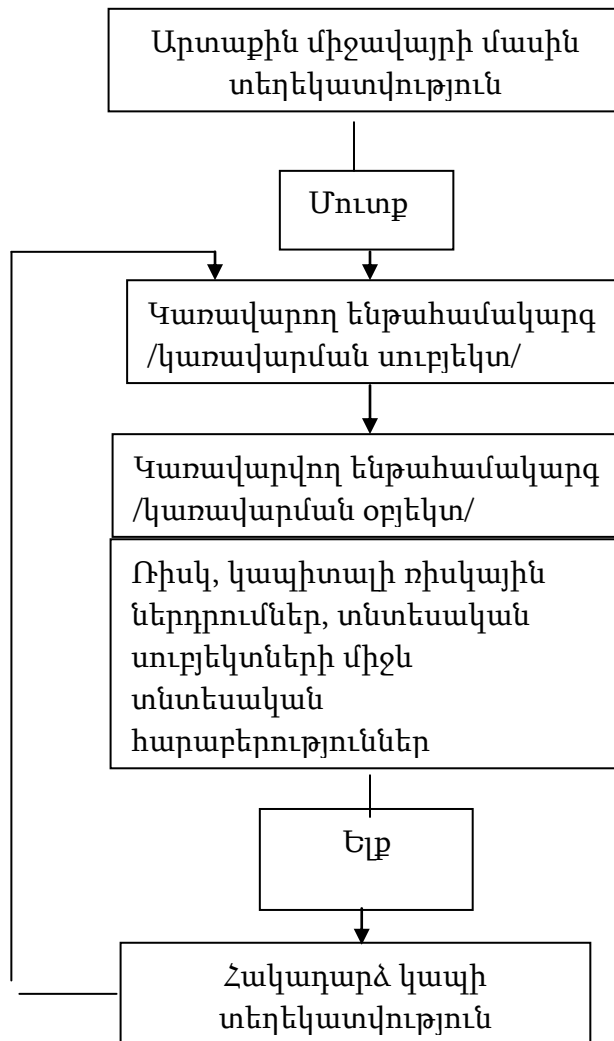
Կոորդինացումն իրենից ներկայացնում է ռիսկի կառավարման համակարգի բոլոր օղակների, կառավարման օբյեկտի և սուբյեկտի գործունեության փոխհամաձայնեցվածության ապահովումը:

⁴¹ Липсиц И.В., Косов В.В. “Экономический анализ реальных инвестиций”, Учебник, М., Экономистъ, 2003, с.110

Խթանումն իրենից ներկայացնում է ֆինանսական կառավարիչների և այլ մասնագետների շահադրդում՝ ռիսկերի կառավարման հետ կապված իրենց գործառույթների պատշաճ իրականացման նպատակով:

Վերահսկողությունը ռիսկերի կառավարման համակարգում ռիսկի մակարդակի նվազեցմանն ուղղված միջոցառումների կազմակերպման ընթացքի ստուգումն է, որը ենթադրում է ռիսկի աստիճանի նվազեցմանն ուղղված միջոցառումների արդյունքների վերլուծություն: Վերահսկողության միջոցով տեղեկատվություն է հավաքագրվում նախանշված ծրագրի գործունեության, կապիտալի ռիսկային ներդրումների, ռիսկի և շահույթի հարաբերակցության վերաբերյալ, ինչի հիման վրա անհրաժեշտ ճշգրտումներ են իրականացվում ներդրումային ռիսկերի կառավարման կազմակերպման գործընթացում:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման գործընթացն առավել պատկերավոր ձևով ներկայացվում է ստորև՝ գծապատկեր 1.3.1-ում:



Գծապատկեր 1.3.1

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման գործընթացի նկարագիրը⁴²

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման գործընթացում կարող են առանձնացվել հետևյալ փուլերը.

- ռիսկերի նույնականացում և վերլուծություն,
- ռիսկի վրա ներգործության միջոցների ընտրություն՝ վերջիններիս համեմատական արդյունավետության գնահատման հիման վրա,
- համապատասխան որոշման ընդունում,
- ռիսկի վրա անմիջական ազդեցություն,
- ռիսկերի կառավարման գործընթացի արդյունքների վերահսկում և ճշգրտում⁴³:

⁴² Կազմվել է հեղինակի կողմից

⁴³ “Менеджмент инвестиционных рисков”, уч. пособие под общ. Ред. М.И.Лещенко, М., 2006, 194 с., стр. 68

Ընդհանուր առմամբ, ներդրումային ռիսկերի կառավարման համակարգը պետք է նախատեսի դրա պարբերական ձևափոխման հնարավորություններ՝ ներդրումային գործունեության ընթացքում արտաքին միջավայրի փոփոխություններին առավելապես հարմարվելու համար: Նշվածից բխում է, որ ներդրումային ռիսկերի կառավարման համակարգում անհրաժեշտ է նախատեսել կառավարման մեթոդների մշակման և օպտիմալացման ենթահամակարգի ձևավորում՝ հիմնվելով տեղեկատվական միջավայրի առանձնահատկությունների վրա: Ըստ վերոգրյալի՝ ներդրումային ռիսկերի կառավարումը գործնականում կարող է իրականացվել մի շարք ուղղություններով.

- իրավիճակային կառավարում, որը նախատեսում է ռիսկերի կառավարման գործընթացի կանոնակարգում՝ ըստ կոնկրետ իրավիճակների՝ համապատասխան հրահանգների և ընթացակարգերի սահմանման միջոցով,
- էքստրապոլյացիայի վրա հիմնված կառավարում, որը հիմնվում է որոշակի պարամետրերի գծով անցյալ իրադարձություններին համապատասխան ապագա զարգացումների դիտարկման վրա,
- փոփոխությունների կանխատեսման վրա հիմնված կառավարում, որը հիմնվում է ապագա փոփոխությունները կանխատեսելու գործառույթների վրա,
- արտակարգ որոշումների վրա հիմնված կառավարում, որը ենթադրում է կառավարման նոր մեթոդների ու մոտեցումների մշակում՝ ելնելով ռիսկերի առանձնահատկություններից:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման վերոհիշյալ ուղղությունները գործնականում կիրառվում են՝ ելնելով տվյալ տնտեսական իրավիճակի առանձնահատկություններից, ինչպես նաև ռիսկային գործոնների բնույթից:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման քաղաքականությունը կարող է իրականացվել երկու ուղղություններով.

1. ռիսկերի անմիջական նվազեցման,
2. ռիսկերի հնարավոր բացասական ազդեցությունների նվազեցման:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման քաղաքականության նշված երկու ուղղություններն էլ գործնականում պետք է իրականացվեն համապատասխան ռազմավարության և մարտավարության մշակման ու իրագործման միջոցով: Եթե

ներդրումային ռիսկերի ռազմավարական կառավարումը նախատեսում է ներդրումային անվտանգության վրա կառավարող ենթահամակարգի նպատակաուղղված ազդեցություն՝ ռեսուրսների հոսքերի կարգավորման և արտաքին միջավայրի սուբյեկտների հետ փոխազդեցության միջոցով, ապա ներդրումային ռիսկերի մարտավարական կառավարումը՝ որպես ներդրումային ռիսկերի կառավարման ենթահամակարգ, ապահովում է այնպիսի դրամական հոսքերի ձևավորում, որոնք ի վիճակի կլինեն ապահովել ներդրումային գործունեության ֆինանսավորման անխափանությունը, ինչպես նաև ներդրումային նախագծի շահութաբերության անհրաժեշտ մակարդակը: Այսպիսով, ներդրումային ռիսկերի ռազմավարական կառավարման նպատակն է ներդրումային անվտանգության համակարգի ձևավորումը, իսկ մարտավարական կառավարմանը՝ ներդրումային կապիտալի արժեքի աճի ապահովումը՝ նախագծի ռիսկայնության նվազեցման հաշվին:

Ներդրումային ռիսկերի ռազմավարական կառավարման ծրագիրը պետք է նախատեսի՝

- ներդրումային ռիսկերի դասակարգման միասնական մոտեցումների առկայություն,
- ռիսկերի կառավարման գործառույթներով օժտված հատուկ ստորաբաժանումների ձևավորում,
- նյութական կորուստների հաշվարկման և գրանցման միասնական մեթոդաբանության մշակում,
- անբարենպաստ իրավիճակների կանխատեսման և դրանց հետևանքների գնահատման համակարգի ներդրում,
- տվյալ տնտեսական ճյուղի շրջանակում կորուստների գնահատման համընդհանուր տվյալների բազայի ձևավորում,
- ռիսկերի կառավարման շրջանակում իրականացվող միջոցառումների համեմատական արդյունավետության գնահատման մեթոդաբանության մշակում և տարբեր իրավիճակներում վերջինիս կիրառման հստակ ուղեցույցների կազմում,

- կորուստների փոխհատուցման գծով համապատասխան միջոցառումների կիրառում⁴⁴ :

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման մարտավարական ծրագրի շրջանակում կարող են ընդունվել հետևյալ որոշումները.

1. ներդրումային նախագծի պահանջներին համապատասխան ներդրումային ռեսուրսների ներգրավում,
2. ներդրումային ռեսուրսների ռացիոնալ բաշխում և համալրում⁴⁵:

Նշված ներդրումային որոշումներն ուղղված են առաջին հերթին ներդրումային ծրագրերում ներգրավված ներդրումային կապիտալի արժեքի ավելացմանը՝ դրանց ռիսկայնության նվազեցման հաշվին:

Անդրադառնալով ներդրումային ռիսկերի կառավարման մեթոդներին՝ պետք է նշել, որ դրանք հիմնականում չորսն են⁴⁶:

- Ռիսկերի կանխման մեթոդ: Այս մեթոդը ենթադրում է ներդրումից կամ գործարքից հրաժարում՝ ռիսկը բացառելու նպատակով, ինչը ներդրողի համար նշանակում է շահույթի չստացում:
- Ռիսկերի դիմագրավման մեթոդ, որը նախատեսում է ներդրողի կողմից ռիսկի գիտակցված ստանձնում: Օրինակ, ներդրողը վենչուրային կապիտալի ներդրման դեպքում նախօրոք վստահ է, որ իր սեփական միջոցների հաշվին կծածկի այդ ներդրուման արդյունքում առաջացող հնարավոր կորուստները:
- Ռիսկի չեզոքացման մեթոդ, որի դեպքում ձեռնարկվում են բոլոր անհրաժեշտ միջոցառումները՝ պոտենցիալ կորուստները համակարգված կերպով նվազեցնելու ուղղությամբ: Որպես այս մեթոդից բխող միջոցառումներ՝ կարող են հանդես գալ ռիսկի դիվերսիֆիկացումը, ռիսկի գործոնի վրա հիմնված գնագոյացումը, ներդրումային պորտֆելի օպտիմալացումը, ռիսկի սահմանաչափի սահմանումը,

⁴⁴ Хохлов Н.В. “Управление рисками”, Учебное пособие для Вузов, М., ЮНИТИ-ДАНА, 2009, 239 с.

⁴⁵ Крылов Э.И., Журавкова И.В. “Анализ эффективности инвестиционной и инновационной деятельности предприятия”, Учебное пособие, М., Финансы и статистика, 2003, с. 35

⁴⁶ Н. Kent Baker, Greg Filbeck, “Investment Risk Management”, Oxford University Press, 2015, 672 pages, p.34-35

նախազգուշացնող համակարգերի կիրառումը, անձնակազմի վերապատրաստումը և այլն:

- Ռիսկի փոխանցման մեթոդ, որը ենթադրում է ռիսկայնությունը նվազեցնելու նպատակով ներդրումային ռիսկի փոխանցում շուկայի այլ մասնակիցներին: Ապահովագրությունը և հեջավորումը այս ուղղությամբ կիրառվող հիմնական գործիքներն են:

Ինչ վերաբերում է ներդրումային ռիսկերի կառավարման ուղղությամբ կիրառվող հիմնական գործիքներին, ապա դրանք հետևյալն են.

- ներդրումների մասնակիցների միջև ռիսկի բաշխումը,
- ապահովագրությունը,
- պահուստավորումը,
- դիվերսիֆիկացումը,
- հեջավորումը:

Ներդրումների մասնակիցների միջև ռիսկի բաշխման առանձնահատկությունն այն է, որ ռիսկն ավելի մեծ չափով ստանձնելու է ներդրումային նախազծի այն մասնակիցը, որը հնարավորություն ունի առավել արդյունավետ կերպով կառավարել այդ ռիսկերը: Ռիսկի բաշխումը տվյալ դեպքում իրականացվում է ներդրման նախնական փուլում՝ պայմանագրային փաստաթղթերի և ֆինանսական պլանի կազմման ընթացքում: Սակայն, բնականաբար սա ամբողջությամբ թույլ չի տալիս խուսափել ռիսկերի բացասական ազդեցություններից, ուստի դրա հետ միաժամանակ անհրաժեշտ է կիրառել նաև ռիսկերի կառավարման այլ գործիքներ:

Ներդրումների ապահովագրությունը մի գործընթաց է, որում դրամական միջոցների դիմաց ապահովագրական կազմակերպությունն իր վրա է վերցնում անբարենպաստ իրավիճակների առաջացման դեպքերում կորուստների փոխհատուցման պարտավորությունը: Բնականաբար, ներդրողի կողմից ապահովագրական պայմանագրի կնքումը ենթադրում է որոշակի ֆինանսական ծախսեր, որոնք նվազեցնում են ներդրումներից ստացվելիք եկամուտները: Ներդրումների ապահովագրության օբյեկտների դերում կարող են հանդես գալ ուղղակի ներդրումները, բաժնետոմսերը, այլ մասնակցային ու գույքային

իրավունքները, վարկերը, փոխառությունները և այլն: Բոլոր ռիսկերի ապահովագրությունը բնականաբար կազմակերպության համար տնտեսապես անշահավետ կլինի, ուստի այն կարող է կիրառվել միայն ռիսկերի կառավարման այլ գործիքների հետ համատեղ:

Ներդրումային ռիսկերի նվազեցման գործուն մեթոդ է շնախատեսված կորուստների ծածկման գծով պահուստների ձևավորումը: Չնախատեսված ծախսերի պահուստների չափերի որոշման համար, ինչպես և ռիսկերի վերլուծության դեպքում կիրառվում են քանակական և որակական մեթոդներ:

Միջոցների պահուստավորումը ենթադրում է որոշակի հարաբերակցության սահմանում՝ ներդրումային նախագծի արժեքի վրա ազդող պոտենցիալ ռիսկերի և դրանց հաղթահարման համար անհրաժեշտ ծախսերի միջև: Պահուստավորման առավելությունը կայանում է նրանում, որ պահուստավորված ֆինանսական միջոցները մնում են ներդրողի տրամադրության տակ և չեն փոխանցվում այլ կազմակերպության, ի տարբերություն ապահովագրության: Վերջինիս հիմնական թերությունն այն է, որ պահուստավորված միջոցները հանվում են կազմակերպության տնտեսական շրջանառությունից և հիմնականում եկամուտներ չեն ապահովում:

Դիվերսիֆիկացումը՝ դրամական միջոցների ներդրումն է ֆինանսական շուկայի տարբեր ակտիվներում՝ ներդրումային ռիսկերի նվազեցման նպատակով: Տվյալ դեպքում որևէ ակտիվում ներդրված կապիտալի կորուստը կփոխհատուցվի այլ ակտիվներում ներդրումներից ստացված եկամուտներով: Ի տարբերություն ապահովագրության՝ դիվերսիֆիկացումը չի պահանջում որևէ ֆինանսական ծախս, սակայն դրա կիրառման արդյունքում ներդրումային պորտֆելի եկամտաբերությունը կլինի ավելի ցածր, քան այդ պորտֆելի ամենաեկամտաբեր ակտիվի եկամտաբերությունը, ինչը պայմանավորված է տարբեր ակտիվներում կապիտալի ներդրումից ստացվող շահույթի կամ վնասի միջինացմամբ: Միաժամանակ հարկ է նշել, որ դիվերսիֆիկացումը թույլ չի տալիս նվազեցնել ներդրումային գործունեության հետ կապված համակարգային ռիսկերը, ինչն ակնհայտ կերպով ի հայտ եկավ 2008 թվականի համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի պայմաններում, երբ դրա հետևանքով բոլոր ակտիվների գները կտրուկ անկում ապրեցին:

Հեջավորումը ներդրումային ռիսկերի կառավարման բավական արդյունավետ գործիք է, որի էությունը կայանում է ֆինանսական շուկաներում ածանցյալ ֆինանսական գործիքների առք ու վաճառքի միջոցով ապագա ռիսկերը զսպելու մեջ: Այլ կերպ ասած, հեջավորումն ապահովագրում է ներդրողին բազային ակտիվների շուկայական գների անբարենպաստ փոփոխությունների հետ կապված կորուստներից: Հեջավորման դեպքում ներդրողի կողմից ժամկետային շուկայում կնքվում է գործարք, որի եկամտաբերությունը բացասական կերպով կոռելացված է բազային ակտիվի եկամտաբերությանը: Տվյալ պարագայում գնային ցանկացած փոփոխություն ներդրողին կապահովի եկամուտներ մի շուկայում՝ մյուսում ստացած կորուստների դիմաց: Այլ կերպ ասած, հեջավորումը ներդրողին թույլ է տալիս կրճատել ներդրումային ռիսկերը՝ ապագա ժամանակահատվածում ակտիվի գնի ամրագրման միջոցով⁴⁷: Ժամկետային շուկայի ածանցյալ գործիքների կիրառումը թույլ է տալիս նվազեցնել ոչ միայն գնային, այլ նաև արժույթային, վարկային և այլ ռիսկերը⁴⁸: Հեջավորման բացասական կողմն այն է, որ դրա միջոցով ներդրումային ռիսկերի կառավարումը բավական բարդ գործընթաց է և իրականացվում է միայն զարգացած արժեթղթերի շուկայում: Բացի այդ, այս գործիքի կիրառումը ներդրողից պահանջում է նաև ֆինանսական գիտելիքների պատշաճ մակարդակ, կառավարչական հմտություններ և համապատասխան փորձառություն:

Անդրադառնալով ներդրումային ռիսկերի կառավարման մեթոդների արդյունավետության գնահատմանը՝ ապա առավել պարզ ձևով դա կարող է իրականացվել հետևյալ կերպ.

- նախևառաջ որոշվում է ներդրումային նախագծի համար առավել մեծ հավանականություն ունեցող ռիսկը,
- հաշվարկվում են այդ ռիսկի հետևանքով անբարենպաստ իրավիճակի տեղ գտնելու դեպքում առաջացող ֆինանսական կորուստները,

⁴⁷ Макшанова Т. В., Коваленко О. Г. “Производные ценные бумаги и финансовые инструменты: сущность и возможности применения”, Т. В. Макшанова, О. Г. Коваленко, Вектор науки Тольяттинского государственного университета, 2013, № 3, С. 348–352, с.351

⁴⁸ Полтева Т. В. “Роль производных ценных бумаг в системе управления рисками”, Т. В. Полтева, Вектор науки Тольяттинского государственного университета. Серия: Экономика и управление, 2014, № 2, С.35–38, с.37.

- սահմանվում են ռիսկի նվազեցմանն ուղղված միջոցառումները և դրանց իրականացման գծով լրացուցիչ ֆինանսական ծախսերը,
- համեմատվում են ռիսկի նվազեցման գծով միջոցառումների համար պահանջվող ծախսերը՝ ռիսկային իրավիճակի առաջացմամբ պայմանավորված ֆինանսական կորուստների հետ,
- որոշում է կայացվում ռիսկերի նվազեցմանն ուղղված միջոցառումների իրականացման կամ դրանցից հրաժարման մասին,
- վերը նկարագրված գործընթացը կրկնվում է՝ ըստ հավանականության աստիճանի հաջորդ ռիսկի համար:

Ամփոփելով հարկ է նշել, որ գործնականում ներդրումային ռիսկերի կառավարման բարձր արդյունավետության ապահովման համար ներդրողներից պահանջվում է ռիսկերի կառավարման մեթոդների և գործիքների համալիր կիրառում: Այդպիսով հնարավոր կլինի նաև ռիսկի և դրա ապահովման համար կատարվող ծախսերի մակարդակների միջև ապահովել առավել օպտիմալ հարաբերակցություն, ինչը, բնականաբար, կապահովի ներդրումների ավելի բարձր արդյունավետություն:

ԳԼՈՒԽ 2 ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՌԻՍԿԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԴՐԱ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

2.1. Ներդրումային ռիսկերի գնահատման հիմնախնդիրները

Ներդրումային ծրագրերի արդյունավետության կարևոր նախապայմաններից է ներդրումային ռիսկերի համակողմանի, օբյեկտիվ և ճշգրիտ գնահատումն ինչպես ծրագրի պլանավորման փուլում, այնպես էլ ներդրումային գործընթացի ողջ ընթացքում: Ներդրումային ծրագրերի իրականացման ժամանակ տնտեսվարողները բախվում են այն իրողության հետ, որ դրամական հոսքերի գնահատումը վերաբերում է ապագա ժամանակաշրջաններին և կրում է կանխատեսվող ու հավանական բնույթ: Ապագա տնտեսական արդյունքների անորոշությունները պայմանավորված են ինչպես տնտեսական (շուկայական իրավիճակ, գնային տատանումներ, սղաճի տեմպեր և այլն), այնպես էլ մի շարք ոչ տնտեսական գործոնների ազդեցություններով (բնակլիմայական պայմաններ, ժողովրդագրական ու քաղաքական գործոններ և այլն), որոնք կախված չեն ներդրողի գործունեությունից և չեն կարող բացարձակ ճշգրտությամբ գնահատվել ու կառավարվել վերջինիս կողմից: Հետևաբար, ներդրողները պետք է լուրջ ջանքեր ներդնեն ներդրումային միջավայրի վերաբերյալ իրենց իրազեկվածության մակարդակի բարձրացման ուղղությամբ՝ փորձելով գնահատել ներդրումային որոշումների ռիսկայնությունը և այն համադրել ակնկալվող դրամական հոսքերի հետ: Այս առումով, ներդրումային որոշումների ընդունման հիմնական չափորոշիչը կարող է ձևակերպվել հետևյալ կերպ. ներդրումային ծրագիրը համարվում է արդյունավետ, եթե դրա եկամտաբերությունը և ռիսկայնությունը հավասարակշռված են ներդրողի համար օպտիմալ և ընդունելի համամասնությամբ և կարող է ձևակերպվել հետևյալ պարզ բանաձևի միջոցով.

ներդրումային ծրագրի արդյունավետություն = {Եկամտաբերություն; Ռիսկ}

Նախևառաջ պետք է նշել, որ ցանկացած ներդրումային որոշման կայացման կարևորագույն նախապայմաններից է կոնկրետ երկրի և տարածաշրջանի ներդրումային գրավչությունը⁴⁹: Յուրաքանչյուր ներդրումային օբյեկտ, գտնվելով

⁴⁹ Drechsler W., Natter M. “Understanding a firm’s openness decisions innovation”, J. of business research, 2012, Vol. 65, iss. 3, P. 438–445.

կոնկրետ տարածաշրջանում գործում է այդտեղ ձևավորված ներդրումային միջավայրի պայմաններում⁵⁰: Ներդրումային ռիսկերի գնահատման համար ներդրողը սեփական փորձը և գիտելիքները պետք է համադրի համապատասխան տարածաշրջանի ներդրումային միջավայրի գնահատականների արդյունքների վրա, որոնք կարող են ստացվել տարբեր մեթոդների կիրառմամբ: Ներկայումս ներդրումային գրավչության վարկանիշները թերևս երկրի կամ տարածաշրջանի ներդրումային գրավչության գնահատման առավել մատչելի և տարածված միջոցն են և պարունակում են բավական մեծ տեղեկատվություն տվյալ տարածաշրջանի տնտեսական վիճակի ու հեռանկարների մասին⁵¹:

Բնականաբար, ներդրումային նախագծի մշակման և իրագործման յուրաքանչյուր փուլին հատուկ են տարբեր ռիսկեր: Այս առումով, որևէ երկրում կամ տարածաշրջանում ներդրումային ռիսկի գնահատումը կարող է իրականացվել հետևյալ բաղադրիչ ռիսկերի համապատասխան ցուցանիշները հաշվի առնելու միջոցով.

1. տնտեսական ռիսկ (տնտեսական անկման աստիճանը, գորագրկության մակարդակը և այլն),
2. սոցիալական ռիսկ (երկրում կամ տարածաշրջանում սոցիալական լարվածության աստիճանը),
3. քաղաքական ռիսկ (ինստիտուցիոնալ բարեփոխումների իրականացման, բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորման իշխանությունների պատրաստակամությունը և այլն),
4. ֆինանսական ռիսկ (ֆինանսական ռեսուրսների մատչելիությունը, պետական և տեղական բյուջեների հաշվեկշռվածությունը, կազմակերպության ֆինանսական ինքնուրույնության աստիճանը և այլն),
5. օրենսդրական ռիսկ (ներդրումների իրականացման իրավական կարգավորումը, սեփականության իրավունքի պաշտպանվածությունը, արտադրության առանձին գործոնների օգտագործման պայմանները և այլն),

⁵⁰ Кобозев О. В. “Анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности регионов, Экономические науки, 2010, № 5(66), С. 149–151

⁵¹ Гранберг А. “Стратегия территориального социально-экономического развития России”, от идеи к реализации, Вопр. Экономики, 2001, № 9, С. 15–37

6. բնապահպանական ռիսկ (շրջակա միջավայրի աղտոտվածության աստիճանը, բնապահպանական միջոցառումների զարգացման ուղղությամբ իրականացվող քայլերը, սահմանված պատժամիջոցները և այլն),
7. կրիմինոգեն ռիսկ (հանցավորության մակարդակը, ստվերային տնտեսության ծավալները, հանցավոր խմբավորումների ներգրավվածությունը օրինական տնտեսական հարաբերություններում և այլն):

Պետք է նշել, որ ներկայումս դեռևս գոյություն չունի ներդրումային ռիսկերի գնահատման միասնական մեթոդաբանություն և համապատասխան գործիքակազմ, որի կիրառմամբ հնարավոր կլինի օբյեկտիվորեն գնահատել տարբեր երկրների ներդրումային միջավայրերը, դրանց վրա ազդող գործոններն ու պոտենցիալ ռիսկերը: Իրականում գոյություն ունեն ներդրումային ռիսկերի գնահատման բազմաթիվ մեթոդներ, որոնցից մեծ մասը հիմնված է ներդրումային միջավայրի վրա տարբեր գործոնների ազդեցության աստիճանի (կշռի) որոշման, ինչպես նաև վերլուծության իրականացման պահի դրությամբ վերջիններիս բնութագրման փորձագիտական գնահատականների վրա, ինչն էապես նվազեցնում է այդ մեթոդներով գնահատման օբյեկտիվությունը:

Գործնականում ներդրումային ռիսկերի գնահատման մեթոդի ընտրությունը կախված է մի շարք նախապայմաններից, մասնավորապես.

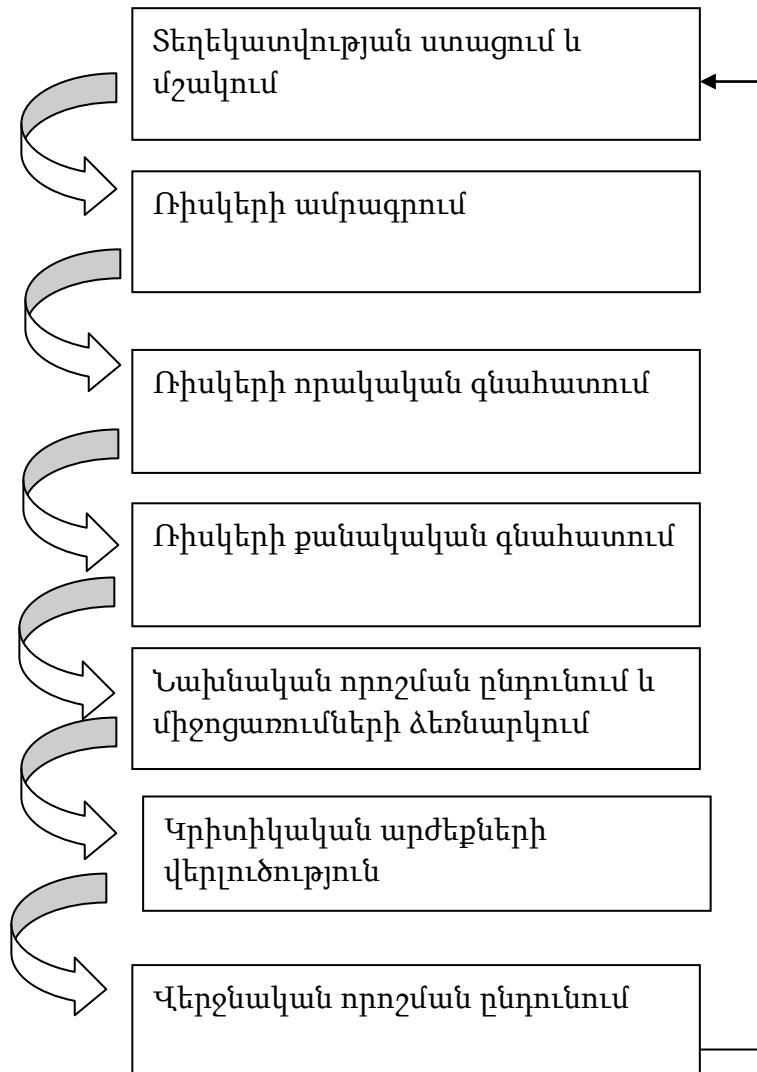
- անհրաժեշտ տեղեկատվության հասանելիությունից,
- ներդրման պայմաններից,
- ներդրումային գործընթացում ռիսկերի գնահատման մեթոդի կիրառման հնարավորություններից,
- ներդրումային ռիսկերի վրա ազդող հնարավոր գործոնների կանխատեսման ոլորտում համապատասխան գիտելիքների ու փորձի առկայությունից,
- բիզնես միջավայրի հնարավոր զարգացումներից⁵²:

Հարկ է նշել նաև, որ ներդրումային ռիսկի գնահատման մեթոդն ուղղակիորեն կապված է ներդրումային ծրագրի ելակետային տեղեկատվական տվյալների

⁵² “Риск-анализ инвестиционного проекта: Учебник для вузов”, Под ред. М.В. Грачёвой, М., ЮНИТИ-ДАНА, 2006, с. 99.

նկարագրության բնույթից: Մասնավորապես, եթե ելակետային տվյալներն ունեն հավանական նկարագրություն, ապա ռիսկերի գնահատման արդյունքները նույնպես կունենան պատահական մեծությունների տեսք՝ բաշխման տարբեր հավանականություններով: Այսպիսով, որքան ավելի քիչ աստիճանով են վիճակագրորեն հիմնավորված վերլուծվող ցուցանիշները, որքան ավելի քիչ տեղեկատվություն է առկա շուկայական իրավիճակի վերաբերյալ և որքան քիչ են գնահատող փորձագետների փորձն ու գիտելիքները, այդքան ավելի ցածր է ներդրումային ռիսկերի վերլուծության մեջ ցանկացած տեսակի հավանականությունների կիրառման հիմնավորվածության աստիճանը:

Ներդրումային ռիսկերի համալիր գնահատման գործընթացը՝ բաղկացած առանձին փուլերից, ներկայացվում է ստորև՝ գծապատկեր 2.1.1-ում.



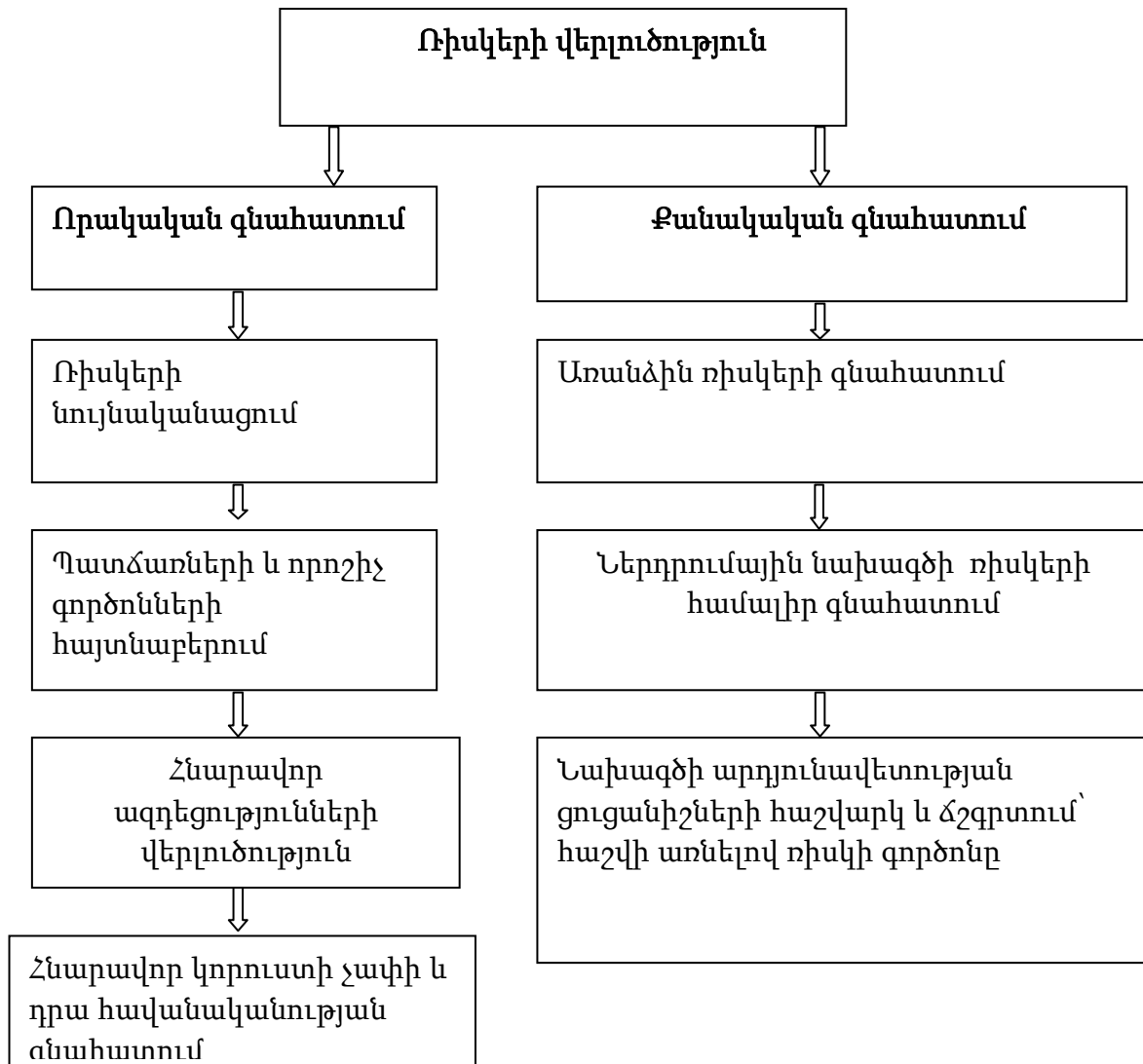
Գծապատկեր 2.1.1

Ներդրումային ռիսկերի համալիր գնահատման գործընթացի նկարագիրը⁵³

Սկզբնական փուլում իրականացվում է անհրաժեշտ տեղեկատվության հավաքագրում և մշակում: Հաջորդ փուլում առանձնացվում են այն ռիսկային գործոնները, որոնց ազդեցությունները ներդրումային գործունեության վրա անհրաժեշտ է նվազեցնել և դրանց հիման վրա գնահատման ենթակա կոնկրետ ռիսկերը: Այնուհետ կատարվում է ռիսկերի գնահատում՝ քանակական և որակական մեթոդների միջոցով, որից հետո ընդունվում է նախնական որոշում, և մշակվում են համապատասխան միջոցառումներ: Այս փուլին հաջորդում է ռիսկերի կրիտիկական արժեքների վերլուծությունը և վերջնական որոշման կայացումը:

⁵³ Կառուցվել է հեղինակի կողմից

Ռիսկերի գնահատման ուղղությամբ կիրառվող մեթոդների համեմատական վերլուծությունը թույլ է տալիս առանձնացնել այդ ոլորտում կիրառվող երկու հիմնական մոտեցումներ՝ որակական և քանակական /գծապատկեր 2.1.2/:



Գծապատկեր 2.1.2

Ռիսկերի որակական և քանակական վերլուծության ընթացակարգի նկարագիրը⁵⁴

Որակական գնահատման մեթոդները սովորաբար կիրառվում են վիճակագրական տվյալների սղության պայմաններում և հիմնականում իրենցից ներկայացնում են հատուկ գործիքների կիրառմամբ հաշվարկվող փորձագիտական

⁵⁴ Կառուցվել է հեղինակի կողմից

գնահատականներ⁵⁵: Ներդրումային ռիսկերի որակական գնահատման առավել տարածված մեթոդներից են.

- ծախսերի նպատակահարմարության վերլուծության մեթոդը,
- նմանօրինակության մեթոդը,
- փորձագիտական գնահատականների մեթոդը⁵⁶:

Ծախսերի նպատակահարմարության վերլուծության մեթոդի շրջանակում դիտարկվում են միջոցների ծախսի վրա ազդող հիմնական գործոնները՝ ներդրումային ծրագրի բյուջեի գերծախսի պատճառները հայտնաբերելու համար: Մասնավորապես, միջոցների գերծախսը կարող է պայմանավորված լինել ներքոհիշյալ գործոններից որևէ մեկով կամ մի քանիսով.

- ներդրումային նախագծի կամ դրա առանձին փուլերի ու բաղադրիչների սկզբնական արժեքների թերագնահատմամբ,
- անկանխատեսելի հանգամանքերով պայմանավորված նախագծի արժեքի փոփոխություններով,
- ակտիվների արտադրողականության ցուցանիշների պլանավորված մակարդակից շեղումներով,
- գնաճի և հարկային օրենսդրության անբարենպաստ փոփոխությունների հետևանքով⁵⁷:

Վերլուծության գործընթացում իրականացվում է վերոհիշյալ գործոնների մանրամասնում և ներդրումային նախագծի արժեքի բարձրացման հնարավոր պատճառների հայտնաբերում՝ ըստ վերջինիս ծախսային առանձին հոդվածների: Փաստացի, այս մեթոդի միջոցով վերլուծվում են ռիսկերը ոչ թե ներդրումային նախագծի մեկնարկային փուլում, այլ դրա իրականացման ընթացքում, ուստի դրա կիրառումը նպատակահարմար է միայն ռիսկերի գնահատման այլ մեթոդների հետ համատեղ:

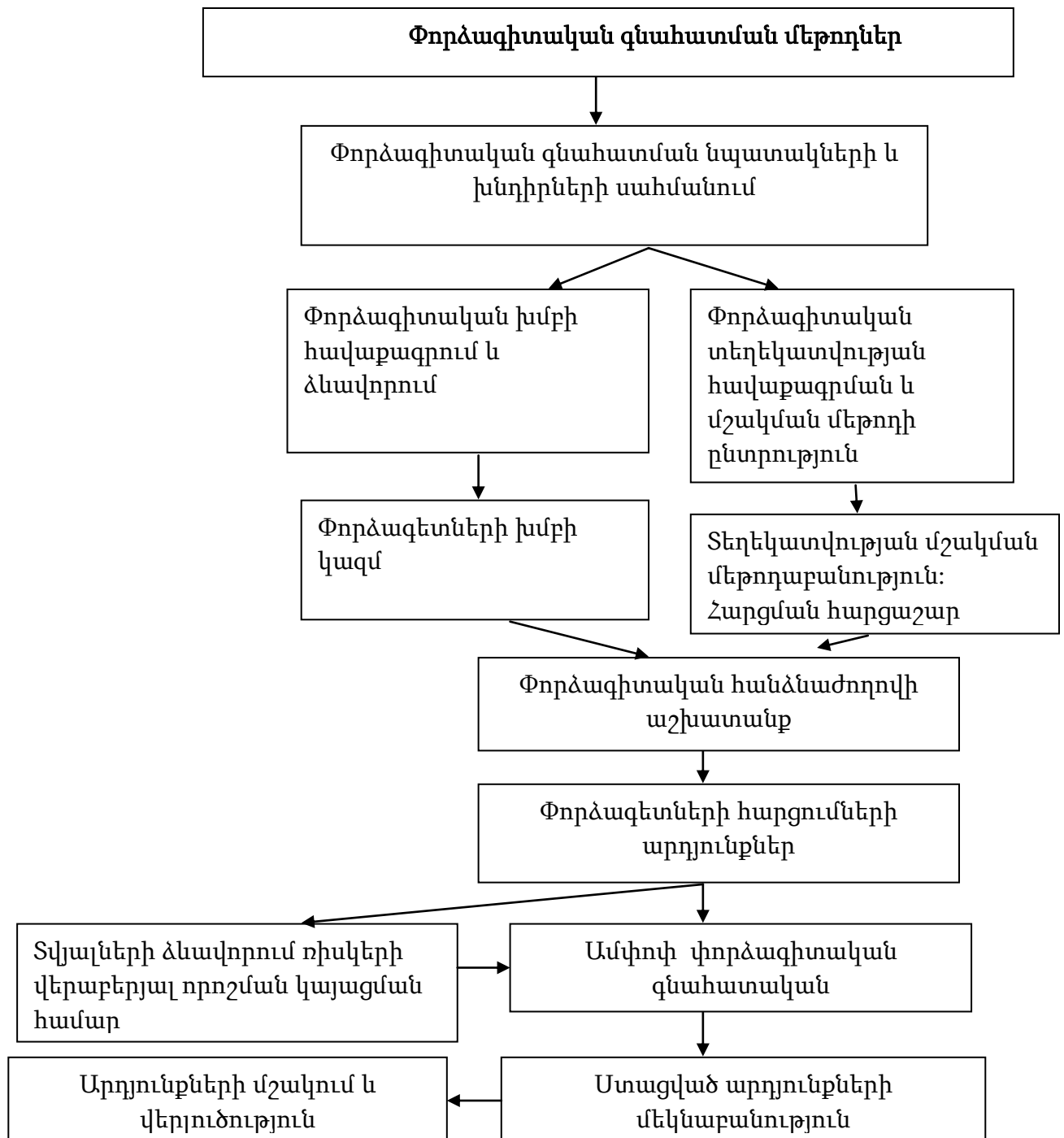
⁵⁵ Кричевский М.Л. “Финансовые риски”, учебное пособие, М.Л. Кричевский, М., КНОРУС, 2012, 248 с.

⁵⁶ Волков И.М. “Проектный анализ”, Продвинутый курс, учебное пособие, М., ИНФРА-М, 2009, 495 стр., с.24

⁵⁷ <http://eclib.net/58/26.html>

Ռիսկերի որակական գնահատման նմանօրինակության մեթոդի շրջանակում իրականացվում է նմանատիպ ներդրումային նախագծերի վերաբերյալ առկա բոլոր տվյալների մանրակրկիտ վերլուծություն, դրանց վրա անբարենպաստ գործոնների ազդեցությունների հետևանքների հետազոտություն՝ նոր նախագծի դեպքում պոտենցիալ ռիսկերը հայտնաբերելու նպատակով: Որպես անհրաժեշտ տեղեկատվության աղբյուրներ՝ կարող են հանդես գալ տարբեր ոլորտների կազմակերպությունների վերաբերյալ հրապարակվող ֆինանսական ցուցանիշները, վարկանիշները, արտադրանքի շուկայական պահանջարկի փոփոխության միտումները, հումքի, էներգակիրների, անշարժ գույքի գների շարժընթացը և այլն: Մեր կարծիքով, տվյալ մեթոդի կիրառման հիմնական թերությունը կայանում է իրավիճակների նմանատիպության չափորոշիչների սահմանման բարդության մեջ, ինչը զգալիորեն դժվարեցնում է նմանօրինակ նախագծի ճիշտ ընտրության գործընթացը:

Ներդրումային ռիսկերի որակական գնահատման հաճախ կիրառվող մեթոդներից են փորձագիտական գնահատման մեթոդները, որոնք հիմնվում են ռիսկերի գնահատման և վերլուծության ոլորտում համապատասխան փորձ ունեցող մասնագետների կողմից տրված եզրակացությունների վրա: Ռիսկերի փորձագիտական գնահատման ընթացակարգը կարող է ներկայացվել հետևյալ տեսքով (գծապատկեր 2.1.3).



Գծապատկեր 2.1.3

Ռիսկերի փորձագիտական գնահատման ընթացակարգի նկարագիրը⁵⁸

Փորձագիտական գնահատման ոլորտում առավել տարածված են Դելֆիի, դասակարգման, զույգային համեմատությունների, բալային գնահատման մեթոդները⁵⁹:

⁵⁸ Atapina N.V. “Comparative analysis of risk assessment techniques and approaches to risk management“, N.V. Atapina, V.N. Kononov, “Young scientists”, Monthly scientific magazine, 2013, №5(52)

⁵⁹ <http://eclib.net/58/26.html>

Դեֆիի մեթոդի շրջանակում իրականացվում են փորձագետների անհատական հարցումներ՝ նախօրոք մշակված հարցաթերթիկների հիման վրա: Հարցման արդյունքների հավաստիությունը կախված է փորձագետների որակավորումից, փորձառությունից, դատողությունների անկախությունից, ինչպես նաև հետազոտության մեթոդի ճիշտ ընտրությունից⁶⁰:

Դասակարգման մեթոդը փորձագիտական գնահատման թերևս ամենատարածված և մատչելի եղանակն է, որը ենթադրում է գնահատվող օբյեկտների դասակարգում՝ ըստ դրանց որոշակի որակական ցուցանիշի՝ աճի կամ նվազման: Վերջինս իր հերթին կարող է իրականացվել է մի շարք եղանակներով՝ հիմնվելով փորձագիտական գնահատականների վրա: Ցուցանիշների դասակարգման արդյունքում՝ փորձագետների եզրակացությունների հիման վրա կազմվում են համապատասխան վարկանիշներ:

Զույգային համեմատությունների մեթոդի դեպքում փորձագետները հաջորդաբար համեմատելով երկուական համեմատելի ներդրումային օբյեկտներ՝ գնահատում են դրանք, այնուհետ բոլոր փորձագետների գնահատականների միջինացման արդյունքում սահմանվում են վերջնական վարկանիշները: Այս մեթոդի հիմնական թերությունն այն է, որ փորձագետները համեմատում են օբյեկտների բազմաթիվ զույգեր, ուստի տվյալ պարագայում գնահատականների միջինացումը շատ դեպքերում կրում է խիստ սուբյեկտիվ բնույթ:

Ներդրումային ռիսկերի բալային գնահատման մեթոդը կայանում է մի շարք փորձագիտական գնահատման ենթակա մասնավոր գործոնների վերլուծության արդյունքում համընդհանուր ցուցանիշի սահմանման մեջ: Այս մեթոդն ունի մի շարք առավելություններ, որոնցից թերևս ամենագլխավորն այն է, որ գնահատվող օբյեկտների թիվը կարող է լինել անսահմանափակ: Պետք է նշել, որ հենց նշված մեթոդն է լայնորեն կիրառվում տարբեր վերլուծական և վարկանշային գործակալությունների կողմից՝ երկրների ու տարածաշրջանների ներդրումային միջավայրի ռիսկերի գնահատման համար:

⁶⁰ <http://eclib.net/58/26.html>

Փորձագիտական գնահատման մեթոդները կիրառման տեսանկյունից բավական պարզ են, ինչում և կայանում է դրանց առավելությունը: Ինչ վերաբերում է այդ մեթոդների թերություններին, ապա դրանցից ամենահիմնականը գնահատականների սուբյեկտիվությունն է, քանի որ վերջիններիս ճշգրտությունը մեծապես կախված է փորձագետների որակավորումից և փորձից, բացի դրանից՝ փորձագիտական գնահատման ժամանակ սովորաբար օբյեկտների համեմատությունն իրականացվում է մի շարք ցուցանիշներով, ուստի տվյալ պարագայում ևս ստացվող արդյունքները բարձր ճշգրտություն կարող են չունենալ:

Ընդհանուր առմամբ, ներդրումային ռիսկերի գնահատման որակական մեթոդները թույլ են տալիս դիտարկել բոլոր հնարավոր ռիսկային իրավիճակները և նկարագրել դիտարկվող ներդրումային ծրագրի իրականացման հետ կապված ռիսկերի բազմազանությունը, սակայն ստացվող գնահատման արդյունքները շատ հաճախ ունենում են ոչ մեծ ճշգրտություն և բավական սուբյեկտիվ են, ուստի ռիսկերի մասին առավել ճշգրիտ պատկերացում կազմելու համար անհրաժեշտ է իրականացնել դրանց քանակական գնահատում:

Ռիսկերի քանակական գնահատումը ներդրումային նախագծի ռիսկային գործոնների ի հայտ գալու և դրանց հետևանքների առաջացման հավանականության որոշումն է⁶¹: Ռիսկերի քանակական գնահատումը հիմնվում է վիճակագրության և հավանականության տեսության մեթոդների կիրառման վրա⁶²: Դրանց կիրառումը հնարավորություն է տալիս ստանալ ներդրումների ռիսկայնության քանակական գնահատական, ինչպես նաև որոշել ներդրման արդյունավետության վրա ռիսկային գործոնների ազդեցության աստիճանը: Ինչ վերաբերում է քանակական մեթոդների թերություններին, ապա դրանցից կարելի է նշել մեծածավալ տեղեկատվության առկայության անհրաժեշտությունը, ուսումնասիրվող պարամետրերի և ամփոփիչ ցուցանիշների բաշխման օրինաչափությունների որոշման հետ կապված բարդությունները, գործոնների առանձնացված դիտարկումն՝ առանց հաշվի առնելու մյուս գործոնների հնարավոր ազդեցությունները և այլն:

⁶¹ Харламенко Е.В. “Количественный анализ рисков инвестиционного проекта, Российское предпринимательство”, 2009, №5(1), с. 58

⁶² Кричевский М.Л. “Финансовые риски: учебное пособие”, М.Л. Кричевский, М., КНОРУС, 2012.–248 с.

Ելնելով մաթեմատիկական հաշվարկների պարզությունից՝ առավել տարածված են ռիսկերի գնահատման վիճակագրական մեթոդները, որոնք հիմնվում են մաթեմատիկական վիճակագրական մեթոդների վրա⁶³: Վիճակագրական մեթոդները կիրառվում են ապագա ժամանակահատվածում ռիսկի արժեքը գնահատելու և դրան ժամանակին արձագանքելու համար՝ կիրառելով կանխարգելիչ և պաշտպանիչ միջոցառումներ: Վիճակագրական մեթոդներից են ռիսկի վիճակագրական բաշխման, ստանդարտ շեղումների, միջին մեծությունների, ցուցիչների, ռեգրեսիոն և կոռելիացիոն վերլուծության մեթոդները: Նշվածներից առավել շատ կիրառելի է ռիսկի ստանդարտ շեղման մեթոդը⁶⁴: Այս մեթոդի կիրառման համար անհրաժեշտ է հավաստի տվյալների բազայի առկայություն, ինչն իր հերթին պահանջում է ռիսկի արժեքների գրանցման և մշտադիտարկման համակարգի առկայություն՝ հիմնված տվյալների վիճակագրական բաշխման և շեղումների համեմատական վերլուծությունների վրա:

Ռիսկերի գնահատման տրամաբանական-հավանական մեթոդներում ռիսկերի մակարդակը կարող է գնահատվել հետևյալ պարզ ալգորիթմի միջոցով.

$$ՌՄ = Ռ < * < Վ, (1)$$

որտեղ ՌՄ-ն՝ համապատասխան ռիսկի մակարդակն է,

Ռ<-ն՝ տվյալ ռիսկի առաջացման հավանականությունն է,

<Վ-ն՝ տվյալ ռիսկի ի հայտ գալու արդյունքում հնարավոր ֆինանսական կորուստների չափն է:

Վերջին ժամանակաշրջանում լայն տարածում են գտել ռիսկերի քանակական գնահատման վերլուծական մեթոդները, հատկապես այնպիսիք, ինչպիսիք հաշվի են առնում հավանականությունների բաշխումը: Վերջիններս, որպես կանոն, կիրառվում են ներդրումային նորարարական նախագծերի ռիսկերի գնահատման համար: Հարկ է նշել, որ այս մեթոդները չեն նախատեսում ապագայում սպասվելիք իրադարձությունների գնահատում, այլ ուշադրությունը բևեռում են կոնկրետ

⁶³ Друкер П.Ф. “Бизнес и инновации”, М., Вильямс, 2009, 432с.

⁶⁴ Guikema, S. D., & Coffelt, J. P. (2008). “A flexible count data regression model for risk analysis. Risk Analysis”, 28, 213–223.

իրավիճակում եկամուտների կամ կորուստների առաջացման հավանականությունների վրա:

Ներդրումային ռիսկերի քանակական գնահատման առավել տարածված վերլուծական մեթոդներն են.

- սցենարների մեթոդը,
- «որոշումների ծառի» կառուցման մեթոդը,
- զեդչադրույքի ճշգրտման մեթոդը,
- հավաստի համարժեքների մեթոդը,
- արդյունավետության չափորոշիչների զգայունության վերլուծության մեթոդը,
- VaR մեթոդը,
- իմիտացիոն մոդելավորման մեթոդը,
- ոչ հստակ բազմությունների մեթոդը:

Սցենարների մեթոդի կիրառման դեպքում տրամաբանական սցենարների կազմման միջոցով գնահատվում են շուկայի հնարավոր զարգացումները և ըստ այդմ՝ ներդրումների արդյունավետությունը՝ նախանշված յուրաքանչյուր սցենարի համար: Եթե համապատասխան սցենարներին տրվեն որոշակի հավանականություններ, ապա կարելի է կառուցել ռիսկի հավանական պատկերը՝ գնահատելով դրա ստանդարտ շեղումը և բաշխման անհամաչափությունը: Այլ կերպ ասած՝ տվյալ մեթոդի նպատակը վատատեսական, լավատեսական, ինչպես նաև առավել իրատեսական սցենարների կառուցումն է, ինչը թույլ է տալիս գնահատել ներդրումային նախագծի արդյունքների ցրվածության աստիճանը և հավանական շահութաբերությունը (վնասաբերությունը)՝ տնտեսական իրավիճակի վատթարացման պայմաններում: Սցենարների մեթոդի հիմնական առավելությունը լուծվող հիմնախնդրի համալիր վերլուծությունն է՝ ընկալման համար առավել մատչելի ձևով: Այս մեթոդի թերություններից կարելի է նշել առաջադրվող հարցերի ոչ հստակությունն ու ոչ միանշանակությունը, ինչպես նաև ընդունվող որոշումների ոչ բավարար հիմնավորվածությունը:

«Որոշումների ծառի» կառուցման մեթոդը որոշակի նմանություններ ունի սցենարների մեթոդին, սակայն, ի տարբերություն վերջինիս, այն մեթոդի առավելությունն այն է, որ նախատեսում է կազմակերպության կողմից որոշումների

ընդունման հնարավորություն, որը կարող է փոխել նախագծի իրականացման ընթացքը և ունի արդյունքների ներկայացման յուրահատուկ ձև՝ «որոշումների ծառի» տեսքով⁶⁵: «Որոշումների ծառի» մեթոդը կարող է կիրառվել ինչպես բարձր ռիսկային իրավիճակներում, այնպես էլ բարձր իրազեկվածության և որոշակիության պայմաններում: Տվյալ դեպքում հաշվարկվում է արդյունավետության գնահատման համար ընտրված չափորոշիչի արժեքը յուրաքանչյուր տարբերակի մասով, իսկ ռիսկերի վերլուծության դեպքում, նաև գնահատվում է դրանց յուրաքանչյուրի հավանականությունը⁶⁶: Կարելի է ասել, որ տվյալ մեթոդի և ստենարների մեթոդի թերությունը նույնն է:

Ջեդչադրույքի ճշգրտման մեթոդը տարբերվում է դրամական հոսքերի զեդչման ավանդական մոդելներից՝ ռիսկային գործոնների ազդեցությունը հաշվի առնելու հանգամանքով: Տվյալ մեթոդում անորոշությունների և ռիսկերի տարբեր տեսակները որոշակիացվում են ռիսկի պարզապահարի սահմանման միջոցով: Վերջինս ներառվում է զեդչադրույքի մեջ, որի մեծությունը հաշվարկվում է փորձագիտական եղանակով և կախված է ներդրումային օբյեկտի ուսումնասիրվածության աստիճանից, շուկայական իրավիճակի կայունությունից և այլ գործոններից: Ներկայումս գոյություն ունեն զեդչադրույքի հաշվարկման մի շարք մոտեցումներ, որոնցից առավել կիրառելի են ակտիվների եկամտաբերության գնահատման մոդելը (capital asset pricing model - CAPM) և կապիտալի միջին կշռված արժեքի վրա հիմնված մոդելը (weighted average cost of capital - WACC): Բետա գործակիցների արժեքը հաշվարկվում է վիճակագրական տվյալների հետադարձ վերլուծությունների հիման վրա, իսկ ռիսկի պարզապահարը սահմանվում է որպես տարեկան միջին հավելյալ եկամուտը (երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը գերազանցող եկամուտի գումարը) 5-10 տարի տևողությամբ դիտարկվող ժամանակահատվածում և կազմում է շուրջ 6-7% (ԱՄՆ, Կանադա, Ճապոնիա) և 3-5% (Արևմտյան Եվրոպայի երկրներ)⁶⁷: Նշված

⁶⁵ Kahraman, Ruan, Tolga, “Capital budgeting techniques using discounted fuzzy versus probabilistic cash flows”, Information Sciences 142 (1), P. 57-76.

⁶⁶ Кузнецов Б.Т. “Инвестиции”, М., Юнити, 2009, с. 9

⁶⁷ Таскаева, Н.Н. Т23 “Инвестиционный анализ”, Электронный ресурс, курс лекций, Н.Н. Таскаева, Т.Н. Кисель, М-во образования и науки Рос. Федерации, Нац. исследоват. Моск. гос. строит. ун-т, 2016

մեթոդի հիմնական թերությունն այն է, որ զեղչադրույքի հաշվարկը ոչ միշտ է լինում օբյեկտիվ, քանի որ հաշվարկվում է փորձագիտական գնահատմամբ:

Ի տարբերություն վերոհիշյալ մեթոդի՝ հավաստի համարժեքների կամ հավաստիության գործակիցների մեթոդի դեպքում ճշգրտվում է ոչ թե զեղչման դրույքը, այլ դրամական հոսքերի սպասվող մեծությունը՝ հատուկ նվազեցնող գործակիցների ներմուծման շնորհիվ յուրաքանչյուր պլանային ժամանակահատվածի համար: Այսպիսով, նշված մեթոդով կատարվում է սպասվելիք դրամական հոսքերի ճշգրտում այն դրամական հոսքերի հաշվառմամբ, որոնց ստացումը կասկած չի հարուցում: Որպես այս մեթոդի առավելություն՝ պետք է նշել, որ դրանում ավելի մանրակրկիտ կերպով են վերլուծվում ռիսկերը, քան զեղչադրույքի ճշգրտման մեթոդի դեպքում: Այս մեթոդի հիմնական թերությունը, մեր կարծիքով, կապված է ներդրումային նախագծի իրագործման տարբեր փուլերում հավաստիության գործակիցների հաշվարկման դժվարությունների հետ: Արդյունավետության չափորոշիչների զգայունության վերլուծության մեթոդը նախատեսում է կանխատեսումային գնահատման ընթացակարգի կիրառում և թույլ է տալիս թեև որոշակի սուբյեկտիվությամբ, սակայն միևնույն ժամանակ քանակապես գնահատել ներդրումային նախագծի վրա դրա հիմնական փոփոխականների փոփոխությունների ազդեցությունները: Այն հնարավորություն է տալիս գնահատել միաժամանակ մի քանի մուտքային պարամետրերի ինչպես դրական, այնպես էլ բացասական փոփոխությունների ազդեցությունը ներդրումների արժեքի վրա: Վերլուծության ժամանակ բոլոր մուտքային պարամետրերը սահմանվում են վերջիններիս սպասվելիք արժեքներով, և սահմանվում է արդյունավետության գնահատման գլխավոր ցուցանիշը, որի դերում շատ հաճախ ընդունվում է զուտ բերված արժեքը (NPV): Այնուհետև հաջորդականորեն փոփոխվում են փոփոխականների արժեքները որոշակի տոկոսային հարաբերությամբ, և վերահաշվարկվում է զուտ ներկա արժեքի ցուցանիշը, իսկ այնուհետ հաշվարկվում է զուտ ներկա արժեքի տոկոսային փոփոխությունը դրա սկզնական արժեքի համեմատ՝ բոլոր մուտքային փոփոխականների մասով: Զգայունության ցուցանիշը, որն անվանվում է նաև զգայունության գործակից, հաշվարկվում է որպես զուտ ներկա արժեքի տոկոսային փոփոխություն՝ մուտքային

փոփոխականի մեկ տոկոսի փոփոխության դեպքում: Այս մեթոդի կիրառման արդյունքում հնարավոր է լինում դասակարգել փոփոխականներն՝ ըստ իրենց զգայունության աստիճանի՝ առավել զգայուններից մինչև աննշան զգայունները: Վերջինիս հիման վրա կառուցվում է զգայունության մատրիցը, որը թույլ է տալիս առանձնացնել ներդրումների համար առավել ռիսկային և ամենացածր ռիսկային փոփոխականներն ու դրանց հնարավոր փոփոխությունները: Պետք է նշել, որ այս մեթոդը ևս ունի թերություններ՝ կապված այն բանի հետ, որ մի գործոնի փոփոխությունը դիտարկվում է այլ գործոններից մեկուսացված կերպով, այն պարագայում, երբ գործնականում տնտեսական բոլոր գործոնները որոշակիորեն միմյանց փոխկապակցված են: Այդ իսկ պատճառով ռիսկերի վերլուծության ժամանակ հիմնվել միայն տվյալ մեթոդի վրա, այդքան էլ նպատակահարմար չէ:

VaR (Value-At-Risk) մեթոդը լայն տարածում է գտել տարբեր ֆինանսական ռիսկերի, այդ թվում՝ ներդրումային ռիսկերի գնահատման ժամանակ: Այս մեթոդը կիրառելիս՝ ենթադրվում է, որ կոնկրետ ժամանակահատվածում տրված հավանականությամբ կարելի է վստահորեն դիտարկել հավանական կորուստները, որոնք չեն գերազանցի տրված մեծությունը: VaR-ը բնութագրվում է երեք պարամետրերով.

- ժամանակային հորիզոն, որը կախված է դիտարկվող իրավիճակից: Բազելյան չափանիշներով դա կազմում է 10 օր, իսկ «Risk Metrics» մեթոդի դեպքում՝ 1 օր: Առավել հաճախ կիրառվում է վերջինը, իսկ տասնօրյա միջակայքը հիմնականում կիրառվում է հնարավոր կորուստները ծածկելու համար անհրաժեշտ կապիտալի մեծությունը հաշվարկելու դեպքում,
- վստահելիության մակարդակ կամ թույլատրվող ռիսկի մակարդակ: Բազելյան չափորոշիչներով այս մեծությունը կազմում է 99%, իսկ «Risk Metrics» համակարգում՝ 95%,
- բազային արժույթ, որով չափվելու են համապատասխան ցուցանիշները:

Այսպիսով VaR-ը կորուստների մեծությունն է, որը վստահելի մակարդակին հավասար հավանականությամբ (օրինակ, 99%) չի գերազանցվի: Հետևաբար, մնացած 1% դեպքերում կորուստի մեծությունը կլինի ավելի մեծ, քան VaR-ի արժեքը: Այս մեթոդը

առավել լայն կիրառություն ունի շուկայական ռիսկերի պայմաններում տարբեր ֆինանսական ֆոնդերի ծավալների հաշվարկման համար⁶⁸: VaR մեթոդի առավելությունն այն է, որ վերջինս բավական պարզ է, ունի վերսալ և թույլ է տալիս գնահատել ցանկացած ակտիվների կամ դրանց պորտֆելի ռիսկայնությունը: Այս մեթոդի թերությունն այն է, որ պահանջում է բավական մեծ ջանքերի գործադրում՝ անհրաժեշտ վիճակագրական տվյալների հավաքագրման համար:

Իմիտացիոն մոդելավորման մեթոդն իրենից ներկայացնում է թվային փորձերի շարք, որով նախատեսվում է ստանալ տարբեր գործոնների ազդեցության աստիճանի էմպիրիկ գնահատականներ: Ֆինանսական վերլուծության ժամանակ հաճախ կիրառվում են պատահական մեծություններ պարունակող մոդելներ, որոնք չեն որոշակիացվում կազմակերպության կառավարման անձնակազմի կողմից: Նմանատիպ ստոխաստիկ իմիտացիան ստացել է «Մոնտե Կառլոյի մեթոդ» անվանումը: Ընդհանուր առմամբ, իմիտացիոն մոդելավորման մեթոդի կիրառումը կարելի է տարանջատել հետևյալ փուլերի.

1. մուտքային և ելքային ցուցանիշների միջև փոխկապվածության սահմանում՝ մաթեմատիկական հավասարության կամ անհավասարության տեսքով,
2. մոդելի առանցքային պարամետրերի համար հավանականությունների բաշխման օրինաչափության սահմանում,
3. մոդելի առանցքային պարամետրերի արժեքների համակարգչային իմիտացիայի կիրառում,
4. մուտքային և ելքային ցուցանիշների բաշխման հիմնական առանձնահատկությունների սահմանում,
5. ստացված արդյունքների վերլուծություն և որոշման կայացում:

Իմիտացիոն մոդելավորման արդյունքները կարող են լրացվել վիճակագրական վերլուծությամբ, ինչպես նաև կանխատեսվող սցենարների կառուցմամբ: Նշված մեթոդը գործնականում լայն հնարավորություններ է ընձեռում ներդրումային նախագծերի ռիսկերը գնահատելու ոլորտում: Նշված մեթոդի հիմնական

⁶⁸ Rachev, S. T., Stoyanov, S. V., & Fabozzi, F. J. (2008). "Advanced stochastic models, risk assessment, and portfolio optimization: The ideal risk, uncertainty, and performance measures", Chichester, England, John Wiley & Sons, p. 203

առավելությունն այն է, որ վերջինս, այլ մեթոդների համեմատ, ավելի ճկուն է և թույլ է տալիս ռիսկային իրավիճակն ավելի համարժեքորեն նկարագրել: Սակայն, միաժամանակ պետք է նշել, որ այն ունի նաև որոշակի թերություններ: Մասնավորապես, իմիտացիոն մոդելավորման արդյունքում ստացված որոշումը միշտ կրում է մասնակի բնույթ, բացի դրանից՝ համապատասխան մոդելի ստեղծումը, փորձարկումը, ինչպես նաև արդյունքների մշակումը բավական աշխատատար գործընթացներն են:

Հետազոտողների կողմից հավանականությունների տեսության սահմանափակվածության ընկալումը հանգեցրեց ոչ հստակ բազմությունների մեթոդի մշակմանը և դրա կիրառմանը ներդրումային ծրագրերի ֆինանսական պարամետրերի գնահատման ոլորտում: Ոչ հստակ բազմությունների մեթոդը համարվում է նորարարական և ունի մի շարք առավելություններ՝ ռիսկերի գնահատման դասական մոտեցումների համեմատ: Ոչ հստակ բազմությունների մեթոդն, ի տարբերություն ռիսկերի գնահատման ավանդական մեթոդների, թույլ է տալիս առավել ընդգրկուն կերպով կիրառել ապագա դրամական հոսքերի և տոկոսադրույքների վերաբերյալ տեղեկատվությունը՝ հաշվի առնելով դրա անորոշությունը: Օպտիմալացման խնդիրը տվյալ դեպքում ձևակերպվում է որպես փոխզիջում՝ ներդրումների եկամտաբերության և ռիսկերի միջև: Այս մեթոդի հիմնական առավելությունն այն է, որ թույլ է տալիս կտրուկ նվազեցնել իրականացվող հաշվարկների ծավալը: Ինչ վերաբերում է թերություններին, ապա դրանք հիմնականում կապված են ոչ հստակ համակարգերի նախագծման և հաշվարկման ստանդարտ մեթոդաբանության բացակայության, գոյություն ունեցող մեթոդների միջոցով ոչ հստակ համակարգերի մաթեմատիկական վերլուծության անհնարինության, ինչպես նաև մուտքային պարամետրերի ավելացման անհրաժեշտության հետ, որոնք բարդացնում են իրականացվող հաշվարկները:

Այսպիսով, ներդրումային ռիսկերի գնահատման ոլորտում գոյություն ունեն բազմաթիվ մեթոդներ, որոնք թույլ են տալիս տարբեր ճշգրտությամբ որակապես և քանակապես գնահատել ներդրումային գործունեության ժամանակ առաջացող ռիսկերը: Կոնկրետ իրավիճակներում այդ մեթոդների ընտրությունը կախված է ներդրման պայմաններից, գործարար միջավայրի զարգացման միտումներից,

տեղեկատվության որոշակիության աստիճանից, ինչպես նաև ներդրողների գիտելիքներից ու փորձառությունից:

2.2. Ներդրումային ռիսկերի ֆինանսավորման աղբյուրները

Շուկայական տնտեսական հարաբերությունների պայմաններում ներդրումային ռեսուրսների ձևավորման աղբյուրները բազմազան և բազմաբնույթ են, ինչով պայմանավորված անհրաժեշտություն է առաջանում ուսումնասիրել վերջիններիս բովանդակությունը և հստակ կերպով դասակարգել դրանք⁶⁹: Նշվածն առավել կարևորվում է ներդրումային քաղաքականության իրականացման ոլորտում՝ գիտականորեն հիմնավորված կերպով ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրները դասակարգելու և տնտեսության մեջ առավել օպտիմալ կերպով դրանց կիրառելու ուղղությամբ: Առհասարակ, ֆինանսավորման աղբյուրների ճիշտ ընտրությունից են կախված ոչ միայն ներդրումային գործունեության կենսունակությունը, այլև վերջնական եկամուտների բաշխումը, ներդրված կապիտալի օգտագործման արդյունավետությունը, ներդրումների իրականացնող սուբյեկտի ֆինանսական կայունությունը:

Ավելին, ներդրումային աղբյուրների առաջնահերթության խնդրի լուծումից է կախված տնտեսության ինքնուրույնության և արդյունավետ զարգացման համար առավել բարենպաստ պայմանների ապահովումը՝ երկրի տնտեսական անվտանգության համատեքստում: Հետևաբար, ներդրումների տնտեսական արդյունավետությունը և անվտանգությունը այն կարևոր ուղենիշներն են, որոնք անհրաժեշտ են պետական մարմիններին ներդրումային աղբյուրների առաջնահերթության վերաբերյալ որոշումներ կայացնելու համար:

Ներդրումային ֆինանսավորման աղբյուրներ են այն դրամական միջոցները, որոնք կարող են օգտագործվել տնտեսության տարբեր ոլորտներում՝ որպես ներդրումային ռեսուրսներ: Տնտեսագիտական գրականությունում ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրների վերլուծության ժամանակ սովորաբար առանձնացվում են ներդրումների ներքին և արտաքին աղբյուրները: Ընդ որում, ներդրումների ներքին աղբյուրները, որպես կանոն, ներառում են ազգային աղբյուրները, այդ թվում

⁶⁹ Зверев В.А. “Методы государственного регулирования инвестиционной деятельности”, Справочник экономиста, №6, 2006 г.

ձեռնարկությունների սեփական միջոցները, ֆինանսական շուկայի ռեսուրսները, ազգաբնակչության խնայողությունները, պետական բյուջետային ներդրումները, իսկ արտաքին աղբյուրներին՝ օտարերկրյա ներդրումները, միջազգային վարկերը և փոխառությունները: Հարկ է նշել, որ հիշյալ դասակարգումն արտացոլում է ներդրումների ներքին և արտաքին աղբյուրների կառուցվածքը՝ ելնելով տնտեսության մակրոմակարդակում դրանց ձևավորման և օգտագործման տեսանկյունից: Միևնույն ժամանակ, պետք է նշել, որ միկրոմակարդակում ներդրումների դասակարգումը միանգամայն այլ է, քանի որ, առանձին կազմակերպության տեսանկյունից, պետական ֆինանսական ներդրումները, ներդրումային հիմնադրամների և այլ ինստիտուցիոնալ ներդրողների միջոցները կդասվեն ոչ թե ներքին, այլ արտաքին ներդրումների շարքին: Միկրոմակարդակում բացի ներքին և արտաքին ներդրումներից՝ կիրառելի է նաև համատեղ ներդրումների հասկացությունը, երբ ներդրումները ֆինանսավորվում են ինչպես կազմակերպության ներքին ռեսուրսների, այնպես էլ արտաքին՝ պետական կամ օտարերկրյա ներդրումային ռեսուրսների հաշվին:

Ներդրումային ֆինանսավորման աղբյուրների կազմը և կառուցվածքը նախևառաջ պայմանավորված է լինում տվյալ պետության մեջ ձևավորված տնտեսական կացութաձևից և տնտեսության կառավարման մեխանիզմների առանձնահատկություններից: Հայաստանի Հանրապետությունը որդեգրել է ազատ շուկայական տնտեսության կացութաձևը, ինչից էլ բխում է, որ տնտեսական բոլոր ոլորտներում, այդ թվում՝ ներդրումների իրականացման ոլորտում, հավասարապես գործում են ինչպես մասնավոր, այնպես էլ պետական ֆինանսական ռեսուրսները:

Դիտարկելով ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրները մակրոմակարդակում՝ երկրի տնտեսության ներսում իրականացվող ներդրումները կազմում են երկրի ներքին համախառն ներդրումները, որոնք դասակարգվում են հետևյալ տեսակների՝

- ազգային՝ երկրի ռեզիդենտների կողմից իրականացվող ներդրումներ,
- օտարերկրյա՝ ոչ ռեզիդենտների կողմից իրականացվող ներդրումներ:

Ազգային ներդրումներն իրենց հերթին դասակարգվում են պետական և մասնավոր ներդրումների: Պետության կողմից կատարվող ներդրումներն այն

պարտադիր միջոցառումներն են, որոնք ուղղված են պետության բնականոն գործունեության և արդյունքում քաղաքացիների բարեկեցության և անվտանգության ապահովմանը: Պետական ներդրումները հիմնականում նպատակաուղղվում են համապետական ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորմանը, որոնք վերաբերում են ռազմավարական նշանակության և սոցիալական ոլորտի կարևորագույն օբյեկտների գործարկմանը: Դրանք կարող են լինել արտադրական ենթակառուցվածքի օբյեկտներ (էներգետիկայի, տրանսպորտի, կապի), ճանապարհներ, ջրաշինարարական աշխատանքներ, սոցիալական ենթակառուցվածքի օբյեկտներ՝ կրթական, առողջապահական, մշակութային տարբեր համալիրներ, քաղաքաշինական բնույթի ծրագրեր և այլն: Բացի դրանից՝ իր ֆինանսական հնարավորություններով պետությունը, սովորաբար, իրագործում է ձեռնարկատիրության աջակցության զանազան ծրագրեր՝ նպատակ ունենալով նպաստել տնտեսության զարգացմանը, աշխատատեղերի ստեղծմանը, գիտահետազոտական կարևորագույն հիմնախնդիրների լուծմանը: Մասնավորապես, ԱՄՆ-ում կիրառվում են պետական ֆինանսավորման ծրագրերի 6 տեսակներ՝ ուղղակի վարկեր, երաշխավորված (ապահովագրական) վարկեր, առանձին նախագծերի համար շնորհներ, ապահովագրում, ուղղակի լրավճարներ, բաժնեմասային մասնակցություն: Պետական արդյունավետ ներդրումային քաղաքականությունը դրսևորվում է պետության վարած հարկաբյուջետային, ֆինանսավարկային, օրենսդրական դաշտի կատարելագործման, պետական կապիտալ ներդրումների ոլորտների ողջամիտ գործողություններով⁷⁰:

Թեև պետական ներդրումները կարևոր դերակատարում ունեն տնտեսության մեջ, սակայն շուկայական տնտեսվարման համակարգում տնտեսական կայուն զարգացման գործում առանցքային դերակատարում ունեն մասնավոր ներդրումները: Միաժամանակ պետք է փաստել, որ վերջիններս որոշակիորեն ածանցվում են պետական ներդրումներից, քանի որ պետության վարած արդյունավետ տնտեսական քաղաքականության, այդ թվում՝ տնտեսական ենթակառուցվածքներում լայնամասշտաբ պետական ներդրումների արդյունքում խթանվում է մասնավոր ներդրողների կողմից ակտիվ ներդրումային գործունեությունը:

⁷⁰ Յու.Սուվարյանի խմբագր., «Մենեջմենթ», «Տնտեսագետ», Երևան 2002, էջ 429

Մասնավոր ներդրումներն իրականացվում են երկրի ռեզիդենտ կազմակերպությունների և անհատների կողմից, և դրանց հիմնական աղբյուրներ են.

- **Ազգաբնակչության խնայողությունները:** Զարգացած ֆինանսական շուկա ունեցող երկրներում ազգաբնակչության խնայողությունները կարևոր դերակատարում ունեն ներդրումային գործընթացում: Դրանք ինչպես ինքնուրույնաբար, այնպես էլ տարբեր ինստիտուցիոնալ ներդրումային կառույցների միջոցով ներդրվում են տնտեսության տարբեր ոլորտներում՝ ապահովելով ազգաբնակչությանը հավելյալ եկամուտներով: Բնականաբար, միայն բարձր եկամուտների պարագայում է հնարավոր ապահովել խնայողությունների բարձր մակարդակ, իսկ այդ խնայողությունները ներդրումների վերածելու համար՝ զարգացած ֆինանսական ենթակառուցվածքներ: Հայաստանում ազգաբնակչության խնայողություններն հիմնականում ներդրվում են բանկերում ժամկետային ավանդների տեսքով:
- **Ֆինանսական միջնորդ հանդիսացող կազմակերպությունների կուտակային ֆինանսական միջոցները:** Ներդրումային հիմնադրամների, ոչ պետական կենսաթոշակային հիմնադրամների, ապահովագրական ընկերությունների կողմից համախմբված ֆինանսական միջոցները զարգացած ֆինանսական շուկայի պայմաններում տնտեսության մեջ իրականացվող ներդրումների կարևոր աղբյուր են: Նշված կազմակերպությունների միջոցով իրականացվող ներդրումները թույլ են տալիս ներդրողներին արդյունավետ կերպով կառավարել ռիսկերը ներդրումային պորտֆելի ձևավորման հիման վրա, որն իրենից ներկայացնում է տարբեր կազմակերպությունների ֆինանսական ակտիվներում ներդրված կապիտալ⁷¹: Պետք է փաստել, որ Հայաստանում ինստիտուցիոնալ ներդրողները բավական սակավաթիվ են և չեն իրականացնում ակտիվ ներդրումային գործունեություն, ինչը նաև պայմանավորված է արժեթղթերի շուկայի թերզարգացմամբ, ինչպես նաև ազգաբնակչության մոտ նմանատիպ ներդրումային կուլտուրայի պակասով:
- **Առևտրային և ոչ առևտրային կազմակերպությունների շահույթը:** Կազմակերպությունների կողմից հիմնականում որպես ներդրման աղբյուր

⁷¹ Рожков Ю. В., Степанова В. С., Сарварова Е. П. “Инвестиции”, учеб. пособие, Хабаровск, ХГАЭП, 2007, с.26

օգտագործում են տնտեսական գործունեության արդյունքում ստացված զուտ շահույթը: Վերջինս ամբողջությամբ կամ մասամբ կարող է ուղղվել բիզնեսի ընդլայնման, արտադրության զարգացման և նոր տեխնոլոգիաների ներդրման համար:

- **Ամորտիզացիոն մասհանումները:** Կազմակերպությունների սեփական միջոցների կազմում կարևոր դերակատարում ունեն ամորտիզացիոն մասհանումները, որոնք միտված են վերականգնել արտադրության միջոցները, որոնք օգտագործվում են ապրանքների արտադրության գործընթացում և շահագործման ընթացքում ենթարկվում են ֆիզիկական և բարոյական մաշվածքի: Կախված կիրառվող ամորտիզացիոն քաղաքականությունից՝ ամորտիզացիոն մասհանումների չափը կարող է փոփոխվել, և ըստ այդմ կփոփոխվեն նաև հիմնական միջոցներում կատարվող ներդրումների ծավալները:
- **Վարկային միջոցները:** Բանկային վարկավորումը ներդրումների հիմնական աղբյուրներից մեկն է: Պետք է նշել, որ առանձնահատուկ դերակատարում ունեն հատկապես երկարաժամկետ վարկերը, քանի որ այս դեպքում վարկառուի վրա վարկային բեռը ցածր է, ինչը ձեռնարկությանը հնարավորություն է ընձեռնում բիզնեսը զարգացնելու: Այնուամենայնիվ, բանկային վարկավորման դերը որպես ներդրման աղբյուր կախված է ինչպես դրանց մատչելիությունից, այնպես էլ բանկային համակարգի զարգացումից և երկրում տնտեսական կայունությունից: Ակնհայտ է, որ երկրում տնտեսական անկայունությունը բանկերին ստիպում է ձեռնպահ մնալ երկարաժամկետ վարկեր տրամադրելուց և ներդրումային ծրագրեր ֆինանսավորելուց⁷²: Հայաստանում գործող օրենսդրության համաձայն երկարաժամկետ բանկային վարկ կարող է տրամադրվել հետևյալ ներդրումների համար.

1. արտադրական և ոչ արտադրական օբյեկտների կառուցում, վերակառուցում և տեխնիկական վերազինում,
2. շարժական և անշարժ գույքի, մեքենաների,

⁷² Богатин Ю.В., Швандар В.А. “Инвестиционный анализ”, учеб. пособие для вузов, М., ЮНИТИ-ДАНА, 2007, с. 140

սարքավորումների, տրանսպորտային միջոցների, շենքերի, կառույցների ձեռք բերում,

3. համատեղ կազմակերպությունների ստեղծում,

4. գիտատեխնիկական արդյունքների և սեփականության այլ օբյեկտների ստեղծում:

- **Լիզինգը:** Լիզինգը համարվում է երկարաժամկետ ներդրման աղբյուրներից մեկը, որը լայն տարածում ունի արտասահմանյան բազմաթիվ երկրներում և ներկայումս, թեև ոչ մեծ ծավալներով, կիրառվում նաև Հայաստանում: Լիզինգը երկարաժամկետ վարձակալության տեսակ է, որի առարկա են ձեռնարկատիրական գործունեության մեջ օգտագործվող ցանկացած չսպառվող գույք, սարքավորում, մեքենա և այլն: Լիզինգային գործառության սուբյեկտներն են վարձատուն, վարձակալը, ինչպես նաև լիզինգային գույքը վաճառողները: Ի տարբերություն ավանդական վարձակալության՝ լիզինգի դեպքում վարձակալված գույքի կորուստի կամ այլ ռիսկերի դեպքում վնասը անցնում է վարձակալին՝ գույքը նրան անցնելու պահից սկսած: Լիզինգի առավելությունն այն է, որ դրա միջոցով ապահովվում է անհրաժեշտ հիմնական միջոցը՝ առանց սկզբնական խոշոր կապիտալ ներդրումներ կատարելու: Հայաստանում լիզինգային գործառնությունները որպես ներդրում լայն կիրառություն չունեն, ինչը կապված է վերջիններիս հետ կապված բարձր ֆինանսական ծախսերով:
- **Արժեթղթերի թողարկումը:** Ինչ վերաբերում է սեփական արժեթղթերի թողարկման միջոցով ներդրումների ֆինանսավորմանը, ապա պետք է նշել, որ թեև Հայաստանում այս գործընթացը լայն տարածում չունի, սակայն զարգացած և մի շարք զարգացող երկրներում այն ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորման հիմնական և արդյունավետ աղբյուրներից մեկն է: Այս դեպքում որպես արժեթղթերի գնորդներ կարող են հանդես գալ ցանկացած ֆիզիկական և իրավաբանական անձինք, որոնք էլ տվյալ պարագայում հենց հանդես են գալիս որպես ներդրողներ: Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրումների ներգրավման համար թողարկվում են բաժնետոմսեր և պարտատոմսեր: ՀՀ օրենսդրության համաձայն՝ բաժնետոմսերը կարող են թողարկել միայն

բաժնետիրական ընկերությունները՝ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված կարգով⁷³: Ինչ վերաբերում է կորպորատիվ պարտատոմսերին, ապա դրանք կարող են թողարկվել ինչպես բաժնետիրական, այնպես էլ այլ կազմակերպարավական ձևերով կազմակերպությունների կողմից:

Արժեթղթերի տեղաբաշխումը կատարվում է երկու եղանակով.

1. բաց տեղաբաշխման միջոցով՝ անվանական արժեքով բաժանորդագրվելու կամ աճուրդի ձևով վաճառելու միջոցով,
 2. փակ տեղաբաշխման միջոցով, այսինքն՝ անվանական արժեքով արժեթղթերը վաճառելու՝ նախապես հայտնի ներդրողների անվանացանկին համապատասխան:
- **Վենչուրային կապիտալը:** Ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրներից մեկն էլ վենչուրային կամ ռիսկային կապիտալն է: Դրանց միջոցով ֆինանսավորվում են բարձր ռիսկային նախագծերը, սովորաբար՝ գիտակոնստրուկտորական մշակումները, նոր արտադրատեսակների յուրացումը և արտադրությունը, այն արտադրությունները, որոնք ունեն բարձր եկամտաբերություն: Նմանատիպ ներդրումներ կատարում են տարբեր տեսակի ընկերությունները՝ բաժնետիրական, սահմանափակ պատասխանատվությամբ, ներդրումային հիմնադրամները և այլն: Թեև աշխարհի բազմաթիվ երկրներում վենչուրային կապիտալը ներդրումների տարածված ձև է, սակայն Հայաստանում այն ներկայումս լայն տարածում չի գտել:

Հարկ է նշել, որ ազգային տնտեսության զարգացումը միայն ներքին աղբյուրներից ֆինանսավորվող ներդրումների հաշվին բավական դժվարիրագործելի խնդիր է, հատկապես զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներում, քանի որ այդ ռեսուրսները ոչ միշտ են բավարար լինում ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման համար: Հետևաբար, տնտեսության արդյունավետ զարգացման համար ներքին ներդրումների աղբյուրներից բացի, անհրաժեշտ է նաև արտաքին ֆինանսավորման աղբյուրներից ներդրումների դիտարկումը:

Ներդրումների արտաքին աղբյուրներին են դասվում.

- **Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները:** Այս ներդրումներն իրականացվում են օտարերկրյա ներդրողների կողմից Հայաստանի կազմակերպությունների իրական

⁷³ «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք

ակտիվներում, և վերջինս անմիջականորեն մասնակցում է դրանց կառավարման գործընթացին: Ուղղակի են համարվում այն ներդրումները, որոնք կազմում են տվյալ ընկերության ակտիվների 25%-ը և ավելին: Իրականացնելով ուղղակի ներդրում՝ օտարերկրյա ներդրողը կարող է ստեղծել ինչպես լիովին նոր՝ իրեն պատկանող ընկերություն, այնպես էլ ձևավորել համատեղ ձեռնարկություն կամ ձեռք բերել գործող ընկերության սեփականության որոշակի մասնաբաժին: Օտարերկրյա ներդրումների հիմնական առավելություններից մեկն այն է, որ ներդրումների հետ փոխանցվում են նաև նորարարական տեխնոլոգիաներ և կառավարման առաջավոր փորձ:

- **Օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումներ:** Օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումներ են այն ներդրումները, որոնք իրականացվում են օտարերկրյա ներդրողների կողմից տվյալ երկրի ձեռնարկությունների և կազմակերպությունների, ինչպես նաև պետական արժեթղթերում: Պորտֆելային ներդրումների առանձնահատկությունը պայմանավորված է ներդրման շարժառիթներով: Մասնավորապես, պորտֆելային ներդրողը շահագրգռված չէ այն ձեռնարկության կառավարմամբ, որի արժեթղթերը վերջինս ձեռք է բերում: Պորտֆելային ներդրողի հիմնական նպատակը ձեռք բերվող արժեթղթերից եկամուտների ստացումն է (շահաբաժիններ, տոկոսներ, գնման և վաճառքի գների տարբերություն և այլն): Օտարերկրյա պորտֆելային ներդրումների դեպքում որպես միջնորդներ են հանդես գալիս ներդրումային բանկերը և հիմնադրամները, որոնց միջոցով օտարերկրյա ներդրողները հնարավորություն են ստանում ձեռք բերել այլ պետության ֆինանսական շուկայում շրջանառվող արժեթղթեր:
- **Օտարերկրյա վարկեր:** 1980-ական թվականներին տեղի ունեցավ միջազգային վարկերի կտրուկ աճ, ինչի արդյունքում վերջիններս սկսվեցին դիտարկվել որպես օտարերկրյա ներդրումների ևս մեկ աղբյուր: Որպես օտարերկրյա վարկատուներ՝ հանդես են գալիս միջազգային տնտեսական կազմակերպությունները (Համաշխարհային բանկ, Արժույթի միջազգային հիմնադրամ, Վերակառուցման և զարգացման եվրոպական բանկ և այլն) և օտարերկրյա պետությունները: Այս վարկերը սովորաբար լինում են միջնաժամկետ և երկարաժամկետ ու

տրամադրվում են ինչպես անմիջապես պետություններին, այնպես էլ բանկերին, ֆինանսական կազմակերպություններին ու առևտրային կազմակերպություններին:

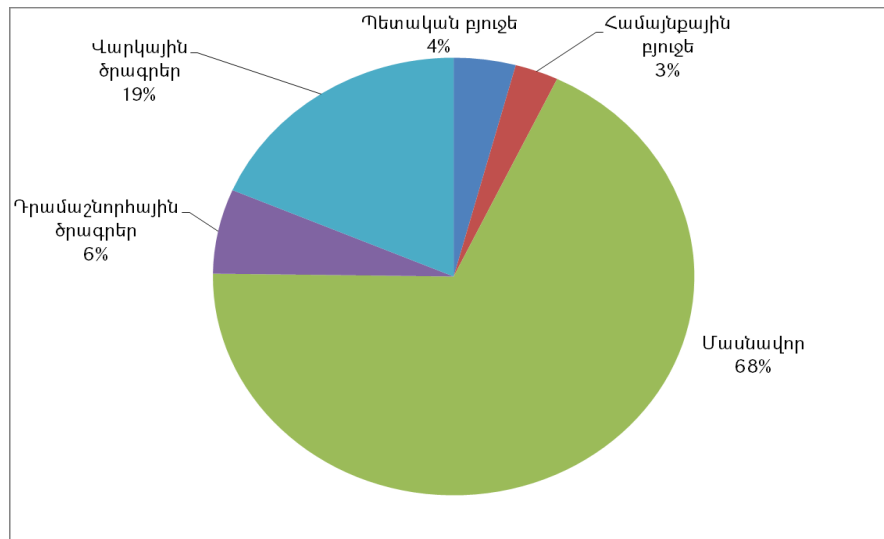
- **Օտարերկրյա դրամաշնորհներ:** Օտարերկրյա դրամաշնորհները արտոնյալ պայմաններով օտարերկրյա պետությունների և միջազգային կազմակերպությունների կողմից այլ պետությանը տրամադրվող վարկեր և փոխառություններ են: Օտարերկրյա դրամաշնորհներից օգտվում են հիմնականում զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրները:

Պետք է փաստել, որ Հայաստանի համար ներդրումային աղբյուրների ձևավորման ուղղությունների ընտրությունը ներկայումս խիստ սահմանափակ է: Ներքին աղբյուրների փոքրածավալ լինելը պատճառ է հանդիսացել տնտեսության վերականգնման և հետագա կայուն զարգացման համար ներդրումների ֆինանսավորման արտաքին աղբյուրների վրա հիմնվելը:

2017 թվականին Հայաստանում իրականացվել են ընդհանուր՝ 856,5 մլն դոլար ծավալով ներդրումային ծրագրեր, որոնք իրականացվել են գերատեսչությունների համակարգման ոլորտներում: Նույն տարում Հայաստանի մարզերում իրականացված ներդրումային ծրագրերը կազմել են 170,9 մլն դոլար, որոնք ներառված չեն վերոնշյալ 856,5 մլն դոլարի ծրագրերում⁷⁴:

Անդրադառնալով Հայաստանի Հանրապետությունում վերը նշված ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրներին՝ պետք է նշել, որ ըստ 2017 թվականին Հայաստանում իրականացված ներդրումների վերաբերյալ ՀՀ կառավարության հաշվետվության՝ ներդրումներն ըստ ֆինանսավորման աղբյուրների բաշխված են եղել հետևյալ կերպ.

⁷⁴ ՀՀ կառավարության հաշվետվություն 2017 թ. Հայաստանում իրականացված ներդրումային ծրագրերի կատարողականի վերաբերյալ



Գծապատկեր 2.2.1

Ներդրումների աղբյուրների կառուցվածքը ՀՀ-ում 2017թ. դրությամբ⁷⁵

Ինչպես երևում է գծապատկերից՝ 2017 թվականին Հայաստանում ներդրումների հիմնական մասը՝ 68%-ը Հայաստանի Հանրապետությունում իրականացվել է մասնավոր աղբյուրների հաշվին: Մեծությամբ ներդրումների հաջորդ աղբյուրներն են վարկային միջոցները՝ 19%, և դրամաշնորհային ծրագրերը՝ 6%: Պետական բյուջեի միջոցների հաշվի իրականացված ներդրումները կազմել են ընդհանուր ներդրումների ընդամենը 4%-ը:

Հայաստանում ներդրումների կառուցվածքը պայմանավորված է նաև ՀՀ ֆինանսական շուկայի առանձնահատկություններով, որում գերակշիռ դերը կատարում են առևտրային բանկերը: 2016թ-ին ֆինանսական համակարգում ակտիվների 88,4%-ը պատկանում էր բանկերին, վարկային կազմակերպությունների բաժինը 8,7% էր, իսկ ներդրումային ընկերությունների ու այլ ֆինանսական կազմակերպությունների բաժինը 0,90% տոկոս: Նշենք որ այս պատկերը հիմնականում նույնն է եղել նախորդ ժամանակաշրջաններում⁷⁶: Այս ցուցանիշները թույլ են տալիս եզրակացնել տնտեսության ֆինանսավորման գործում բանկերի կարևոր դերի մասին:

Բացի սրանից, ոչ բանկ ֆինանսական կազմակերպությունների ակտիվների կառուցվածքը հետաքրքիր պատկեր է ցույց տալիս: Նախ՝ ակտիվների կառուցվածքը

⁷⁵ ՀՀ կառավարության հաշվետվություն 2017 թ. Հայաստանում իրականացված ներդրումային ծրագրերի կատարողականի վերաբերյալ

⁷⁶ www.cba.am

ցույց է տալիս դրանց մեջ բանկային ավանդների ու պետական պարտատոմսերի մեծ տեսակարար կշիռը, և երկրորդ՝ ոչ պետական արժեթղթերի մեջ հիմնականում բանկերի և որոշ չափով այլ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից թողարկված կորպորատիվ պարտատոմսեր են: Այսինքն՝ այս կազմակերպությունների կողմից պետական պարտատոմսերից բացի՝ տնտեսության ոչ բանկային հատվածում ներդրումներ, ըստ էության, չեն կատարվում: Բացառություն են կազմում պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերը, որոնց ակտիվների կառուցվածքում մոտ 27,4% բաժնային արժեթղթեր կան, որոնք հիմնականում ներդրումներ են արտասահմանյան ներդրումային ֆոնդերում: Այսինքն՝ ՀՀ-ում ոչ միայն ֆինանսական ակտիվներն են առավել կենտրոնացված բանկային համակարգում, այլ նաև ոչ բանկային ֆինանսական կազմակերպությունների ակտիվներն են կենտրոնացված պետական պարտատոմսերում և բանկերում: Արդյունքում ոչ բանկային ֆինանսական կազմակերպությունները տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորում չեն կատարում⁷⁷: Վերջինս վկայում է ներդրումների ներգրավման պահուստային լուրջ հնարավորությունների մասին:

Ինչ վերաբերում է կարգավորվող շուկայում արժեթղթերով իրականացված գործառնություններին, ապա այստեղ տեսնում ենք հետևյալ պատկերը:

2012 թվականին կարգավորվող շուկայում արժեթղթերի առքուվաճառքի և ռեպո գործառնությունների ընդհանուր շրջանառությունը կազմել է 5.9 մլրդ դրամ, որից 15.7%-ը կազմել են ռեպո գործառնությունները:

Տարեսկզբից ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից իրականացված արժեթղթերի առքուվաճառքի գործառնությունների կառուցվածքում միայն կարգավորվող շուկայում իրականացված առքուվաճառքի գործառնությունների տեսակարար կշիռը դեռևս փոքր է և կազմում է 0.8%, որը սահմանափակում է կարգավորվող շուկայի քիչ հավանական, սակայն հնարավոր գործառնական ռիսկերի ազդեցությունը ֆինանսական կայունության վրա: Կարգավորվող շուկայում իրականացված առքուվաճառքի և ռեպո գործառնություններում նույնպես գերակշռել են պետական պարտատոմսերով իրականացված գործառնությունները՝ կազմելով

⁷⁷ <https://asue.am/amberd/publications/how/does/the/financial/market/finance/the/armenian/economy>

բորսայական շրջանառության 70.3%-ը: Կորպորատիվ պարտատոմսերով և բաժնային արժեթղթերով իրականացված առքուվաճառքի գործառնությունները համապատասխանաբար կազմել են 21.8% և 7.9%: 2012 թվականին արժեթղթերի շուկայի համախառն շրջանառություն/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 15.4%՝ նախորդ տարվա 9.9%-ի դիմաց: ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը տարեվերջին կազմել է 1.3%՝ նախորդ տարվա համեմատ նվազելով 0.1 տոկոսային կետով⁷⁸:

2013 թվականին կարգավորվող շուկայում արժեթղթերի առքուվաճառքի և ռեպո գործառնությունների ընդհանուր շրջանառությունը կազմել է 23.5 մլրդ դրամ, որից 92.5%-ը առքուվաճառքի գործառնություններն են: Կարգավորվող շուկայում իրականացված առքուվաճառքի և ռեպո գործառնություններում գերակշռել են պետական պարտատոմսերով գործառնությունները՝ կազմելով բորսայական շրջանառության 69.5%-ը: Կորպորատիվ պարտատոմսերով և բաժնային արժեթղթերով իրականացված առքուվաճառքի գործառնությունները համապատասխանաբար կազմել են 23.6% և 6.9%: 2013 թվականին արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 1.4%՝ նախորդ տարվա համեմատ աճելով 0.1 տոկոսային կետով: Արժեթղթերի շուկայի համախառն շրջանառություն/ՀՆԱ ցուցանիշը ավելացել է 0.8 տոկոսային կետով և տարեվերջին կազմել 16.2%⁷⁹:

Արժեթղթերի առքուվաճառքի և ռեպո գործառնությունների ընդհանուր շրջանառությունը 2014թ. կազմել է 75.5 մլրդ դրամ, որից 97%-ը առքուվաճառքի գործառնություններն են: Կարգավորվող շուկայում իրականացված առքուվաճառքի և ռեպո գործառնություններում նույնպես գերակշռել են բաժնետոմսերով գործառնությունները՝ 45.0%: Բաժնետոմսերով և կորպորատիվ պարտատոմսերով իրականացված առքուվաճառքի գործառնությունները համապատասխանաբար կազմել են 38.4% և 16.9%: Տարեսկզբից ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից իրականացված արժեթղթերի առքուվաճառքի գործառնությունների

⁷⁸ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/fin_stab/fin_stab_12.pdf

⁷⁹ https://www.cba.am/AM/pperiodicals/fin_stab_2013.pdf

կառուցվածքում կարգավորվող շուկայի մասնաբաժինը կազմել է 13.1%: 2014թ. վերջին արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 1.6%՝ նախորդ տարվա համեմատ աճելով 0.2 տոկոսային կետով: Արժեթղթերի շուկայի համախառն շրջանառություն/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 12.2%⁸⁰:

Կարգավորվող շուկայում արժեթղթերի առքուվաճառքի գործառնությունների ընդհանուր շրջանառությունը 2015թ. կազմել է 33.1 մլրդ դրամ: Կարգավորվող շուկայում իրականացված առքուվաճառքի գործառնություններում գերակշռել են կորպորատիվ պարտատոմսերով իրականացված գործառնությունները՝ 43.0%: Պետական պարտատոմսերով և բաժնետոմսերով իրականացված առքուվաճառքի գործառնությունները համապատասխանաբար կազմել են 36.5% և 20.5%: Տարեսկզբից ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից իրականացված արժեթղթերի առքուվաճառքի գործառնությունների կառուցվածքում կարգավորվող շուկայի մասնաբաժինը կազմել է 5.2%: 2015թ. վերջին արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 2.0%՝ նախորդ տարվա համեմատ ավելանալով 0.4 տոկոսային կետով: Արժեթղթերի շուկայի համախառն շրջանառություն/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 12.5%⁸¹:

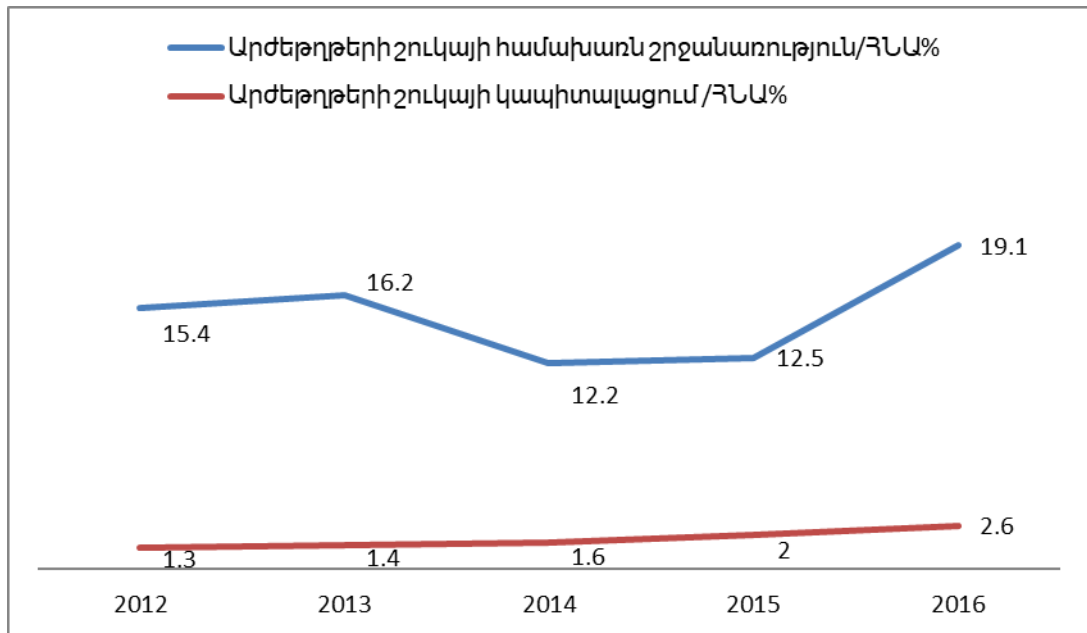
Կարգավորվող շուկայում արժեթղթերի առքուվաճառքի գործառնությունների ընդհանուր շրջանառությունը 2016թ. կազմել է 97.2 մլրդ դրամ: Կարգավորվող շուկայում իրականացված առքուվաճառքի գործառնություններում գերակշռել են պետական պարտատոմսերով գործառնությունները՝ 55.4%: Կորպորատիվ պարտատոմսերով և բաժնետոմսերով առքուվաճառքի գործառնությունները կազմել են համապատասխանաբար 11.8% և 32.8%: Տարեսկզբից ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից իրականացված արժեթղթերի առքուվաճառքի գործառնությունների կառուցվածքում կարգավորվող շուկայի մասնաբաժինը կազմել է 13.5%: 2016թ. վերջի դրությամբ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացումը կազմել է 134.3 մլրդ դրամ՝ նախորդ տարեվերջի նկատմամբ աճելով 30.5 մլրդ դրամով կամ 29.5%-ով: Կապիտալացման կենտրոնացվածությունը՝ ըստ թողարկող ընկերությունների,

⁸⁰ https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_15.pdf

⁸¹ https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_16.pdf

նախորդ տարեվերջի համեմատ նվազել է. առաջատար երեք ընկերությունների կշիռը կազմել է 80.4%, իսկ առաջատար հինգ ընկերությունների կշիռը՝ 95.2%: Արժեթղթերի շուկայի համախառն շրջանառություն/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 12.5%, իսկ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը՝ 2.6%⁸²:

Այսպիսով, վերլուծելով արժեթղթերի շուկայում իրականացված գործառնությունների տվյալները՝ տեսնում ենք հետևյալ պատկերը (գծապատկեր 2.2.2)

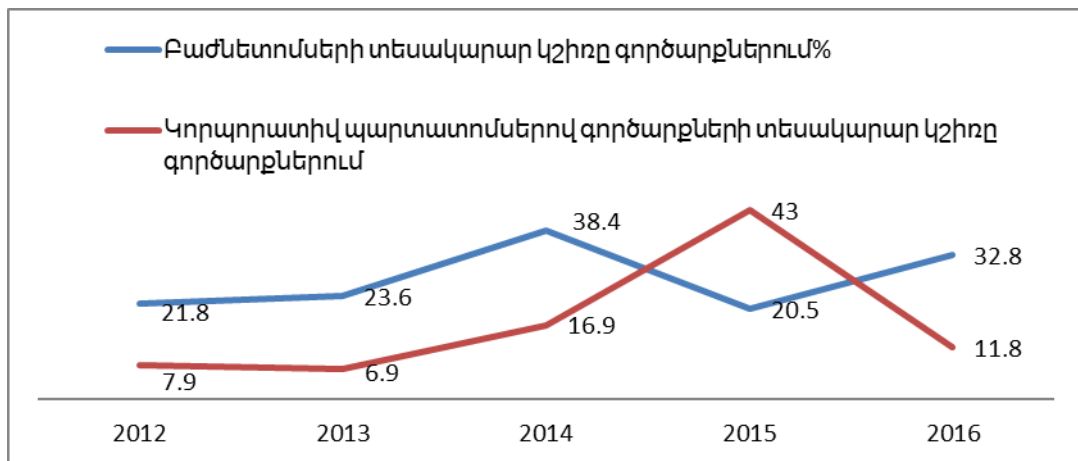


Գծապատկեր 2.2.2

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի համախառն շրջանառություն/ՀՆԱ և կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշների շարժընթացը 2012-2016թթ.

Ինչ վերաբերում է կարգավորվող արժեթղթերի շուկայում իրականացված գործարքներում բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի տեսակարար կշիռն, ապա վերջինս ունեցել է հետևյալ պատկերը (գծապատկեր 2.2.3).

⁸² https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_kay_17.pdf



Գծապատկեր 2.2.3

Կարգավորվող արժեթղթերի շուկայում իրականացված գործարքներում բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի տեսակարար կշիռը 2012-2016թթ.

Ինչպես երևում է վերոգրյալից՝ ՀՀ արժեթղթերի շուկայում կորպորատիվ արժեթղթերի տեսակարար կշիռն ընդհանուր առմամբ բավական ցածր է, ինչը վկայում է հանրապետությունում կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածության մասին և հետևաբար, արժեթղթերի թողարկման միջոցով ներդրումների ֆինանսավորումը տվյալ պարագայում դեռևս իրատեսական չէ:

Հաշվի առնելով վերոգրյալը՝ Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրումների ֆինանսավորման ամենանպատակահարմար ձևը տեղական և օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներն են տնտեսվարող սուբյեկտների ֆիզիկական ակտիվներում: Այդ նպատակով անհրաժեշտ է բարեփոխել ներդրումային հարաբերությունները կանոնակարգող օրենսդրական դաշտը, ձևավորել բարենպաստ ներդրումային միջավայր և ներդրումային ռիսկերի կառավարման գործուն համակարգ: Միաժամանակ անհրաժեշտ է ընդլայնել պետական ներդրումների ծավալները, որոնք իրենց հերթին խթան կհանդիսանան մասնավոր ներդրումների համար, ինչպես նաև խրախուսել ներդրումների ներգրավումը ֆինանսավորման այլ աղբյուրներից: Դիվերսիֆիկացված ներդրումների աղբյուրների առկայությունը կնպաստի ներդրումների տնտեսական արդյունավետությանը, իսկ ճգնաժամային իրավիճակներում՝ դրանց ծավալների շեշտակի կրճատման կանխմանը:

Ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրների օպտիմալ կառուցվածքի սահմանման համար անհրաժեշտ է ներդրումների ռազմավարական պլանավորման հստակ համակարգի ձևավորում:

Ներդրումների ռազմավարական պլանավորումը կառավարչական որոշումների նախապատրաստման գործընթաց է՝ հիմնված մուտքային տեղեկատվության մշակման, նպատակների ընտրության և դրանց գիտականորեն հիմնավորման, նպատակների ապահովման միջոցների սահմանման, ինչպես նաև՝ այլընտրանքային տարբերակների համեմատական վերլուծության և սպասվող իրավիճակին առավել համահունչ և ընդունելի որոշման կայացման վրա⁸³:

Ներդրումային ռազմավարական պլանավորումը բարդ և բազմաստիճան գործընթաց է՝ ապագա ժամանակահատվածում տնտեսության տարբեր ոլորտներում կապիտալ ներդրումների օպտիմալ ծրագրման ուղղությամբ: Այս գործընթացում բազմատարբերակ կանխատեսվող ցուցանիշների հաշվարկների հիման վրա կանխատեսվում են ներդրումային ոլորտի զարգացման իրական հնարավոր տեմպերը, սահմանվում են ներդրումների պլանային ցուցանիշները, ձևավորվում է դրանց կառուցվածքը, ինչպես նաև նպատակային ներդրումային ծրագրերի և նախագծերի ցանկը:

Ներդրումների ռազմավարական պլանավորումը ենթադրում է.

- ներդրումային գործընթացների առկա միտումների քանակական և որակական վերլուծություն, առկա խնդիրների վերհանում,
- երկրի տնտեսության ոլորտների հետագա զարգացման այլընտրանքային կանխատեսում՝ որպես կապիտալ ներդրումների հնարավոր ուղղություններ,
- տնտեսության կոնկրետ ոլորտներում ներդրումների հնարավորությունների և դրանց արդյունքների գնահատում:

Ներդրումների ռազմավարական պլանավորումը նախևառաջ պետք է հիմնվի նպատակայնության և առաջնահերթության սկզբունքների պահպանման վրա, որոնք պահանջում են հասարակական պահանջմունքների հիերարխիայի կառուցում և պետության ներդրումային քաղաքականության առաջնահերթ ոլորտների ձևավորում:

⁸³ Е.А.Черныш, Н.П.Молчанова и др. “Прогнозирование и планирование в условиях рынка”, М., ПРИОР, 1999, с36

Բացի վերոգրյալից՝ որպես պետության կողմից ներդրումային գործունեության պլանավորման հիմնական սկզբունքներ կարող են ձևակերպվել նաև հետևյալները.

- գիտական սկզբունք. պետական ներդրումային պլանները պետք է մշակվեն՝ հաշվի առնելով տնտեսական օրենքները և մակրոտնտեսական հիմնարար տեսությունները: Ներդրումների պլանավորման գործընթացում անհրաժեշտ է իրականացնել սոցիալ-տնտեսական զարգացման միտումների և հեռանկարների համակողմանի խորը վերլուծություններ՝ հաշվի առնելով նաև այդ ոլորտում առկա համաշխարհային փորձը:
- Օպտիմալության սկզբունք, որը ենթադրում է ներդրումների պլանավորման որոշումների առավելագույն համապատասխանությունը պետական ներդրումային քաղաքականության հիմքում դրված ռազմավարական նպատակներին:
- Սոցիալական ուղղվածության սկզբունք. պետական ներդրումային պլանավորման հիմքում պետք է դրված լինեն ազգաբնակչության պահանջմունքների բավարարումը և բարեկեցության ապահովումը:
- Ներդրումային ցուցանիշների հավասարակշռվածության և համամասնությունների սկզբունք. ներդրումների պլանավորման ընթացքում պետք է ապահովվեն ռեսուրսային, ճյուղային, տարածքային և միջճյուղային ցուցանիշների ճշգրիտ համամասնությունները և վերջիններիս հավասարակշռվածությունը:
- Պետական ներդրումային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման սկզբունք. պլանավորման նպատակը և խնդիրները պետք է իրականացվեն նվազագույն ծախսերով և ներդրումային ռեսուրսների առավելագույն խնայողությամբ:
- Անընդհատության սկզբունք. անհրաժեշտ է ապահովել պետության հեռանկարային և ընթացիկ ներդրումային պլանների օպտիմալ համադրումն ու դրանց շարունակականությունը:
- Առաջնահերթությունների սկզբունք. ներդրումների պլանավորումը պետք է բխի տնտեսության զարգացման առաջնահերթություններից, ինչը պայմանավորված է ներդրումային ռեսուրսների սահմանափակությամբ և ազգային տնտեսության կարևորագույն խնդիրների լուծման հրատապությամբ:

- Այլընտրանքային պլանի առկայության սկզբունք. պետության կողմից պետք է մշակվի նաև պահուստային պլան՝ անբարենպաստ իրավիճակների դեպքում կիրառելու համար:

Պետության կողմից ներդրումային ռազմավարական պլանավորումը պետք է իրականացվի ինչպես տնտեսության մակրոմակարդակում, այնպես էլ տնտեսության առանձին ճյուղերի և տարածաշրջանների՝ մեզոմակարդակով: Մակրոմակարդակում իրական ներդրումների կանխատեսումը և պլանավորումը հիմնված է երկրի սոցիալ-տնտեսական զարգացման ռազմավարության, տնտեսության կառուցվածքային քաղաքականության վրա, իսկ մեզոմակարդակում՝ տնտեսության ճյուղերի և տարածաշրջանների ռազմավարական զարգացման ծրագրերի մշակման ու իրականացման վրա:

Ներդրումների պլանավորման գործընթացը կարելի է պայմանականորեն բաժանել երեք փուլի.

1. հնարավոր ներդրումների հոսքերի կանխատեսում,
2. ներդրումների անհրաժեշտության կանխատեսում,
3. ներդրումների օգտագործման տնտեսական արդյունավետության գնահատումը՝ հաշվի առնելով ներդրումային ռիսկի գործոնները:

Ներդրումների ռազմավարական պլանավորման ժամանակ պետք է հաշվի առնվի օտարերկրյա ներդրումների օպտիմալ ծավալը՝ ելնելով հանրապետության վարկային անվտանգության խնդիրներից:

Պետք է նշել, որ Հայաստանում ներդրումային գործընթացի վրա բացասաբար է անդրադառնում նաև այն հանգամանքը, որ հանրապետությունում դեռևս ձևավորված չէ ներդրումների ռազմավարական պլանավորման համակարգ: Ավելին, Հայաստանում տնտեսության իրական ակտիվներում կատարված ներդրումների ծավալների, կառուցվածքի և ուղղությունների վերաբերյալ ամբողջական հետազոտություն ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության կողմից իրականացվել է միայն 2001 թվականի համար⁸⁴, իսկ հետագա ժամանակահատվածում նման հետազոտություններ չեն իրականացվել՝ բացառությամբ 2017 թվականին Հայաստանում իրականացված

⁸⁴ <http://www.armstat.am/file/article/nerdrum-het-02-iii.5.2.pdf>

ներդրումների վերաբերյալ ՀՀ կառավարության հաշվետվության, որի մեջ ընդամենը արտացոլված է ներդրումների ամփոփ կառուցվածքը:

Ներդրումային միջավայրի բարելավման ուղղությամբ որպես միակ ռազմավարական նշանակության փաստաթուղթ կարելի է համարել ՀՀ կառավարության կողմից 2015 թվականի հոկտեմբերի 19-ին ընդունված Ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգը: Վերջինիս գլխավոր նպատակն է՝ բնութագրել ՀՀ ներդրումային միջավայրը, սահմանել ներդրումային ոլորտում պետական քաղաքականության հիմնական նպատակները և նախանշել դրանց իրականացման համար անհրաժեշտ սկզբունքները, ուղղություններն ու միջոցառումները: Ըստ նշված փաստաթղթի՝ Հայաստանում ներդրումային ոլորտում պետական քաղաքականության հիմնական խնդիրներն են՝ ներդրումային միջավայրի բարելավումը, օրենսդրական դաշտի կատարելագործումը և ՀՀ տնտեսության մեջ ներդրումների, այդ թվում՝ ՕՈՒՆ խթանումը, հիմնանպատակը՝ ներդրումային և գործարար բարենպաստ միջավայրի ձևավորումը, կարգավորող միջավայրի թափանցիկության բարձրացումը, երկրի մրցակցային առավելությունների բացահայտումը, Հայաստանում իրականացվող ներդրումների ծավալների մեծացումը, շուկայական ենթակառուցվածքի զարգացումը, որակյալ և բարձր վարձատրվող աշխատատեղերի ստեղծումը, մարդկային կապիտալի զարգացումը և այդ բոլորի հիման վրա՝ տնտեսական կայուն աճի և բնակչության բարեկեցության ապահովումը, ինչը համահունչ է ՀՀ 2014-25թթ. հեռանկարային զարգացման ռազմավարական ծրագրի գերակայություններին:

Հայեցակարգով նախատեսվող միջոցառումների վերջնաժամկետը սահմանված էր 2017թ. դեկտեմբեր ամիսը, սակայն այդ միջոցառումների հիմնական մասը, այդ թվում՝ օրենսդրության բարելավման, օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման ու պահպանման հիմնական արգելքների վերացման և ներդրումների ներգրավման ռազմավարության մշակման մասով փաստացի չեն իրականացվել: Սա վկայում է այն մասին, որ Հայաստանում դեռևս ձևավորված չէ ներդրումների ռազմավարական պլանավորման համակարգ, ինչը ևս բացասաբար է անդրադառնում ներդրումային գործընթացների ակտիվացման և ռիսկերի չեզոքացման վրա:

2.3. Ներդրումային ռիսկերի գնահատման և կառավարման միջազգային փորձի վերլուծությունը

Տնտեսական գործընթացների գլոբալացման համատեքստում տնտեսությունների ինտեգրման արդի գործընթացներն ուղեկցվում են ապրանքների, աշխատուժի, կապիտալի և տեղեկատվական հոսքերի ինտենսիվ տեղաշարժերով⁸⁵։ Նշված գործընթացները թեև լրացուցիչ հնարավորություններ են ստեղծում ազգային տնտեսությունների զարգացման համար, սակայն միաժամանակ լրացուցիչ ռիսկեր են առաջացնում՝ կապված օտարերկրյա ներդրումային կապիտալի ներգրավման և տեղաբաշխման հետ։ Հետևաբար, ներդրումային ռիսկերի համալիր կառավարումը ներկայումս ցանկացած երկրի տնտեսության հաջող գործունեության անհրաժեշտ նախապայմանն է։ Ներդրումային ռիսկերի կառավարման արտերկրյա փորձի ուսումնասիրությունը վկայում է այն մասին, որ այդ ոլորտում պետությունների հիմնական խնդիրներն են՝ ներդրողների շահերի պաշտպանությունը և համապատասխան երաշխիքների ապահովումը, իսկ տնտեսվարողների համար՝ ռիսկերի կառավարման նպատակի և խնդիրների ընկալումն ու ձևակերպումը՝ այն դիտարկելով որպես կորպորատիվ կառավարման մշակույթի բաղկացուցիչ մաս։

Ներդրումային ռիսկերի արդյունավետ կառավարման համար նախևառաջ հարկավոր է հնարավորինս ճշգրիտ կերպով գնահատել այդ ռիսկերի մակարդակը։ Արտերկրում ներդրումային միջավայրի և ներդրումային ռիսկերի գնահատման փորձը շուրջ հիսուն տարվա պատմություն ունի։ Ներդրումային ռիսկերի գնահատման մի շարք մեթոդներ մշակվել են արտասահմանյան տարբեր երկրների փորձագետների կողմից՝ սկսած 1960-ական թվականներից։ Այդ ուղղությամբ առաջին քայլերից է Հարվարդի բիզնեսի դպրոցի մասնագետների կողմից իրականացված հետազոտությունը⁸⁶։ Այս հետազոտության շրջանակում ներդրումային ռիսկերի գնահատման հիմքում դրված էր փորձագիտական սանդղակը, որը ներառում էր հետազոտվող երկրների հետևյալ ցուցանիշները. օտարերկրյա և ազգային

⁸⁵ Սարգսյան Հ., Մարկոսյան Ա., «Հայաստանի տնտեսության վերափոխումները և վերելքի հեռանկարները», Երևան, «Զանգակ» հրատ. 2014, էջ 200

⁸⁶ Robert B. Stobaugh “How to Analyze Foreign Investment Climates”, Harvard Business Review 47 (September-October 1969)

ներդրումները կանոնակարգող օրենսդրական դաշտ, կապիտալի արտահանման հնարավորություններ, ազգային արժույթի կայունություն, սղաճի մակարդակ, քաղաքական իրավիճակ, ազգային կապիտալի ներդրման հնարավորություններ: Ակնհայտ է, որ ներկայացված ցուցանիշների շրջանակը բավականաչափ մանրամասնեցված չէ՝ արտացոլելու համար այն պայմանների ողջ համախումբը, որոնք սովորաբար հաշվի են առնվում ներդրողների կողմից:

Այնուհետ, ռիսկերի գնահատման մեթոդաբանությունը և գործիքակազմը զարգացավ գնահատվող պարամետրերի համակարգի ընդլայնման և բարդացման, ինչպես նաև քանակական (վիճակագրական) ցուցանիշների ներմուծման շնորհիվ: Ներդրումային ռիսկերի գնահատման ժամանակ հաճախ կիրառվում էին հետևյալ ցուցանիշները. տնտեսական համակարգի բնույթը, մակրոտնտեսական ցուցանիշները (<ՆԱ ծավալը, տնտեսության կառուցվածքը և այլն), բնական ռեսուրսներով ապահովվածությունը, ենթակառուցվածքների վիճակը, արտաքին առևտրի զարգացման պայմանները, տնտեսական գործընթացներում պետության մասնակցությունը⁸⁷:

1980-ական թվականների վերջին ներդրումների յուրահատուկ պայմաններով բնորոշվող անցումային տնտեսությամբ բազմաթիվ երկրների ի հայտ գալն առաջացրեց ներդրումային ռիսկերի գնահատման նոր մեթոդաբանական մոտեցումների մշակման անհրաժեշտություն: Այդպիսի երկրների համար 1990-ական թվականների սկզբին մի շարք փորձագիտական կազմակերպությունների կողմից («Փլեն Էկոն» խորհրդատվական ընկերություն, «Ֆորչըն», «Մալթինէշընլ Բիզնես» ամսագրեր և այլն) միմյանցից անկախ մշակվեցին ներդրումային միջավայրի համեմատական գնահատման պարզեցված մեթոդներ, որոնցում հաշվի էին առնվում ոչ միայն ներդրումների իրականացման պայմանները, այլև դրանց հնարավոր արդյունքները, տվյալ երկրի՝ համաշխարհային տնտեսական կենտրոններին մոտ գտնվելը, ինստիտուցիոնալ բարեփոխումների բնույթը, ընթացքը և հեռանկարները,

⁸⁷ Henzler Herbert. "Shaping an International Investment Strategy", The McKinsey Quarterly, Spring 1981.

ժողովրդավարական ավանդույթները, աշխատուժի որակավորման մակարդակը և այլն⁸⁸:

Պետք է նշել, որ համաշխարհային պրակտիկայում ներդրումային ռիսկերի գնահատման ուղղությամբ թերևս ամենատարածված և հասանելի ձևը տարբեր մեթոդների կիրառմամբ սահմանվող վարկանիշներն են, որոնց ձևավորման գործընթացը ներառում է բավական բարդ ընթացակարգ՝ հիմնված երկրի կամ տարածաշրջանի վարկային պատմության, ինչպես նաև բազմաթիվ այլ օբյեկտիվ ու սուբյեկտիվ գործոնների վերաբերյալ մեծածավալ տվյալների հետազոտության վրա:

Վարկանշային համակարգը ձևավորվում է տնտեսական տարբեր գործընթացների մշտադիտարկման և տարաբնույթ տեղեկատվության վերլուծությունների հիման վրա, որոնց արդյունքներն արտացոլվում են վարկանշային սանդղակում: Համաշխարհային պրակտիկայում վարկանշները մշակվում և շնորհվում են հատուկ վարկանշային գործակալությունները, որոնց գործունեության պատմությունը սկսվել է դեռևս 19-րդ դարից: Առաջին վարկանշային գործակալությունները հայտնվեցին ԱՄՆ-ում, որոնք գործում են մինչ օրս և հանրահայտ կազմակերպություններ են, օրինակ, «Moody's Investors Service» (հակիրճ՝ Moody's) և «Standard & Poor's» (հակիրճ՝ S&P) գործակալությունները: Հետագայում ազգային վարկանշային գործակալություններ ձևավորվեցին Կանադայում, Ավստրիայում, Ավստրալիայում, Լատինական Ամերիկայում:

Համաշխարհային պրակտիկայում ներդրումային ռիսկերի գնահատման համար կիրառվում են ինչպես համընդհանուր, այնպես էլ յուրահատուկ վարկանիշներ⁸⁹: Հրապարակվող վարկանիշներն ապահովում են կազմակերպությունների ու ներդրողների ազատ ու անխոչընդոտ մուտքը դեպի ֆինանսական շուկաներ՝ նվազեցնելով ֆինանսական միջոցների ներգրավման արժեքն ու բարձրացնելով թողարկված արժեթղթերի իրացվելիությունը:

Համաշխարհային վարկանշային կազմակերպությունների գործունեության առանձնահատկություններից մեկն այն է, որ վերջիններս մասնագիտացված են ոչ

⁸⁸ M.Tullis, O.Borin. "Investment Prospects in Eastern Europe", Multinational Business, No 1, 1990, pp. 17-23.

⁸⁹ B.Toyne, P.Walters. "Global Marketing Management: A Strategic Perspective", Allyn & Bacon, 1989.

միայն կազմակերպությունների, այլև առանձին երկրների, տարածաշրջանների, խոշոր քաղաքների, առաջատար բանկերի, կորպորատիվ արժեթղթերի վարկանիշների հաշվարկմամբ: Մասնավորապես, «Moody's» գործակալության կողմից մշակվել է տառային արտահայտությամբ վարկանշային սանդղակը, որի ձևավորման սկզբունքները ներկայումս կիրառվում են նաև այլ վարկանշային գործակալությունների կողմից:

Համաշխարհային մակարդակով հայտնի վարկանշային գործակալություններն ի վիճակի են ոչ միայն համարժեք կերպով գնահատել վարկանշվող օբյեկտի ֆինասատնտեսական գործունեությունը, այլև ձևավորել բարենպաստ ներդրումային միջավայր այն երկրներում, տարածաշրջաններում և տնտեսության ճյուղերում, որտեղ առկա են ներդրողների լայն հետաքրքրություններ: Սա որոշակի չափով ներդրումային վարկանիշները վերածում է ներդրումային միջավայրի վրա ազդեցություն ապահովող գործիքների, որը կոնկրետ պայմաններում նպաստում է այս կամ այն երկրում տնտեսական և սոցիալական քաղաքականության արդյունավետ իրականացմանը:

Համաշխարհային վարկանշային գործակալությունների կողմից (օրինակ, «Moody's», «Standard & Poor's» և այլն) ներդրումային ռիսկերի գնահատման մեթոդաբանությունը հիմնականում կիրառվում էր՝ առանց ազգային և տարածաշրջանային յուրահատկությունները հաշվի առնելու: Սակայն, ներկայումս արդեն լայն տարածում են ստացել ազգային վարկանիշները, որոնք այլընտրանք են միջազգային գործակալությունների կողմից հրապարակվող վարկանիշներին: Ազգային և միջազգային վարկանիշների տարբերություններից մեկն այն է, որ ազգային գործակալությունները, վարկանիշների շնորհումից զատ, ներդրողներին տրամադրում են նաև ներդրումների համար անհրաժեշտ տեղեկատվական և վերլուծական ծառայություններ:

Անդրադառնալով ներդրումային ռիսկերի գնահատման ուղղությամբ համաշխարհային պրակտիկայում կիրառվող մեթոդաբանություններին՝ պետք է նշել, որ վերջիններս բազմազան են, ուստի կանդիդատանք դրանցից առավել հիմնականներին:

«Forbes» ամսագրի մեթոդ: Այս մեթոդը պարունակում է 15 պարամետրեր՝ առանձնացված 6 խմբերում: Վերջիններս նկարագրում են տնտեսական հարաբերությունների տարբեր կողմերը. սոցիալ-ժողովրդագրական առանձնահատկություններ՝ ազգաբնակչության թվաքանակ, կրթություն, հանցավորության մակարդակ, գործարար միջավայր՝ փոքր բիզնեսի զարգացում, հիմնական կապիտալում ներդրումների մակարդակ, ազգաբնակչության ապահովվածություն՝ ազգաբնակչության եկամուտների մակարդակ, որը հաշվարկվում է պետական բյուջե եկամտային հարկի մուտքերի ծավալի և մանրածախ առևտրի շրջանառության հիման վրա, տնտեսական վիճակ՝ համախառն ներքին արդյունք, ենթակառուցվածքներ՝ միջազգային օդանավակայանի առկայություն, կոշտ ծածկույթով ավտոճանապարհների քանակ, գործարարությամբ զբաղվելու հարմարավետություն՝ խոշոր քաղաքներում երեք և ավելի աստղերով հյուրանոցների առկայություն, հասարակական սննդի ցանցի զարգացվածություն և այլն: Որքան ավելի բարձր է տարածաշրջանի արդյունքը սահմանված չափանիշների այս կամ այն չափորոշիչների խմբում, այնքան ավելի բարձր միավորներ այն կստանա: Ընդ որում, ամփոփիչ ցուցանիշի հաշվարկման համար ամենամեծ տեսակարար կշիռն ունի գործարար միջավայրի բնութագիրը, իսկ ամենափոքրը՝ անձնական հարմարավետությունը: Ցուցանիշների խմբի նշանակալիությունը սահմանվել է կազմակերպությունների սեփականատերերի և կառավարիչների հարցումների արդյունքում: Այս մեթոդը կիրառում է վարկանշային մոտեցում՝ այլ տարածաշրջանների համեմատ տվյալ տարածաշրջանի դիրքը որոշելու համար: Այս մեթոդի հիմնական թերությունը ցուցանիշների ընտրության սուբյեկտիվության մեջ է:

Հարվարդի բիզնեսի դպրոցի կողմից մշակված մեթոդ: Նշված մեթոդաբանությունը գնահատում է երկրի ներդրումային գրավչությունը՝ ելնելով այն բանից, թե ներդրողներն ինչպիսի ռիսկեր կարող են կրել տվյալ երկրում կամ տարածաշրջանում: Ռիսկերի գնահատման նպատակով հաշվի են առնվում հետևյալ գործոնները. ազգային և օտարերկրյա ներդրումների օրենսդրական առանձնահատկությունները, ազգային արժույթի վիճակը, կապիտալի արտահանման

հնարավորությունները, սղաճի մակարդակը, քաղաքական իրադրությունը⁹⁰: Սկզբնական շրջանում Հարվարդի բիզնեսի դպրոցի կողմից սահմանվող ներդրումային վարկանիշը կազմվում էր առավելապես փորձագիտական մեթոդի կիրառմամբ, ուստի, այն բավական նեղ էր համարվում: Մեթոդաբանության հետագա զարգացումը տեղի ունեցավ գործոնների և փորձագետների կողմից գնահատվող պարամետրերի ավելացման ու վիճակագրական ցուցանիշների ներմուծման շնորհիվ: Նոր մեթոդաբանությունում կիրառվող առավել հանրահայտ և տարածված գործոնների շարքին կարելի է դասել ՀՆԱ ցուցանիշը, տնտեսության ճյուղային կառուցվածքը, ենթակառուցվածքների վիճակը, արտաքին առևտրի զարգացվածությունը և այլն:

«Euromoney» ամսագրի կողմից կիրառվող մեթոդաբանություն: Երկրների ներդրումային գրավչության համալիր գնահատման առավել հայտնի և հաճախ կիրառվող մեթոդը «Euromoney» ամսագրի կողմից սահմանվող վարկանիշն է, որի հիման վրա տարեկան երկու անգամ՝ մարտ և սեպտեմբեր ամիսներին, իրականացվում է երկրների ներդրումային ռիսկերի և հուսալիության գնահատում⁹¹: Գնահատման համար կիրառվում են ցուցանիշների թվով ինը խմբեր.

- տնտեսության արդյունավետություն,
- քաղաքական ռիսկի մակարդակ,
- պարտավորությունների մակարդակ,
- պարքի սպասարկման հետ կապված դժվարություններ,
- վարկունակություն,
- բանկային վարկերի մատչելիություն,
- կարճաժամկետ ֆինանսավորման մատչելիություն,
- երկարաժամկետ փոխառու կապիտալի մատչելիություն,
- ֆորս-մաժորային իրավիճակների ի հայտ գալու հավանականություն⁹²:

Վերոհիշյալ ցուցանիշների արժեքները սահմանվում են փորձագիտորեն կամ վերլուծական հաշվարկների միջոցով՝ կիրառելով 10 բալանոց սանդղակ, և այնուհետ

⁹⁰ Robert B.Stobaugh “How to Analyze Foreign Investment Climates”, Harvard Business Review, September-October 1999,p.73

⁹¹ <https://www.euromoneycountryrisk.com/>

⁹² Изард У. “Методы регионального анализа”, М., «Наука», 2006, с. 21.

կշռվում են՝ այս կամ այն ցուցանիշի նշանակալիության և համալիր գնահատականի մեջ դրա մասնաբաժինն համապատասխան: Պետք է նշել, որ նշված վարկանիշի կազմման մեթոդաբանական մոտեցումները, ինչպես նաև դիտարկվող գործոնների և գնահատվող ցուցանիշների կազմը պարբերաբար փոփոխվում են՝ կախված համաշխարհային շուկայում իրավիճակի փոփոխություններից: Նշված մեթոդում որոշ գործոնների գնահատականներ կազմվում են տարբեր ցուցիչների հավաքածուների համակցման միջոցով: Նման գնահատումներին է դասվում, օրինակ, երկրի կամ տարածաշրջանի քաղաքական իրավիճակը: Վիճակագրական մոտեցման հիմնավորման դժվարությունների դեպքում՝ այս մեթոդում կարող են ընդգրկվել նաև փորձագիտական գնահատականներ:

Սովորաբար, պորտֆելային ներդրողները ներդրումային որոշումներ կայացնելու համար հիմնվում են երկրների ֆինանսական և վարկային վարկանիշների վրա: Նմանատիպ վարկանիշների սահմանմամբ մասնագիտացված են հանրահայտ փորձագիտական գործակալություններ, ինչպիսիք են օրինակ «Moody's», «Standart & Poor's» վարկանշային գործակալությունները:

«Moody's» վարկանշային գործակալության մեթոդ: «Moody's» գործակալության կողմից վարկանշային գնահատման մեթոդը կիրառվում է երկրի և տարածաշրջանի ընթացիկ զարգացվածությունը և ներդրումային գրավչությունը գնահատելու համար⁹³: Այս վարկանիշի հիման վրա հնարավոր է կարծիք կազմել տվյալ երկրի ներդրումային ռիսկերի, ինչպես նաև ֆինանսական համակարգի վիճակի մասին: Նշված մեթոդը թույլ է տալիս ներդրողներին գրագետ կերպով տեղաբաշխել կապիտալը և հետագայում հետևել ներդրման գործընթացին՝ առանց էական ջանքերի գործադրման:

Այս մեթոդի շրջանակում դիտարկվում են հետևյալ ռիսկերը.

- ընդհանուր տնտեսական,
- հարկային,
- ֆինանսական,

⁹³ <https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/2007100000528403.pdf>

- բյուջեի կառավարման հետ կապված⁹⁴:

Ընտրված ցուցանիշների և ռիսկերի համալիր գնահատումից հետո, կախված ռիսկայնության մակարդակից, տարածաշրջանները բաժանվում են 5 խմբերի⁹⁵.

- բարձր ռիսկային (0-2 բալ) – բարձր վարկային ռիսկ և պարտավորությունները կատարելու անկարողություն,
- միջինից բարձր ռիսկային (2-4 բալ) – տնտեսական բարենպաստ իրավիճակից մեծ կախվածության առկայություն,
- միջին ռիսկային (4-6 բալ) – տնտեսական իրավիճակի անբարենպաստ փոփոխություններ, որոնք կարող են հանգեցնել ոչ բավարար ֆինանսական կայունության,
- միջինից ցածր ռիսկային (6-8 բալ) – բավարար ֆինանսական կայունություն, որը կպահպանվի տնտեսական անբարենպաստ պայմանների առկայության դեպքում,
- ցածր ռիսկային (8-10 բալ) – բարձր ֆինանսական կայունություն և բարենպաստ տնտեսական պայմաններ:

Այս մեթոդաբանության թերությունն այն է, որ դրա շրջանակում հաշվի են առնվում միայն տարածաշրջանի ֆինանսական ներուժը և ռիսկայնությունը, և այն հիմնվում է բացառապես փորձագիտական գնահատականների վրա:

«Standard & Poor's» վարկանշային գործակալության մեթոդ: «Standard & Poor's» վարկանշային գործակալության կողմից կիրառվող մեթոդաբանությունը նմանատիպ է «Moody's» գործակալության կողմից կիրառվող մեթոդաբանությանը, սակայն տվյալ դեպքում այն կիրառվում է նաև երկարաժամկետ հատվածում ներդրումային ռիսկերի գնահատման համար: Այս մեթոդաբանության շրջանակում սկզբում ձևավորվում է վարկանիշի բազային մակարդակը, որը բաղկացած է երկու բաղադրիչներից՝ բիզնես ռիսկեր և ֆինանսական ռիսկեր: Բիզնես ռիսկերի վրա ազդեցություն են գործում երկրի և ճյուղային ռիսկերը: Ֆինանսական ռիսկերը սույն մեթոդով որոշվում են պարտքային բեռի սպասարկմանն ուղղված դրամական հոսքերի

⁹⁴ Гранберг А.Г. “Стратегия территориального социально-экономического развития России”, Вопросы экономики, 2001 №9, с. 42

⁹⁵ <https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/2007100000528403.pdf>

ծավալներից ելնելով: Վերլուծության արդյունքում երկրներին շնորհվում են կարճաժամկետ կամ երկարաժամկետ վարկանիշներ: Վարկանիշում համապատասխան տեղերը նշելու համար կիրառվում են տառային տարբերակիչներ՝ ամենաբարձր դասից «AAA»-ից մինչև ամենացածր՝ «D» դասը: Դիրքի ճշգրտման համար վարկանիշում կարող են կիրառվել նաև «+» կամ «-» նշանները⁹⁶: BBB- դասից ցածր վարկանիշի առկայությունը վկայում է սպեկուլյատիվ պարտավորությունների առկայության և բարձր ռիսկերի մասին: Ներդրումային դասի թողարկողների համար (AAA –ից BBB) առավել նշանակալի են բիզնես ռիսկերի արժեքը, իսկ սպեկուլյատիվ կամ ոչ ներդրումային թողարկողների համար (BB-ից D) առավել նշանակալի է ֆինանսական ռիսկերի կշիռը: Ընդ որում, վարկանիշի բազային մակարդակի վրա կարող են ազդեցություն ունենալ նաև լրացուցիչ այլ գործոններ: Ռիսկի գնահատման համար «Standard & Poors» գործակալությունը կիրառում է գործոնների հետազոտման բավական բարդ մեթոդներ, ինչն ապահովում է առավել ամբողջական պատկերացումներ ներդրումային ռիսկերի, ինչպես նաև տարբեր տնտեսական ցուցանիշների միտումների վերաբերյալ: Այս գործակալության կողմից կիրառվող մեթոդաբանության առանցքային չափորոշիչներից մեկը քաղաքական ռիսկի գնահատումն է:

Ավստրիական բանկի տնտեսական դեպարտամենտի կողմից մշակված մեթոդ: Տվյալ մեթոդը տարածաշրջանի ներդրումային գրավչության վրա ազդեցություն գործող ռիսկային գործոնների հայտնաբերման և համակարգման ուղղությամբ առաջիններից մեկն է: Ավստրիական բանկի տնտեսական դեպարտամենտի կողմից վարկանիշների հաշվարկման ժամանակ հաշվի է առնվում տարածաշրջանների տնտեսական, քաղաքական և սոցիալական իրավիճակը⁹⁷: Այս մեթոդի շրջանակում տարածաշրջանները բաժանվում են 6 դասի. 1-ին դասում ներառվում են ներդրումների համար բարենպաստ իրավիճակ ունեցող տարածաշրջանները, 2-րդ դասում՝ հարաբերականորեն բարենպաստ իրավիճակ ունեցող տարածաշրջանները, 3-րդ դասում՝ հակասական իրավիճակով տարածաշրջանները, 4-րդ դասում՝

⁹⁶ Standard and Poors, www.standardandpoors.com

⁹⁷ “Оценка инвестиционного климата регионов России”, Методика экономического департамента Банка Австрии, Новосибирск, Наука, 1997. №5, с.11

անբարենպաստ իրավիճակով տարածաշրջանները, 5-րդ դասում՝ լուրջ անբարենպաստ իրավիճակ ունեցող, իսկ 6-րդ դասում՝ կապիտալի ներդրման համար վտանգավոր իրավիճակ ունեցող տարածաշրջանները:

Այս մեթոդի շրջանակում վարկանիշների սահմանման հիմնական խնդիրը կապված է գործոնների ընտրության սահմանափակության, ներդրումների ոլորտի օրենսդրական կարգավորման առանձնահատկությունները հաշվի չառնելու, ընտրված գործոնների ազդեցության գնահատականների համախմբման սկզբունքների կիրառման ոչ միանշանակ հիմնավորումների, ինչպես նաև վարկանիշների ոչ կանոնավոր սահմանման հետ:

Բավական երկար ժամանակ ներդրումային վարակիշների հաշվարկման մեթոդները զարգանում էին երկարաժամկետ ֆինանսական ռիսկը հաշվի առնելու ճանապարհով, ինչն իհարկե բավական կարևոր է զարգացած երկրներում ներդրումային ռիսկերի հաշվարկման համար, սակայն ինչ վերաբերում է զարգացող երկրներին, ապա դրանց մասով այն համապարփակ ու ընդգրկուն չի կարող համարվել, քանի որ այդ դեպքերում անհրաժեշտություն է առաջանում վերլուծել գործոնների և ռիսկերի բավականաչափ մեծ քանակություն:

«Էքսպերտ» վարկանշային գործակալության մեթոդ: Այս գործակալության կողմից կիրառվող մեթոդի շրջանակում դիտարկվում են երկրի ներդրումային ներուժը բնութագրող ութ հիմնական բաղադրիչներ. արտադրական, ենթակառուցվածքային, նորարարական, սպառողական, ռեսուրսահումքային, աշխատանքային, ինստիտուցիոնալ և ֆինանսական: Ներուժների թվաքանակի ավելացմանը համապատասխան՝ դիտարկվում են նաև ավելի մեծ թվով ռիսկեր, որոնցից առանձնացվում են՝ քաղաքական, տնտեսական, կրիմինոգեն, սոցիալական, բնապահպանական և ֆինանսական ռիսկերը: Այսպիսով, ներդրումային գրավչության համալիր գնահատումները այս մեթոդում հիմնվում են ներդրումային ներուժի և ռիսկերի տարատեսակների վրա: Ընդ որում, առանձին տարածաշրջանի դիրքը կոնկրետ ներդրումային ներուժի ու ռիսկի գծով հաշվարկվում է որպես ամբողջ երկրի միջին մակարդակից (որն ընդունվում է որպես բազային միավոր) ունեցած հարաբերական շեղում:

Վերոհիշյալ մեթոդով տարածաշրջանների ներդրումային գրավչության գնահատման արդյունքում վերջիններս դասակարգվում են 12 խմբերում՝ ելնելով առկա ներուժի և ռիսկի մակարդակից⁹⁸. բարձր ներուժ-նվազագույն ռիսկ, բարձր ներուժ-մեղմ ռիսկ, բարձր ներուժ-բարձր ռիսկ, բարձր ներուժ-ծայրահեղ ռիսկ, միջին ներուժ-նվազագույն ռիսկ, միջին ներուժ-մեղմ ռիսկ, միջին ներուժ-բարձր ռիսկ, միջին ներուժ-ծայրահեղ ռիսկ, ցածր ներուժ-նվազագույն ռիսկ, ցածր ներուժ-մեղմ ռիսկ, ցածր ներուժ-բարձր ռիսկ, ցածր ներուժ-ծայրահեղ ռիսկ: Բացի նշվածից՝ գործակալության կողմից հաշվարկվում են նաև առանձին ներուժի և ռիսկի գծով վարկանիշներ: Բերված մեթոդի առավելությունը կայանում է յուրաքանչյուր գնահատման համար պահանջվող ցուցանիշների ընտրության հնարավորության մեջ:

Մեկ այլ գնահատման մեթոդ, որն առաջարկվել է ռուս հետազոտող Կ. Գուսեվայի կողմից, հիմնվում է «տարածաշրջանի շուկայական զգայունություն» հասկացության վրա⁹⁹: Այս մեթոդի շրջանակում տարածաշրջանի ներդրումային գրավչության վերլուծության ժամանակ հատուկ ուշադրություն է դարձվում այդ տարածաշրջանների շուկայական սկզբնական պայմանների տարբերություններին, արդյունաբերության զարգացման առանձնահատկություններին, բնակլիմայական ռեսուրսների առկայությանը և ազգաբնակչության կենսամակարդակին: Այս մեթոդի հիմնական գաղափարը կայանում է նրանում, որ «շուկայական զգայունություն» եզրույթը կիրառվել է որպես ներդրումային ակտիվությունը պայմանավորող ավանդական գործոնների ազդեցության, ինչպես նաև տարածաշրջանային հարաբերությունների համակարգի բարեփոխումների արդյունք: Հեղինակի կողմից նշված մեթոդում կիրառվել է այնպիսի եզրույթ, ինչպիսին է «նոր ձևավորված պայմաններին տնտեսության հարմարվողականության աստիճանը»: Որպես ամփոփիչ գնահատական՝ այս մեթոդում առաջարկվել է «դրական շուկայական զգայունություն» հասկացությունը, ինչը նշանակում է, որ երկրում առկա են համապատասխան նախադրյալներ ներդրումային միջավայրի բարելավման ու առողջացման համար: Եվ

⁹⁸ “Рейтинг инвестиционной привлекательности регионов России”, Эксперт, 1997, №15, с. 17

⁹⁹ Гусева К. “Ранжирование субъектов РФ по степени благоприятности инвестиционного климата”, Вопросы экономики, 1996, №6, с.90

ընդհակառակը, «թույլ շուկայական զգայունություն» գնահատականը ներդրումային ակտիվությունը ճնշող հիմնական պատճառն է: Ամփոփելով պետք է նշել, որ նշված մեթոդը թերևս առաջինն է, որ հիմնվում է ներդրումային գրավչության պետական կարգավորման մեխանիզմների վրա՝ երկրի առանձին տարածաշրջանների մակարդակով:

Ներդրումային ռիսկերի գնահատման ոլորտում մեկ այլ մեթոդ է մշակվել ռուս հետազոտող Ա.Բլանկի կողմից, որի շրջանակներում տարածաշրջանի ներդրումային գրավչության համալիր հաշվարկը հիմնվում է հետևյալ «կայուն» ցուցանիշների վրա. ժողովրդագրական բնութագիր, ընդհանուր տնտեսական զարգացվածություն, տարածաշրջանի ենթակառուցվածքների զարգացվածություն, շուկայական հարաբերությունների և առևտրային ենթակառուցվածքների զարգացվածություն, ներդրման անվտանգություն: Ցուցանիշի «կայունության» տակ հասկացվում է այն, որ վերջինս համալրվում է 3-4 տարին մեկ¹⁰⁰: Վերլուծությունների հիման վրա որպես ամփոփիչ գնահատականներ սահմանվում են ներդրումային գրավչության առաջնահերթ մակարդակով տարածաշրջաններ, ներդրումային բարձր գրավչության մակարդակ ունեցող տարածաշրջաններ, միջին մակարդակի ներդրումային գրավչություն ունեցող տարածաշրջաններ, ցածր ներդրումային գրավչությամբ տարածաշրջաններ:

Ռուս մեկ այլ հետազոտող Վ. Սիզիկինայի կողմից մշակված մեթոդը թույլ է տալիս ոչ միայն գնահատել ներդրումային օբյեկտի դիրքը համապատասխան խմբում, այլև որոշել, թե որքանով է այս կամ այն ներդրումային օբյեկտը ավելի նախընտրելի մյուսից: Նշված մեթոդի հիմնական գաղափարն այն է, որ ցուցանիշների խմբի արժեքը համեմատվում է նախապես հայտնի միջինացված ցուցանիշի հետ: Սա կարող է մեկնաբանվել հետևյալ կերպ. եթե հետազոտվող օբյեկտների խմբում առկա են տասը տարածաշրջաններ, ապա միջինացված հայտնի ցուցանիշի տակ ենթադրվում է հետազոտվող ցուցանիշի միջին արժեքն ամբողջ երկրի մակարդակով: Այնուհետ հաշվարկվում է յուրաքանչյուր արժեքի շեղումը միջին ցուցանիշից, ինչպես բացարձակ, այնպես էլ տոկոսային արտահայտությամբ, որից հետո բոլոր հարաբերական

¹⁰⁰ Бланк И.А “Управление инвестициями предприятия”, Киев, Эльга, Ника-Центр, 2003, с.134

ցուցանիշները գումարվում են և բաժանվում են դրանց թվաքականի վրա: Այս փուլից հետո ստացվում է վերջնական հանրագումարային վարկանիշը, որի հիման վրա կարելի է պատկերացում կազմել, թե որքանով է յուրաքանչյուր տարածաշրջանի ներդրումային գրավչությունը բարձր կամ ցածր ամբողջ երկրի (հեղինակը տվյալ դեպքում հաշվարկել է ՌԴ-ի համար) միջին ցուցանիշից¹⁰¹:

Պետք է նշել, որ հաշվի առնելով համընդհանուր մեթոդաբանության բացակայությունը՝ բավական դժվար է կատարել տարածաշրջանների օբյեկտիվ դասակարգում՝ ըստ ներդրումային ռիսկերի: Ա. Իլչենկոյի և Մա Յյունի կողմից հրապարակված «Տարածաշրջանի սոցիալ-տնտեսական ենթակառուցվածքի համալիր գնահատումը» հոդվածում ներդրումային ռիսկերը հետազոտվել են սոցիալ-տնտեսական ենթակառուցվածքի¹⁰² չափելիության վիճակագրական խնդրի համատեքստում: Ըստ հեղինակների՝ տարածաշրջանի սոցիալ-տնտեսական ենթակառուցվածքի (ՍԵ) զարգացվածության համալիր ցուցանիշի հաշվարկը ներառում է երկու բաղադրիչներ. սոցիալ-ժողովրդագրական և արտադրական-տարածքային: Սոցիալ-տնտեսական զարգացվածության գնահատումն իր մեջ ներառում է այնպիսի ցուցիչներ, որոնք բնութագրում են տարածաշրջանի տնտեսական հնարավորությունները (<ՆԱ մակարդակի հիման վրա), գործարար ակտիվության մակարդակը (ազգաբնակչության զբաղվածության մակարդակի հիման վրա) և սոցիալական կենսապայմանները (կրթության, առողջապահության, բնակարանային ապահովվածության մակարդակի հիման վրա):

Արտադրատարածաշրջանային զարգացվածության ցուցանիշները ներառում են հետևյալ ցուցիչները. տրանսպորտային ցանցի զարգացվածություն, շրջակա միջավայրի մաքրություն, բնական ռեսուրսներով ապահովվածություն և այլն: Ցուցիչները հաշվարկվում են՝ առաջնորդվելով մասնավոր ցուցիչների մեթոդով, որը կիրառվում է ՄԱԿ-ի փորձագետների կողմից: Ամփոփիչ գնահատականի մեջ սոցիալ-տնտեսական և արտադրատարածաշրջանային ցուցիչները գումարվում են միմյանց՝

¹⁰¹ Бланк И.А. “Управление инвестициями предприятия”, Киев, Эльга, Ника-Центр, 2003, с.134

¹⁰² Ենթակառուցվածքի տակ հասկացվում է տնտեսության տարբեր ճյուղերի ձեռնարկությունների համախումբ, որը իրականացնում է արտադրական նշանակության կամ ազգաբնակչության սպասարկման գծով տարբեր ծառայություններ

համապատասխանաբար 1/3 և 2/3 կշիռներով: Հետազոտության արդյունքում հեղինակները եկել են այն եզրահանգման, որ առաջավոր տարածաշրջաններն ավելի գրավիչ են աշխատանքային միգրացիայի տեսանկյունից: Մարդկանց տեղաշարժը հանգեցնում է ներդրումների աճի և որպես արդյունք՝ տարածաշրջանի ներդրումային գրավչության բարձրացման, որը հետագայում նպաստում է տարածաշրջանի զարգացմանը և ազգաբնակչության կենսապայմանների բարելավմանը: Այսպիսով, վերոհիշյալ մեթոդը կարող է կիրառվել ոչ միայն տարածաշրջանի սոցիալ-տնտեսական ենթակառուցվածքի զարգացվածության աստիճանի որոշման, այլև դրանց ներդրումային գրավչության և ռիսկայնության մակարդակի գնահատման նպատակով:

Անդրադառնանք ևս մեկ մեթոդի, որը կիրառվում է ռուսական «Ինվեստիցիոննայա գազետա» պարբերականի կողմից և հիմնված է ներդրումային ներուժի հաշվարկման վրա: Նշված մեթոդով տարածաշրջանի ներդրումային գրավչության հաշվարկման ժամանակ վերջինիս բնութագրող սոցիալ-տնտեսական գործոնները տարանջատվում են ներդրումային ներուժը և ներդրումների ռիսկերը պայմանավորող գործոնների: Ներդրումային ներուժի վրա ազդում են հետևյալ գործոնների խմբերը. աշխատանքային ռեսուրսներ, ինստիտուցիոնալ ներուժ, ֆինանսական ներուժ և արտադրության զարգացման աստիճան: Ներդրումային ռիսկերը բնութագրող ցուցանիշները բաժանվում են հետևյալ խմբերի՝ քաղաքական, օրենսդրական, ֆինանսական և ներդրումային վարկանիշներ¹⁰³:

Այսպիսով, ներդրումային ռիսկերի գնահատման մեթոդների առանձնահատկություններից ելնելով՝ դրանք կարելի է պայմանականորեն բաժանել երեք խմբերի (աղյուսակ 2.3.1):

¹⁰³ “Инвестиционные рейтинги регионов России”, URL: <http://www.raexpert.ru/ratings/regions/>

Ներդրումային ռիսկերի գնահատման մեթոդների դասակարգումը

Հ/Հ	Գնահատման մեթոդի բնույթը	Մեթոդի անվանումը
1	Փորձագիտական գնահատումների վրա հիմնված մեթոդներ	(«Euromoney» ամսագրի մեթոդ, Հարվարդի բիզնեսի դպրոցի մեթոդ, վարկանիշի շնորհման մեթոդներ՝ «Moody's», «Standard & Poor's» և այլն
2	Վիճակագրական բալային գնահատումների վրա հիմնված մեթոդներ	Ավստրիայի բանկի տնտեսական դեպարտամենտի մեթոդ, «Էքսպերտ» վարկանշային գործակալության մեթոդ, Ա. Բլանկի և Կ. Գուսելայի կողմից առաջարկված մեթոդներ
3	Մասնավոր ցուցանիշների շարքի և համալիր ցուցանիշի կիրառման մեթոդներ	Կ. Գուսելայի, Ա. Բլանկի, Վ. Սիգիկինայի, Ա. Իլենկոյի և Մա Յյունի կողմից մշակված մեթոդներ, «Էքսպերտ» վարկանշային գործակալության մեթոդ

Պետք է նշել, որ փորձագիտական գնահատականների կիրառումն ունի ակնհայտ թերություն՝ կապված փորձագիտական գնահատականների սուբյեկտիվության հետ, քանի որ սովորաբար փորձագետները տալիս են միջինացված արժեքներ, այդ իսկ պատճառով առավել նախընտրելի են վիճակագրական մեթոդները, որոնք առավել օբյեկտիվորեն են գնահատում տվյալ երկրի ներդրումային իրավիճակը: Իհարկե, երբեմն անհրաժեշտ են լինում նաև կիրառել փորձագիտական գնահատականներ, որտեղ բուն գնահատումը կատարվում է սուբյեկտիվ մակարդակում: Վարկանշային դասակարգման համալիր մեթոդների դեպքում ևս առկա են որոշակի թերություններ՝ կապված այն բանի հետ, որ դրանց միջոցով կարելի է համեմատել տարածաշրջանների ներդրումային գրավչությունը, սակայն այս մեթոդներում համապատասխան կշիռները ևս ստացվում են փորձագիտական եղանակով, ինչն ավելի է մեծացնում գնահատման սուբյեկտիվությունը: Ըստ էության,

փորձագիտական գնահատականները կարելի է դիտարկել վերջիններիս նկատմամբ ներդրողների համապատասխան վստահության առկայության կամ բացակայության տեսանկյունից:

Ռիսկի գործոնի կառավարման հայեցակարգը կայանում է դրա մակարդակի օբյեկտիվ գնահատման մեջ՝ ներդրումային գործառնությունների եկամտաբերության անհրաժեշտ մակարդակի ապահովման և համապատասխան հակազդման միջոցառումների համակարգի միջոցով, որը նվազագույնի կհասցնի ռիսկերի բացասական ազդեցությունները կազմակերպության ներդրումային գործունեության վրա¹⁰⁴:

Ներդրումների ռիսկերի կառավարման միջազգային փորձի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ ներդրումային ռիսկերի կառավարումն իրականացվում է չորս հիմնական մակարդակներով.

1. միջազգային,
2. երկկողմ՝ տարբեր պետությունների միջև,
3. ներպետական,
4. առանձին տնտեսվարող սուբյեկտների մակարդակով:

Միջազգային մակարդակով ներդրումային ռիսկերի արդյունավետ կառավարման ուղղությամբ մեծ կարևորություն ունի ներդրումային վեճերի արդյունավետ կարգավորումը: Միջազգային ներդրումային վեճերին բնորոշ են դրանց ոչ միատեսակ սուբյեկտային կազմը: Շատ հաճախ հայցվորի դերում հանդես է գալիս օտարերկրյա մասնավոր ներդրողը, իսկ պատասխանողի դերում՝ ներդրում ընդունող պետությունը: Միջազգային ներդրումային վեճերի լուծումը կանոնակարգվում է ինչպես երկրների ազգային-իրավական նորմերով, այնպես էլ միջազգային իրավունքի նորմերով:

Միջազգային մակարդակով ներդրումային ռիսկերի կառավարումն իրականացվում է բազմաթիվ պետությունների մասնակցությամբ բազմակողմանի համաձայնագրերի կնքման շրջանակներում, որոնք բաց են նաև այլ պետությունների

¹⁰⁴ Бланк И.А. “Инвестиционный менеджмент”, Учебный курс, К., Эльга-Н, Ника-Центр, 2001, 448 с., с. 148

անդամակցության համար: Նմանատիպ համաձայնագրերից է Ներդրումների երաշխավորման բազմակողմ գործակալության (ՆԵԲԳ) ստեղծման մասին 1985 թվականի Սեուլյան կոնվենցիան, որը նախաձեռնել էր Համաշխարհային բանկը: ՆԵԲԳ-ն բաժնետիրական ընկերություն է՝ 1 միլիարդ ԱՄՆ դոլար կապիտալով: Այդ ընկերության բաժնետերեր են 152 անդամ պետություններ, որոնք ձեռք են բերել բաժնետոմսերը Համաշխարհային բանկում ունեցած իրենց կապիտալին համամասնորեն: Ըստ բաժնեմասի մեծության՝ առաջին տեղում է ԱՄՆ-ն՝ 17%: Ռուսաստանը ամենամեծ բաժնետերն է զարգացող երկրների շարքում՝ 2,78% :

Գործակալության նպատակներն են.

- զարգացող երկրներում արտադրական նպատակներով իրականացվող ներդրումների երաշխիքների տրամադրում,
- ոչ առևտրային ռիսկերի ապահովագրություն և վերաապահովագրություն,
- ներդրումային նախագծերի մշակման աջակցություն և առանձին երկրների կողմից սահմանված պահանջների համապատասխանության տեսանկյունից դրանց հիմնավորվածության ապահովում,
- զարգացող երկրներում ներդրումների հոսքի խթանման նպատակով տեխնիկական աջակցության տրամադրում,
- տեղեկատվական գործառույթների իրականացում:

Գործակալության գործունեության հիմնական ուղղություններն են.

- ներքոհիշյալ իրավիճակներից բխող կորուստներից պաշտպանության նպատակով երաշխիքների տրամադրում.
- ազգային արժույթի չփոխարկելիություն,
- սեփականության բռնազավթում (սեփականության իրավունքի սահմանափակում, վերացում կամ դրա վրա վերահսկողության սահմանում),
- պատերազմական իրավիճակ և քաղաքական անկարգություններ,
- ներդրում ընդունող երկրի կոնտրագենտի կողմից պայմանագրային պարտավորությունների խախտումներ,
- համատեղ ապահովագրության և վերաապահովագրության գծով գործառնություններ (ներդրումների ապահովագրություն այն երկրներում, որտեղ չեն

իրականացվում ապահովագրություն և վերաապահովագրություն՝ պայմանավորված դրանց որդեգրած քաղաքականություններով),

- միջազգային կոնսորցիումների համար երաշխիքների տրամադրում,
- զարգացող երկրներին աջակցություն ներդրումային նախագծերի մշակման և երաշխիքների տրամադրման համար հայտերի նախապատրաստման գծով, ինչպես նաև հայտերի տեխնիկատնտեսական հիմնավորումների ապահովում, մասնավորապես, ֆինանսական, տնտեսական և բնապահպանական ոլորտներում,
- օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներգրավման նպատակով զարգացող երկրներին աջակցության ցուցաբերում, խորհրդատվական ծառայությունների մատուցում՝ բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորման և արտասահմանյան կապիտալի ներգրավման նպատակով, նոր ներդրումային նախագծերի վերաբերյալ տեղեկատվության տարածում, մարքեթինգային ծրագրերի մշակման ոլորտում տեխնիկական աջակցություն¹⁰⁵:

Հարկ է նշել, որ Գործակալության կողմից երաշխիքների տրամադրման նախապատվություն է տրվում ցածր եկամուտ ունեցող, քաղաքական ռիսկերի առկայությամբ կամ հակամարտությունների մեջ ներքաշված երկրներում ենթակառուցվածքների զարգացմանն ու սոցիալական նշանակալի ծրագրերի կենսագործմանն ուղղված ներդրումներին: Գործակալության կողմից տրամադրվող երաշխիքներին կարող են հավակնել ինչպես մասնավոր կազմակերպությունները, այնպես էլ քաղաքացիները, որոնք գրանցված չեն ներդրում ընդունող երկրում: Մինևույն ժամանակ, ՆԵԲԳ-ը չի տրամադրում վարկեր և չի հանդիսանում ինքնուրույն ներդրող:

Գործակալության կողմից իրականացվող օտարերկրյա ներդրողների գույքային շահերի պաշտպանության համակարգի հիմքում ընկած է ապահովագրության պայմանագիրը, որի կողմերն են գործակալությունը (ապահովադիր) և օտարերկրյա ներդրողը (ապահովագրվող): Գործակալության կողմից ապահովագրվում են հիմնական կապիտալում ներդրումները, հիմնական կապիտալի սեփականատերերին տրամադրված վարկերը և երաշխիքները, կառավարման ծառայությունների և

¹⁰⁵ <https://www.miga.org/investment-guarantees>

տեխնիկական աջակցության տրամադրման գծով պայմանագրերը և այլն: Ապահովագրման են ենթակա միայն նոր ներդրումային նախագծերը, այդ թվում՝ արդեն գոյություն ունեցող ձեռնարկությունների ընդլայնման և վերակառուցման նպատակով: Ապահովագրության ստանդարտ ժամկետը կազմում է 3-ից 15-20 տարի¹⁰⁶: Ապահովագրման գումարը սովորաբար չի կարող գերազանցել նախագծի արժեքի 90%-ը և կազմում է մեկ ներդրումային նախագծի համար 110 մլն դոլար և 440 մլն դոլար մեկ երկրի համար, սակայն համատեղ ապահովագրության և վերաապահովագրության դեպքում նշված սահմանաչափը կարող է զգալիորեն ընդլայնվել: 1988 թվականից ի վեր ՆԵԲԳ-ի կողմից տրամադրվել են ավելի քան 900 երաշխիքներ՝ 17,4 մլրդ դոլար ընդհանուր ծավալով: Ավելին, վերջինիս աջակցությամբ ավելի քան 50 մլրդ դոլար օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներ են իրականացրել 96 զարգացող երկրներ¹⁰⁷: Կարևոր ենք համարում նշել, որ Գործակալության երաշխիքներն ունեն բարձր մոլտիպլիկատիվ էֆեկտ. յուրաքանչյուր ապահովագրված դոլարի դիմաց ներդրվում է լրացուցիչ 4 դոլար: Գործակալության երաշխիքները բարձր են գնահատում նաև առևտրային բանկերը, որոնք բավական հեշտությամբ վարկավորում են ապահովագրված ներդրումային նախագծերը:

Սեուլյան կոնվենցիայի կարևորությունը նաև այն է, որ վերջինիս հիման վրա աշխարհի երկրների մեծամասնության կողմից ամրագրվեց սուբրոգացիայի սկզբունքի գերակայությունը՝ քաղաքական ռիսկերից ապահովագրելու դեպքերում¹⁰⁸:

Ներդրումային ռիսկերի կարգավորման ուղղությամբ միջազգային մակարդակով կնքված մեկ այլ կարևոր փաստաթուղթ է 1965 թվականի մարտի 18-ին ընդունված Վաշինգտոնյան կոնվենցիան՝ կապիտալ ընդունող երկրների և մասնավոր ներդրողների միջև ներդրումային վեճերի կարգավորման մասին: Պետք է փաստել, որ հենց վերջինիս ընդունմամբ դրվեց միջազգային ներդրումային վեճերի լուծման իրավական կառուցակարգերի հիմքը, և ձևավորվեց Ներդրումային վեճերի կարգավորման միջազգային կենտրոնը: Համաձայն կոնվենցիայի 25-րդ հոդվածի՝

¹⁰⁶ <https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D0%BE%D1%81%D1%82%D0%BE%>

¹⁰⁷ <https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D0%BD%D0%BE%D0%B3%D0%BE%D1%81%D1%82%D0%BE%>

¹⁰⁸ Трапезников, В.А. “Валютное регулирование в международном инвестиционном праве”, В.А. Трапезников, М., Волтерс Клувер, 2004, с. 33

ներդրումային վեճերի կարգավորման շրջանակում Կենտրոնի կողմից դիտարկվում են այն վեճերը, որոնք կապված են մասնակից պետությունների և այլ պետությունների քաղաքացիների միջև ուղղակի ներդրումների հետ¹⁰⁹:

Ներդրումային վեճերի կարգավորման միջազգային կենտրոնը, որպես ՄԱԿ-ի մասնագիտացված կառույց, իր պաշտոնական գործունեությունը սկսեց 1966 թվականի հոկտեմբերի 14-ից: Կենտրոնի գործունեությունն առաջնորդվում է Վաշինգտոնյան կոնվենցիայով, որը դիտարկում է ներդրումային վեճերի լուծման երկու մոտեցում. կողմերի հաշտեցում և արբիտրաժային գործընթաց: Դրան համապատասխան, Կոնվենցիան պարունակում է գործերի քննության, հայցերի հարուցման ու արբիտրաժի կիրառման ընթացակարգային հստակ կանոններ: Կենտրոնի կողմից ծառայությունների մատուցումը հիմնվում է կամավորության և վճարովիության սկզբունքի վրա: Կենտրոնին անդամակցում են 152 երկրներ: Հարկ է նշել, որ ներկայումս միջազգային ներդրումների ոլորտում կնքվող բազմաթիվ պայմանագրերում հղում է կատարվում Ներդրումային վեճերի կարգավորման միջազգային կենտրոնին՝ որպես ներդրումային վեճերի լուծման կարգավորիչ մարմնի:

Հատկանշական է այն, որ Վաշինգտոնյան կոնվենցիայի շրջանակում սահմանված կառուցակարգերը գործողության մեջ դնելու համար չեն պահանջվում ոչ արտասահմանյան ներդրումների ապահովագրական համակարգի առկայություն և ոչ էլ երկողմանի համաձայնագրեր՝ դրանց պաշտպանության ուղղությամբ: Կոնվենցիային անդամակցումը հնարավորություն է տալիս կիրառել ներդրումային վեճերի լուծման ընթացակարգն այն բոլոր դեպքերի համար, երբ խոսքը գնում է արտասահմանյան մասնավոր ներդրումների մասին և վեճի կողմերն են պետությունն ու օտարերկրյա ներդրողը:

Ընդհանուր առմամբ, այս կառույցի ստեղծումը կարելի է դրականորեն գնահատել՝ որպես միջազգային ներդրումային վեճերի լուծման ուղղությամբ կարևոր քայլ:

Միջազգային պրակտիկայում երկկողմանի մակարդակով ներդրումային ռիսկերի կարգավորումն իրականացվում է պետությունների միջև երկկողմանի

¹⁰⁹ <https://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9C%D0%B5%D0%B6%D0%B4%D1%83%D0%BD%>

համաձայնագրերի կնքման միջոցով՝ կապիտալ ներդրումների պաշտպանության և երկակի հարկումը բացառելու ուղղությամբ: Երկկողմանի համաձայնագրերը լայն տարածում են գտել աշխարհում, ինչը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ երկու պետությունների համար ավելի դյուրին է ապահովել ներդրումային գործընթացի կարգավորումը, քան այն իրականացնել միասնականացված բազմակողմ միջազգային համաձայնագրերի շրջանակներում՝ հաշվի առնելով նաև երրորդ պետությունների շահերը և դիրքորոշումները¹¹⁰:

Երկկողմանի համաձայնագրերի առանցքային դրույթներից են.

- օտարերկրյա ներդրումների ռեժիմը,
- ազգայնացման, պետականացման և այլ պետական միջոցառումների արդյունքում արտասահմանյան ներդրողների պաշտպանության հիմնական երաշխիքները,
- եկամուտներն անխոչընդոտ արտերկիր տեղափոխելու հնարավորությունը,
- ներդրումային վեճերի լուծման կարգը և պայմանները:

Պետության և արտասահմանյան ներդրողի միջև վեճերը դասվում են մասնավոր իրավունքի ոլորտին, և համաձայն միջազգային հանրային իրավունքի նորմերի, ենթակա են առաջնահերթ կարգով լուծման՝ վիճող կողմերից որևէ մեկը ներկայացնող երկրի դատարանների կողմից: Միջազգային պրակտիկայում առավել հաճախ այդպիսի դատարանների դերում հանդես են գալիս ներդրում ընդունող երկրի դատարանները:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման ուղղությամբ միջազգային պրակտիկայում լայնորեն կիրառվում է նաև օտարերկրյա ներդրումների պաշտպանության երաշխիքների ապահովումը: Այս ուղղությամբ կարևորվում է ներդրումային վեճերի լուծման ճկուն համակարգի ձևավորումը, այդ թվում՝ կողմերի միջև կնքված պայմանագրերի դրույթների մեկնաբանության և կիրառման միասնական մոտեցումների սահմանում՝ նախապատվությունը տալով բանակցային գործընթացի միջոցով դրանց կարգավորման անցկացմանը: Առանձնահատուկ ուշադրության է արժանի այն հանգամանքը, որ ներդրումների պաշտպանության և փոխադարձ

¹¹⁰ <http://mchpravo.ru/pravovoe-regulirovanie-inostrannyh-investicij.html>

խթանման ուղղությամբ կնքված պայմանագրերի մեծ մասում նախատեսված է նման վեճերը քննել միջազգային արբիտրաժներում¹¹¹:

Ազգային կամ ներպետական մակարդակով ներդրումային ռիսկերի կառավարումն իրականացվում է հիմնականում արտասահմանյան ներդրողների պաշտպանության երաշխիքների տրամադրման միջոցով: Տվյալ դեպքում գլխավոր երաշխավորի դերում հանդես է գալիս պետությունը՝ գործող օրենսդրությամբ նախատեսված մի շարք երաշխիքների տրամադրման միջոցով.

- բռնազավթումների և հարկադիր օտարումների բացառման,
- պետական մարմինների և պաշտոնատար անձանց հակաօրինական գործողություններից պաշտպանության,
- եկամուտների օգտագործման,
- օրենսդրական նորմերի անփոփոխության,
- ֆինանսական փոխհատուցումների:

Յուրաքանչյուր պետություն, որը շահագրգռված է օտարերկրյա կապիտալի ներգրավմամբ, ձևավորում է լրացուցիչ երաշխիքների համակարգ՝ կոչված պաշտպանելու ներդրողներին առևտրային և ոչ առևտրային բնույթի ներդրումային ռիսկերից: Որպես օտարերկրյա ներդրողների լրացուցիչ երաշխիքների ապահովման միջոց՝ կիառվում է նաև ռիսկերի ապահովագրության համակարգի ստեղծումը: Մասնավորապես, ԱՄՆ-ում ներդրողների գույքային իրավունքների պաշտպանության և քաղաքական ռիսկերի իրականացման գծով մասնագիտացված պետական կառույցի դերում հանդես է գալիս ԱՄՆ կառավարության կողմից 1969 թվականին հիմնադրված Արտասահմանյան մասնավոր ներդրումների կորպորացիան: Այս կառույցը աջակցություն է ցուցաբերում ամերիկյան ներդրողներին արտասահմանյան երկրներում քաղաքական ռիսկերից գույքային շահերի ապահովագրման միջոցով՝ կապված ազգայնացումների, քաղաքական հուզումների և պատերազմների արդյունքում ֆինանսական կորուստների հետ և այլն: Կորպորացիայի գործունեության

¹¹¹ “Международно-правовые основы иностранных инвестиций в России: сб. нормативных актов и документов”, М., Юридическая литература, 1995, с. 25-40.

շրջանակում ընդգրկված են ամերիկյան ներդրումներն ավելի քան 140 զարգացող երկրներում և շուկաներում¹¹²:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման գործընթացում առևտրային և ոչ առևտրային ռիսկերի ապահովագրության խնդիրները դիտարկվում են առանձնացված կերպով, քանի որ վերջիններս տարբերվում են ինչպես կորուստների մակարդակով, այնպես էլ ապահովագրություն իրականացնող սուբյեկտների կազմով: Հարկ է նշել, որ որպես կանոն, ոչ առևտրային ռիսկերն ապահովագրում են արտաքին ֆինանսական ինստիտուտները, սակայն, միևնույն ժամանակ, բազմաթիվ երկրների կողմից կարևորվում է ռիսկերի ապահովագրության արտերկրյա համակարգերին մասնակցությունը:

Արտերկրում ներդրումային ռիսկերի նվազեցման ուղղությամբ լայնորեն կիրառվում է նաև ֆինանսական երաշխիքների ապահովագրության համակարգը: Վերջինս նախատեսում է ապահովագրողի կողմից երաշխիքի տրամադրում առ այն, որ փոխառուի և ներդրողի մասնակցությամբ կնքված գործարքով ամրագրված որոշակի ֆինանսական պարտավորությունները կկատարվեն պատշաճ կերպով: Սա իրենից ներկայացնում է երաշխավորության հատուկ ձև, որը պաշտպանում է ներդրողին ֆինանսական գործառնությունների հետ կապված ռիսկերից: Նմանատիպ երաշխիքները տրամադրվում են բանկերի, ապահովագրական ընկերությունների և այլ ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից: Ընդ որում, պետք է նշել որ տարբեր երկրներում գոյություն ունեն այդպիսի գործառնությունների իրավական կարգավորման որոշակի առանձնահատկություններ: Մասնավորապես, Ֆրանսիայում և Ճապոնիայում երաշխավորությունների տրամադրումը առևտրային բանկերի մենաշնորհն է, իսկ ԱՄՆ-ում ընդհակառակը՝ գործող օրենսդրությամբ սահմանափակված է բանկերի կողմից դրանց տրամադրումը: Իսկ, օրինակ, Անգլիայում և Իտալիայում բանկերը և ապահովագրական ընկերությունները երաշխիքների տրամադրման հարցում ունեն հավասար հնարավորություններ: Ինչ վերաբերում է Գերմանիային, ապա այստեղ գործում են հատուկ գործակալություններ,

¹¹² “Страхование и страховая деятельность. Материалы конференции”, Финансовая газета, 1997, № 15, стр. 19

որոնք մասնագիտացված են ինչպես նշված, այնպես էլ ներդրումներին աջակցող այլ ֆինանսական գործառնությունների գծով:

Միջազգային պրակտիկայում կիրառվող ֆինանսական երաշխիքների ապահովագրության ձևերից կարելի է առանձնացնել.

- պարտատոմսերի և այլ արժեթղթերի ապահովագրությունը,
- կարճաժամկետ առևտրային գործարքների և երկարաժամկետ ներդրումների համար վարկերի ապահովագրությունը,
- գրավային պարտատոմսերի ապահովագրությունը,
- լիզինգի, վարձակալության գծով վճարների ապահովագրությունը և այլն:

Արտասահմանյան երկրներում գործող ֆինանսական երաշխիքների ապահովագրության առավել հայտնի տեսակներից է մունիցիպալ պարտատոմսերի ապահովագրությունը, որը սկիզբ է առել ԱՄՆ-ում դեռևս 1970-ական թվականներից: Բացի դրանից, լայն տարածում է գտել նաև տնտեսության տարբեր ճյուղերի կազմակերպությունների պարտատոմսերի ապահովագրությունը: Ապահովագրության նշված տեսակների իրականացման դեպքում ներդրողներին երաշխավորվում է կապիտալի և տոկսադրույքների վճարումը՝ թողարկողի կողմից արժեթղթերով ստանձնած պարտավորությունների չիրականացման դեպքում:

Նշված ապահովագրության ձևերը թույլ են տալիս.

- ներդրողի ռիսկը տեղափոխել ապահովագրական ընկերության վրա,
- ներդրողին ազատել թողարկողի վարկունակության գնահատման բազմակողմանի և աշխատատար գործընթացից,
- ապահովել ապահովագրված արժեթղթերի իրացվելիությունը և դրանց շուկայական գների կայունությունը:

Ինչ վերաբերում է համաշխարհային պրակտիկայում արտասահմանյան ներդրողների ոչ առևտրային ռիսկերի ապահովագրությանը, ապա դա հիմնականում իրականացվում է՝

ա) միջազգային մակարդակով՝ Ներդրումների երաշխիքների գծով բազմակողմանի գործակալության կողմից (Multinational Investment Guarantee Agency - MIGA),

բ) ազգային մակարդակով՝ պետական մասնագիտացված կազմակերպությունների միջոցով, որոնք իրականացնում են արտասահմանյան երկրներում ազգային ներդրողների ներդրումային ռիսկերի ապահովագրություն (օրինակ, ԱՄՆ-ում՝ Overseas Private Investment Corporation - OPIC):

Առանձին տնտեսվարող սուբյեկտների մակարդակով ներդրումային ռիսկերի կառավարումն իրականացվում է ներդրումային նախագծերի արդյունավետ կառավարման միջոցով: Տվյալ դեպքում մշակվում է կազմակերպության մակարդակով ռիսկերի կառավարման ուղղությամբ միջոցառումների համալիր, որը ներառում է ռիսկերի վերլուծության, ինչպես նաև դրա նվազեցման ուղղությամբ միջոցառումների մշակման և իրականացման փուլեր:

Առանձին տնտեսվարող սուբյեկտների մակարդակով արտասահմանյան բազմաթիվ երկրներում ներդրումային ռիսկերի նվազեցման լայն տարածում ստացած մեթոդ է համարվում հեջավորումը: Ակնհայտ է, որ բոլոր ռիսկերի հեջավորումը միակ հնարավորությունն է ամբողջությամբ խուսափելու ներդրումային ռիսկերից, սակայն դա զգալի ծախսեր է պահանջում՝ կապված բորսայական կոմիսիոն վճարների և պարգևավճարների հետ: Այդ իսկ պատճառով՝ կազմակերպությունները հիմնականում նախապատվությունը տալիս են ընտրովի հեջավորմանը: Հեջավորումն իրականացվում է ածանցյալ արժեթղթերի միջոցով: Կախված կիրառվող ածանցյալ արժեթղթերի տեսակից՝ տարբերակվում են ռիսկերի հեջավորման հետևյալ մեխանիզմները.

- ֆյուչերսային պայմանագրերի միջոցով հեջավորում, որն իրականացվում է ապրանքային կամ ֆոնդային շուկաներում ակտիվի գնման կամ վաճառքի ժամկետային հակադարձ գործարքների կնքման միջոցով՝ ֆինանսական ռիսկերի չեզոքացման մեջ,
- օպցիոնների միջոցով հեջավորում, որը բնորոշվում է որոշակի պարգևավճարի դիմաց ակտիվի գնման կամ վաճառքի իրավունքի ձեռքբերմամբ,
- սվոպ գործառնությունների կիրառմամբ հեջավորում, որը կայանում է որոշակի ֆինանսական ակտիվների կամ պարտավորությունների փոխանակման միջոցով դրանց կառուցվածքի բարելավման և ֆինանսական ռիսկերի նվազեցման մեջ:

Այսպիսով, ժամանակակից տնտեսական հարաբերությունների գլոբալացման պայմաններում ներդրումային ռիսկերի կառավարումը չի կարող սահմանափակվել միայն առանձին տնտեսվարողների և երկրների մակարդակով, և ներկայումս այն վերածվել է աշխարհի բոլոր պետությունների և միջազգային կառույցների կարևոր գործառույթի, ինչի հիման վրա հնարավոր է դառնում համաշխարհային մակարդակով նվազեցնել ներդրումային ռիսկերի մակարդակը և ապահովել առանձին երկրներում ներդրումային գործընթացի արդյունավետությունը:

ԳԼՈՒԽ 3 ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ՌԻՍԿԵՐԸ ՀՀ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

3.1. Ներդրումային ռիսկերի առաջացման հիմնական գործոնները

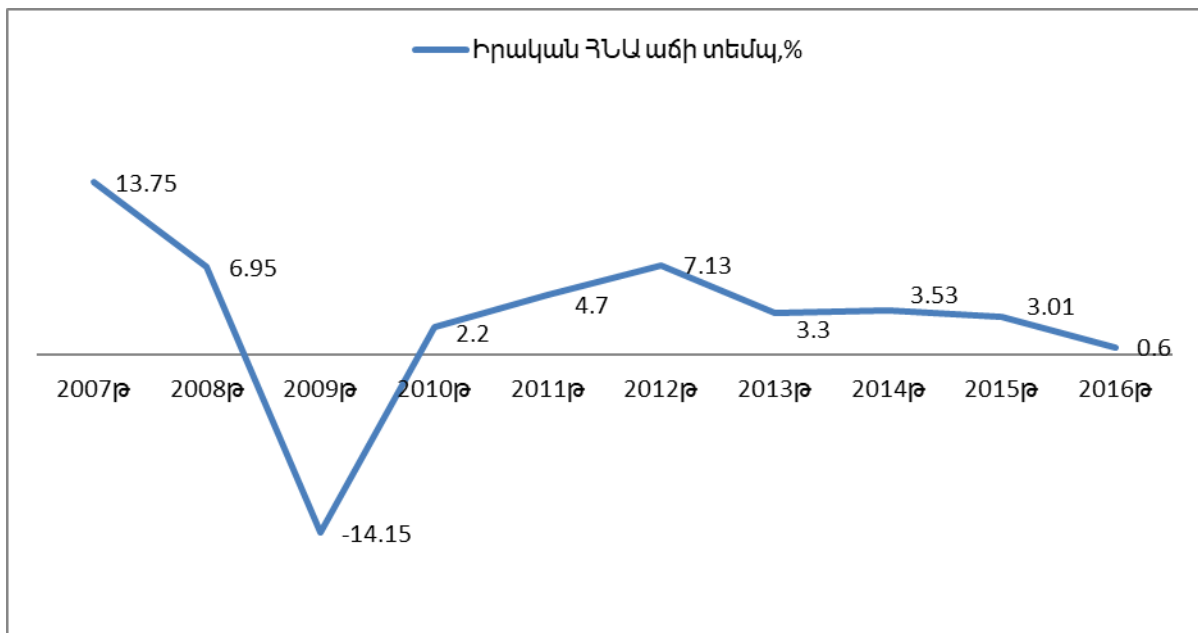
Հայաստանի Հանրապետությունում

Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության մեջ ներդրումային գործընթացի ակտիվացումը նախևառաջ կախված է մեր երկրի ներդրումային միջավայրի բարելավման և ներդրումային ռիսկերի արդյունավետ կառավարման հնարավորություններից: Հայաստանում ներդրումային ռիսկերի նվազեցման համար նախևառաջ անհրաժեշտ է բացահայտել և վերլուծել այդ ռիսկերի առաջացման հիմնական գործոնները:

Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրումային ռիսկերի առաջացման գործոնները բացահայտելու համար անդրադարձ է կատարվել տնտեսական աճի և ներդրումների ցուցանիշների շարժընթացի վերլուծությանը: Միանգամայն ակնհայտ է, որ երկրի տնտեսական աճի ու ներդրումների մակարդակի միջև գոյություն ունի ուղղակի կապ և, մասնավորապես, դիտարկելով Հայաստանի մակրոտնտեսական ցուցանիշները, երևում է, որ բարձր տնտեսական աճ է գրանցվել այն ժամանակահատվածում, երբ ներդրումներն աճել են հանրապետությունում, և ցածր այն տարիներին, երբ ընդհակառակը՝ ներդրումները նվազման միտում են ունեցել: Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ընթացքում և դրան հաջորդած ժամանակահատվածում Հայաստանում տնտեսական աճի դանդաղման միտումն ունեցել է հաստատուն երկարաժամկետ բնույթ՝ հանդիսանալով օբյեկտիվ գործոնների երկարատև ազդեցության արդյունք: Տվյալ պարագայում, եթե նույնիսկ որոշակի տարիներին տնտեսական աճի ավելի բարձր ցուցանիշ է արձանագրվել, ապա այն կարճաժամկետ բնույթ է ունեցել՝ տնտեսության մեջ մեծածավալ ներդրումների բացակայության պատճառով:

Վերլուծելով Հայաստանում իրական ՀՆԱ աճի շարժընթացը՝ երևում է, որ ամենաբարձր ցուցանիշն արձանագրվել է 2007 թվականին՝ 13.75%, այնուհետ 2008 թվականին այն կրճատվել է՝ կազմելով ընդամենը 6.95%, իսկ արդեն 2009 թվականին

տնտեսության մեջ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունների տարածման արդյունքում արձանագրվել է 14.15% տնտեսական անկում (տես գծապատկեր 3.1.1): Ֆինանսատնտեսական ճգնաժամին հաջորդող ժամանակահատվածում տնտեսական աճի ամենաբարձր ցուցանիշ է արձանագրվել 2012 թվականին՝ 7.13%, իսկ հաջորդող տարիներին այն գտնվել է միջինում 3%-անոց մակարդակի վրա, իսկ 2016 թվականին նվազել է մինչև 0.6% (տես գծապատկեր 3.1.1):



Գծապատկեր 3.1.1

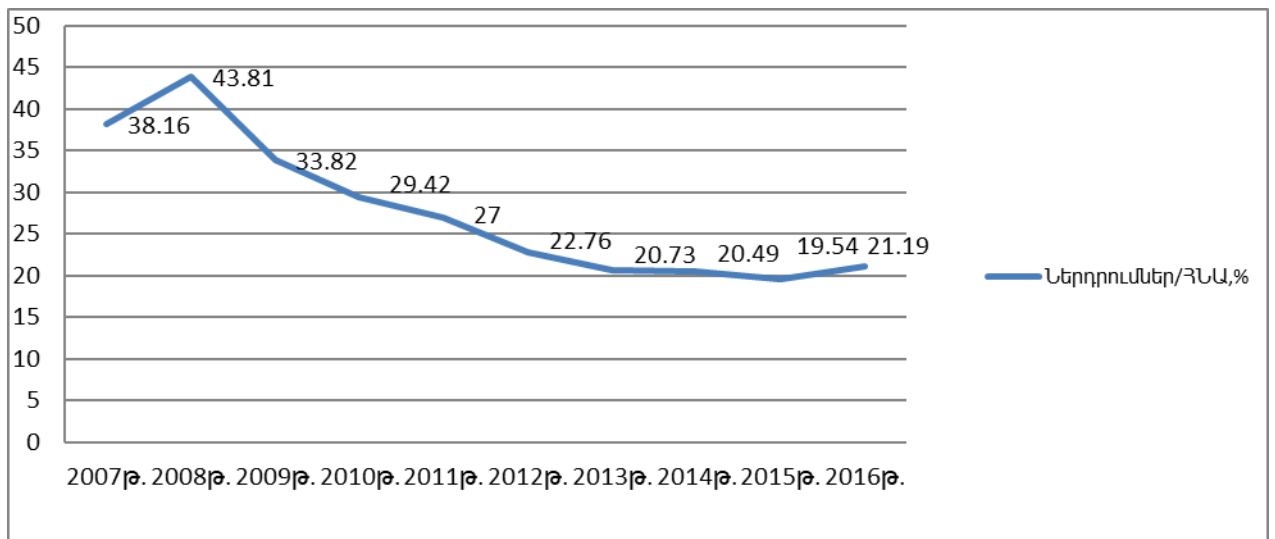
Իրական ՀՆԱ աճի շարժընթացը ՀՀ-ում 2007-2016թթ¹¹³.

Անդրադառնալով հանրապետությունում ներդրումային գործընթացներին՝ պետք է փաստել, որ շուկայական տնտեսության արմատավորումից հետո ընկած ժամանակահատվածում տնտեսության մեջ ինչպես ներքին, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրումներն ունեցել են տատանողական շարժընթաց: 1992 թվականից սկսած՝ շուկայական տնտեսության կայացմանն ուղղված տնտեսական բարեփոխումներն իրականացվեցին հիմնականում ի հաշիվ բյուջեի սղաճի ու նոր պարտքերի պակասության՝ փաստացի չգործադրելով ոչ վարկային էմիսիայի հնարավորությունները և ոչ էլ արտաքին խոշոր ներդրումները, որոնք պետք է ներգրավվեին

¹¹³ International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>) World Bank, World Development Indicators Online Database

խոշորամասշտաբ ներդրումային նախագծերի միջոցով՝ առավելագույնս օգտագործելով սիյուռքի հնարավորությունները: Ուղղված տնտեսական բարեփոխումներն իրականացվեցին հիմնականում ի հաշիվ բյուջեի սղաճի ու նոր պարտքերի պակասուրդի՝ փաստացի չգործադրելով ոչ վարկային էմիսիայի հնարավորությունները¹¹⁴: Այնուամենայնիվ, 2000-ական թվականների սկզբում, երբ համաշխարհային տնտեսությունը գտնվում էր աննախադեպ վերելքի փուլում՝ ուղեկցվելով ներդրումային գործընթացների գերակտիվացմամբ, ՀՀ տնտեսությունը արդեն 2002 թվականից սկսած թևակոխեց տնտեսական աննախադեպ վերելքի փուլ՝ գրանցելով երկնիշ տնտեսական աճ: Սակայն, 2008 թվականի համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետևանքով ինչպես տեղական, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրումների գծով հանրապետությունում կտրուկ անկում արձանագրվեց և մինչ օրս այդ ցուցանիշները դրսևորում են անկայուն շարժընթաց՝ մինչճգնաժամային ժամանակահատվածում արձանագրված ցուցանիշներից անհամեմատ ավելի ցածր ցուցանիշներով: Ինչ վերաբերում է տնտեսության մեջ ներդրումային ակտիվությունը բնութագրող մեկ այլ կարևոր ցուցանիշի՝ ներդրումներ/ՀՆԱ հարաբերակցությանը, այն ևս դիտարկվող ժամանակահատվածում ցուցաբերել է տատանողական շարժընթաց (գծապատկեր 3.1.2).

¹¹⁴ Սարգսյան Հ., Մարկոսյան Ա. «Հայաստանի տնտեսության վերափոխումները և վերելքի հեռանկարները», Երևան, «Զանգակ» հրատ. 2014, էջ 151



Գծապատկեր 3.1.2

Ներդրումներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը (%-ով) 2007-2016թթ.¹¹⁵

Ինչպես երևում է վերոգրյալից՝ ներդրումներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը Հայաստանի Հանրապետությունում համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամին հաջորդող ժամանակահատվածում անշեղորեն նվազման միտում է ունեցել՝ որոշ տարիներին ունենալով աննշան դրական շարժ: Այսպես, 2008 թվականին այն ունեցել է աննախադեպ բարձր ցուցանիշ՝ 43.81%: Հանրապետության տնտեսությունում ներդրումային նման գերակտիվացումը հիմնականում պայմանավորված էր բնակարանային շինարարության ոլորտում խոշորածավալ ներդրումներով: Պետք է նշել, որ 2009 թվականին, երբ Հայաստանի տնտեսությունն արդեն հայտնվել էր ճգնաժամային իրավիճակում, ներդրումներ/ՀՆԱ ցուցանիշը դեռևս համեմատաբար բարձր է եղել՝ 33.8%, ինչն իներցիոն բնույթ էր կրում: 2010 թվականին այս ցուցանիշը, կրճատվելով շուրջ 2.5%-ով, կազմեց 31.31%, իսկ հաջորդող տարիներին այդ կրճատումը շարունակական բնույթ կրեց՝ 2011 թվականին կազմելով 27.9%, իսկ 2012 թվականին՝ 23.8%: Հարկ է նշել, որ թեև 2011 թվականի ՀՀ կառավարության միջնաժամկետ ծախսային ծրագրով (2011-2013թթ.) կանխատեսվել էր, որ 2013թ. ներդրումների մակարդակը Հայաստանում մասնակիորեն պետք է

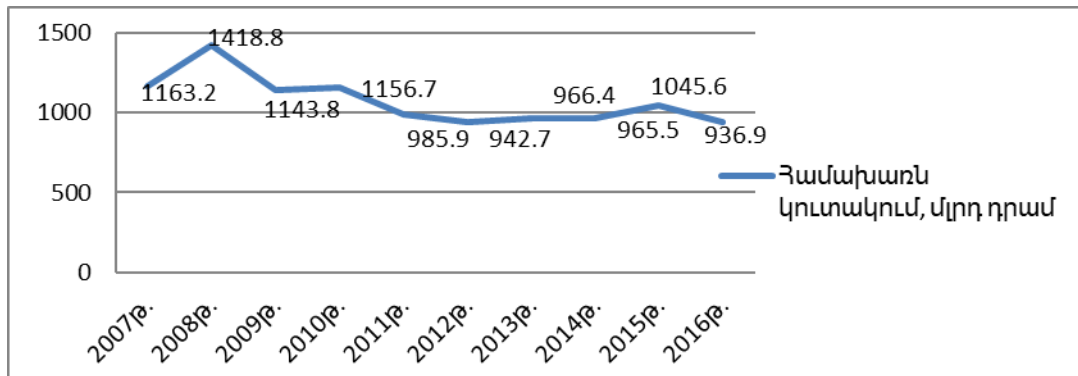
¹¹⁵ International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2017 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/index.aspx>) World Bank, World Development Indicators Online Database

վերականգնվեր, սակայն տեղի ունեցավ հակառակը: 2013-2015թթ. ներդրումներ/ՀՆԱ ցուցանիշի նվազման միտումը պահպանվել է, ընդհուպ հասնելով մինչև 19.54%, ինչը թերևս 2001 թվականից ի վեր ամենացածր ցուցանիշն էր հանրապետությունում: Ինչպես և նախատեսվում էր կառավարության գնահատականներով՝ այս ցուցանիշը փոքր-ինչ բարելավվեց 2016 թվականին՝ կազմելով շուրջ 21.19%, ինչը դեռևս ցածր էր 2002 թվականի արձանագրած ցուցանիշից՝ 21,7%:

Հարկ է նշել, որ ներդրումներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը զարգացած երկրներից շատերում համեմատաբար բարձր չէ, օրինակ, ԱՄՆ-ում և Գերմանիայում այն չի հասնում նույնիսկ 20%-ի, ինչը հիմնականում պայմանավորված է այդ երկրների տնտեսություններում ներդրումների բավական բարձր կուտակային ցուցանիշով: Սակայն, զարգացող երկրներում իրավիճակը լիովին այլ է, ուստի և այս երկրներում ներդրումներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը պետք է ավելի բարձր լինի՝ զարգացած երկրների համեմատ: Ըստ որոշ գնահատականների՝ զարգացած երկրներում ներդրումներ/ՀՆԱ միջին հարաբերակցությունը ներկայումս կազմում է միջին հաշվով 21%, իսկ զարգացողներում՝ 30%:

Անդրադառնալով մեր հանրապետության տնտեսությունում համախառն կուտակման ցուցանիշներին՝ պետք է նշել, որ այն ևս 2008 թվականից հետո նվազման միտում է ունեցել (տես գծապատկեր 3.1.3-ը): Ինչպես երևում է գծապատկերից, դիտարկվող ժամանակահատվածում համախառն կուտակման ամենաբարձր ցուցանիշն արձանագրվել է 2008 թվականին՝ 1418.8 մլրդ դրամ, իսկ արդեն 2009 թվականին այս ցուցանիշը կտրուկ նվազել է (շուրջ 20%-ով) և կազմել է 1143.8 մլրդ դրամ: Հետագա ժամանակահատվածում՝ 2010-2014թթ. այս ցուցանիշը ցուցաբերել է կայուն նվազման միտում՝ 2014 թվականին կազմելով 965.5 մլրդ դրամ: Դրական շարժընթաց է նկատվել միայն 2015 թվականին՝ 1045.6 մլրդ ՀՀ դրամ ցուցանիշով, իսկ ահա 2016 թվականին այս ցուցանիշը կրկին նվազել է՝ կազմելով 936.9 մլրդ դրամ, ինչը դիտարկվող ժամանակահատվածում արձանագրված ամենացածր ցուցանիշն է¹¹⁶: 2017 թվականին ներդրումային հոսքերի պատկերը էապես չի փոխվել, չնայած տնտեսությունում արձանագրվել է 7.5% աճ:

¹¹⁶ <http://www.armstat.am/file/doc/99489223.pdf>



Գծապատկեր 3.1.3

Համախառն կուտակման ցուցանիշը ՀՀ-ում՝ ըստ 2007-2016թթ.¹¹⁷.

Ուսումնասիրելով հանրապետությունում օտարերկրյա ներդրումների ծավալները՝ պետք է նշել, որ մինչև համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունների տարածումը, 2008 թվականին օտարերկրյա համախառն ներդրումները հանրապետությունում բավական բարձր ցուցանիշ են արձանագրել՝ 1257643.1 հազ. ԱՄՆ դոլար, որոնցից ուղղակի ներդրումները՝ 1000911.2 հազ. ԱՄՆ դոլար: Այնուհետ, 2008 թվականից հետո այս ցուցանիշը նվազման միտումներ է ունեցել, չնայած այն հանգամանքին, որ որոշ տարիների արձանագրվել է չնչին աճ, ինչը դեռևս շատ ցածր էր 2009 թվականի ցուցանիշի մակարդակից: Հայաստանի տնտեսությունում համախառն և ուղղակի օտարերկրյա ներդրումների ծավալային ցուցանիշները 2007-2016թթ. ժամանակահատվածում ներկայացվում է ստորև՝ աղյուսակ 3.1.1-ում, իսկ դրանց շարժընթացը՝ գծապատկեր 3.1.4-ում:

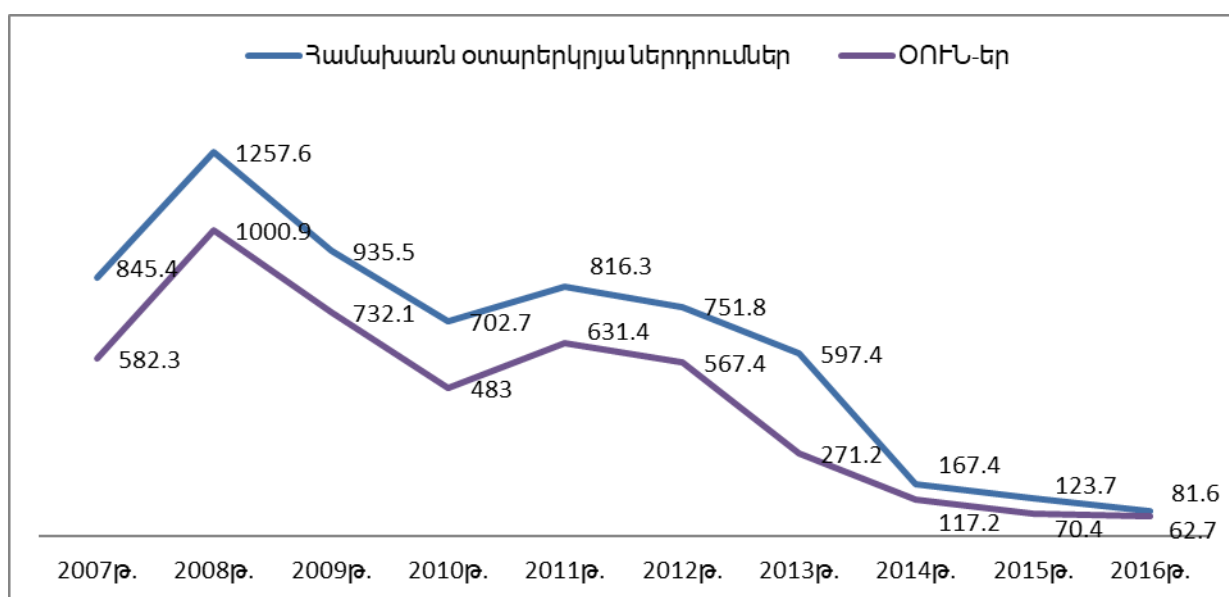
¹¹⁷ <http://armstat.am/am/?nid=586&year=2016>

Աղյուսակ 3.1.1

Օտարերկրյա ներդրումների շարժընթացը ՀՀ-ում՝ 2007-2016թթ¹¹⁸.

Հազ. ԱՄՆ դոլ.

Հ/Հ	Անվանումը	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	Համախառն Ներդրումներ	845.4	1257.6	935.5	702.7	816.3	751.8	597.4	167.4	123.7	81.6
2	որից ուղղակի ներդրումներ	582.3	1000.9	732.1	483	631.4	567.4	271.2	117.2	70.4	62.7



Գծապատկեր 3.1.4

Օտարերկրյա համախառն և ուղղակի ներդրումների շարժընթացը ՀՀ-ում
2007-2016թթ (մլն դոլար)¹¹⁹.

Ինչպես երևում է վերը բերված գծապատկերից, դիտարկվող ժամանակահատվածում միայն 2008 թվականին է արձանագրվել օտարերկրյա ներդրումների էական աճ՝ 32.2%, այդ թվում՝ ուղղակի օտարերկրյա ներդրումների գծով՝ 42%: Սակայն, արդեն 2009 թվականին օտարերկրյա ներդրումները հանրապետությունում նախորդ տարվա ցուցանիշի համեմատ կրճատվել են 25.6%-ով,

¹¹⁸ http://www.armstat.am/file/article/sv_02_17a_420.pdf

¹¹⁹ http://www.armstat.am/file/article/sv_02_17a_420.pdf

իսկ ուղղակի ներդրումները՝ 26.9%-ով¹²⁰: 2010 թվականին տնտեսության իրական հատվածում օտարերկրյա ներդրումների հոսքերի ծավալը կազմել է 702.7 մլն դոլար, որը 2009թ. նույն ժամանակաշրջանի համեմատ նվազել է 24.9%-ով, որից ուղղակի ներդրումների ծավալը կազմել է 483.0 մլն դոլար՝ նվազելով 34.0%-ով: 2011 թվականին օտարերկրյա ներդրումների հոսքերը տնտեսության իրական հատվածում կազմել է 816.3 մլն դոլար, որը 2010թ. նույն ժամանակաշրջանի համեմատ աճել է 16.2%-ով, որից ուղղակի ներդրումների ծավալը կազմել է 631.4 մլն դոլար՝ նախորդ տարվա համեմատ աճելով 30.7%-ով¹²¹: 2012 թվականին տնտեսության իրական հատվածում օտարերկրյա ներդրումների հոսքերի ծավալը կազմել է 751.8 մլն դոլար, որը 2011թ. նույն ժամանակաշրջանի համեմատ նվազել է 7.9%-ով, որից ուղղակի ներդրումների ծավալը կազմել է 567.4 մլն դոլար՝ նվազելով 10.1%-ով: 2013թ. տնտեսության իրական հատվածում օտարերկրյա ներդրումների հոսքերի ծավալը կազմել է 597.4 մլն դոլար, որը 2012թ. նույն ժամանակաշրջանի համեմատ նվազել է 20.5%-ով, որից ուղղակի ներդրումների ծավալը կազմել է 271.2 մլն դոլար՝ նվազելով նախորդ տարվա ցուցանիշից 52.2%-ով: 2014 թվականին օտարերկրյա ներդրումները տնտեսության իրական հատվածում կազմել են 167.4 մլն դոլար, որը նախորդ տարվա համեմատ կրճատվել է 72%-ով, որից ուղղակի ներդրումների ծավալը կազմել է 117.2 մլն դոլար, որը նախորդ տարվա համեմատ նվազել է շուրջ 57%-ով: 2015 թվականին տնտեսության իրական հատվածում օտարերկրյա ներդրումները կազմել են 123.7 մլն դոլար՝ 2014թ. նույն ժամանակաշրջանի համեմատ կրճատվելով 26%-ով, ընդ որում ուղղակի ներդրումների ծավալը նվազել է 40%-ով և կազմել 70.4 մլն դոլար¹²²:

2016 թվականին օտարերկրյա ներդրումների ծավալը կազմել է 81.6 մլն դոլար, որը 2015 թվականի համեմատ կրճատվել է 34%-ով, որից ուղղակի ներդրումների ծավալը կազմել է 62.7 մլն դոլար՝ նախորդ տարվա համեմատ կրճատվելով 11%-ով¹²³: Սա դիտարկվող ժամանակահատվածում գրանցված ամենացածր ցուցանիշն է¹²⁴:

¹²⁰ http://www.armstat.am/file/article/sv_02_10a_420.pdf

¹²¹ http://www.armstat.am/file/article/sv_02_12a_420.pdf

¹²² http://www.armstat.am/file/article/sv_02_16a_420.pdf

¹²³ http://armstat.am/file/article/sv_02_17a_420.pdf

¹²⁴ http://www.armstat.am/file/article/sv_02_14a_420.pdf

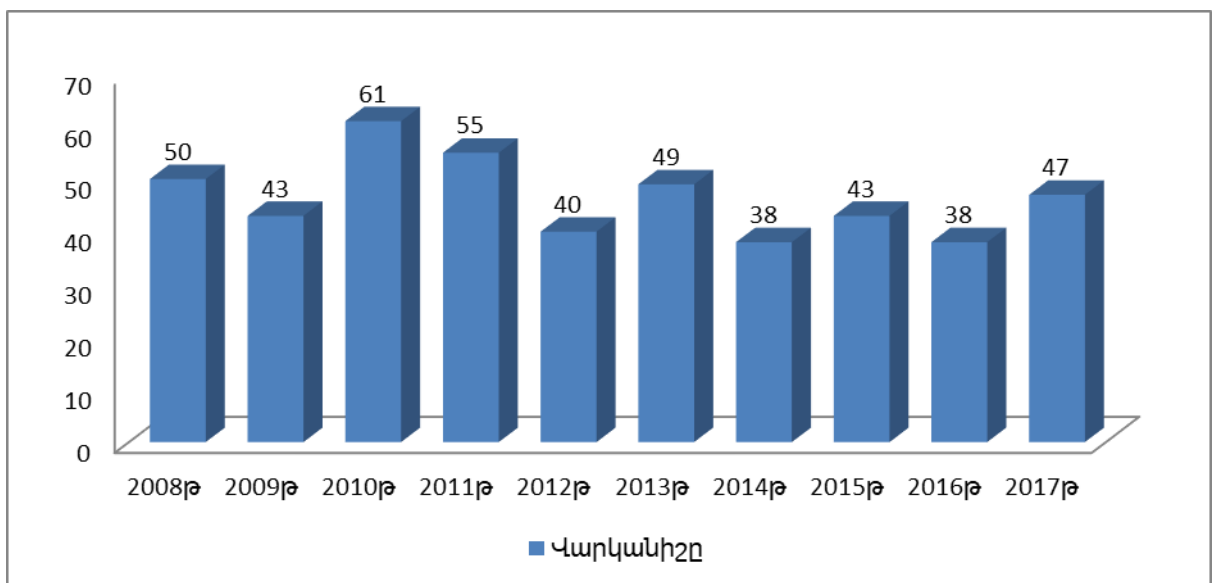
Վերլուծելով Հայաստանի տնտեսության իրական հատվածում կատարված օտարերկրյա ներդրումների հոսքերի ծավալներն ըստ երկրների՝ դիտարկվող ժամանակահատվածում առաջատար և կայուն դիրք է զբաղեցնում Ռուսաստանի Դաշնությունը, չնայած այն հանգամանքին, որ առանձին տարիներին այս ոլորտում առաջատար են եղել Ֆրանսիան՝ 2012 թվականին, Արգենտինան՝ 2013 և 2015 թվականներին, Կիպրոսը՝ 2014 թվականին: Ընդհանուր առմամբ, Հայաստանում իրականացված 6278124.7 մլն ՀՀ դրամի համախառն օտարերկրյա ներդրումների շուրջ 36 տոկոսը՝ 2282039.0 մլն ՀՀ դրամը բաժին է ընկնում հենց Ռուսաստանին: Ինչ վերաբերում է համախառն ուղղակի ներդրումներին, ապա այս ոլորտում ևս առաջատար դիրք է գրավել Ռուսաստանը: Ընդհանուր համախառն ներդրումների, որը որը կազմում է 3 541 626.0 մլն ՀՀ դրամ, 47 տոկոսը՝ 1647902.7 մլն ՀՀ դրամ բաժին է ընկնում Ռուսաստանին¹²⁵: Հանրապետությունում ներդրումների հիմնական ոլորտներն են հանքարդյունաբերության ոլորտը, էլեկտրականության, գազի, գոլորշու և լավորակ օդի մատակարարման, հեռահաղորդակցության և օդային տրանսպորտի ոլորտները:

Այսպիսով, Հայաստանում իրականացված ներդրումների ցուցանիշների շարժընթացի վերլուծությունը վկայում է այն մասին, որ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամին հաջորդող տարիներին Հայաստանի տնտեսության մեջ չարձանագրվեց բարձր և կայուն տնտեսական աճ, ավելին, առանձին տարիներին տնտեսական աճն ավելի նվազ էր՝ նախորդ տարիների համեմատ: Վերջինս խոսում է տնտեսության մեջ ճգնաժամի հետևանքների ոչ ամբողջությամբ հաղթահարման մասին: Հայաստանի տնտեսության նման իրավիճակի գլխավոր պատճառներից մեկը ներդրումների երկարաժամկետ կրճատումն է, ինչը հանգեցնում է տնտեսության մեջ հիմնական ֆոնդերի մաշվածության և դրա արդյունքում ոչ միայն միջազգային շուկաներում մրցունակության կորստի, այլև բազմաթիվ ձեռնարկություններում և ճյուղերում ճգնաժամի լուրջ սպառնալիքների առաջացման: Հետևաբար, տնտեսության մեջ ճգնաժամի վերջնական հաղթահարումը և տնտեսական կայուն աճի ապահովումը մեծապես կախված է ներդրումների ներգրավման հիմնախնդրի լուծումից:

Միաժամանակ պետք է նշել, որ Հայաստանում ներդրումային միջավայրը

¹²⁵ http://www.armstat.am/file/article/sv_04_17a_420.pdf

վերջին տարիներին էապես բարելավվել է՝ կառավարության կողմից իրականացված մի շարք բարեփոխումների արդյունքում: Այսպես, ամենամյա «Doing Business» 2016 թվականի միջազգային վերլուծական զեկույցում Հայաստանը բիզնեսի վարման մատչելիության գծով տրված 73.63 ցուցանիշով գտնվել է 190 երկրների շարքում 38-րդ հորիզոնականում՝ հինգ հորիզոնականով բարելավելով իր դիրքերը 2015 թվականի համեմատ: Նույն վերլուծականի 2017 թվականի զեկույցի համաձայն՝ Հայաստանը 2017 թվականին հետընթաց է գրանցել 9 կետով և 72.51 ցուցանիշով գտնվել է 47-րդ հորիզոնականում (գծապատկեր 3.1.5): Թեև այս ցուցանիշը գերազանցել է տարածաշրջանի (Եվրոպա և Կենտրոնական Ասիա) միջին ցուցանիշը՝ 71.33, ինչպես նաև ԵՄ անդամ երկրներից Բուլղարիայի (71.91) և Հունաստանի (68.02) ցուցանիշները, սակայն, Հայաստանը բիզնես միջավայրի գրավչության և բիզնեսի վարման մատչելիության ցուցանիշով զգալիորեն զիջում է Վրաստանին, որը 2017 թվականին 82.04 ցուցանիշով գտնվել է 9-րդ հորիզոնականում:



Գծապատկեր 3.1.5.

Հայաստանի վարկանիշը՝ ըստ Համաշխարհային բանկի «Doing Business» վերլուծական զեկույցի 2008-2017թթ.¹²⁶

Համեմատության համար պետք է նշել, որ հարևան Վրաստանը 2017 թվականին գտնվել է 16-րդ հորիզոնականում՝ 80.2 ցուցանիշով, Ռուսաստանը 73.19 ցուցանիշով

¹²⁶ <https://tradingeconomics.com/armenia/ease-of-doing-business>

գտնվում է 80-րդ հորիզոնականում¹²⁷: Ըստ նույն զեկույցի՝ Հայաստանում քիզնեսի վարման մատչելիության ցուցանիշը բարելավվել է 2011-2017թթ. իրականացված մի շարք բարեփոխումների արդյունքում: Մասնավորապես, 2012 թվականին Հայաստանում ներդրվեց կազմակերպությունների պետական գրանցման «միասնական պատուհանի» սկզբունքը, որի շնորհիվ կազմակերպությունների համար հնարավոր դարձավ 2 աշխատանքային օրվա ընթացքում առցանց պետական գրանցում ստանալ՝ միաժամանակ ստանալով նաև հարկային հաշվառման համար: 2014 թվականին Հայաստանում վերացվեց կազմակերպության պետական գրանցման համար գանձվող վճարը, իսկ 2015 թվականին կանոնակարգվեցին նաև քիզնեսի հետգրանցումային ընթացակարգերը, ինչը ևս նպաստեց միջազգային ասպարեզում Հայաստանի դիրքերի զգալի բարելավմանը¹²⁸: Սակայն, միաժամանակ պետք է նշել, որ նշված զեկույցը հիմնվում է միայն պաշտոնական տվյալների վրա, իսկ թե փաստացի ինչպես են այդ ընթացակարգերը իրագործվում, կախված է պետական արդյունավետ և հետևողական քաղաքականության կիրառման հնարավորությունից և ոչ միշտ է համապատասխանում նշված տվյալներին: Այս տեսանկյունից, Հայաստանում ներդրումային միջավայրի բարելավման և ռիսկերի նվազեցման համար նախևառաջ անհրաժեշտ է լուրջ պայքար մղել պետական տարբեր մակարդակներում կոռուպցիոն դրսևորումների դեմ, քանի որ նմանատիպ երևույթները հատկապես բացասաբար են անդրադառնում ինչպես օտարերկրյա այնպես էլ հայրենական ներդրողների վրա: Ավելին, ներկայումս, ինչպես ամբողջ աշխարհում, այնպես էլ հանրապետությունում ավելի է աճում փոքր և միջին ներդրողների դերը, որոնք էլ հիմնականում պետական տարբեր մակարդակներում տեղ գտնող կոռուպցիոն դրսևորումների հիմնական թիրախներն են:

Ներդրումային միջավայրի բարելավման համար Հայաստանում առկա են մի շարք բարենպաստ գործոններ, որոնք կարող են դրականորեն անդրադառնալ այդ գործընթացի վրա: Այդպիսի գործոններից են.

¹²⁷ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25420/109640-WP-DB17-PUBLIC-Armenia.pdf?sequence=1&isAllowed>

¹²⁸ Source: Doing Business database

- բարենպաստ աշխարհագրական դիրքը՝ ելք դեպի ԵԱՏՄ, Մերձավոր և Միջին Արևելքի շուկաներ,
- առևտրի ազատական ռեժիմը, անդամակցություն Առևտրի համաշխարհային կազմակերպությանը և ԵԱՏՄ-ին,
- Էժան և բարձր որակավորում ունեցող աշխատուժի առկայությունը: ՀՀ աշխատանքային շուկային բնորոշ հատկանիշները՝ աշխատուժի արժեքը, աշխատուժի կրթվածության և մասնագիտական պատրաստվածության աստիճանը, օտարերկրյա ներդրողների համար ամենագրավիչ գործոններն են, որի օգտագործումը ներդրողներին հնարավորություն կտա, զարգացած երկրների համեմատ ցածր աշխատավարձ վճարելով, ապահովել ցածր ինքնարժեք և միջազգային շուկաներում գնային մրցունակություն՝ հատկապես միջազգային շուկաներում,
- սփյուռքահայ մեծ համայնքի առկայությունը, որի բազմաթիվ ներկայացուցիչներ խոշորածավալ ներդրումային ծրագրեր են իրականացնում Հայաստանում,
- գյուղատնտեսության ոլորտի ձեռնարկությունների, ինչպես նաև օտարերկրյա ընկերությունների համար նախատեսված հարկային արտոնությունները,
- կապիտալի հոսքերի ազատականացումը, շահույթի անխոչընդոտ արտահանումը,
- արտարժույթի փոխանակման ազատ ռեժիմի սահմանումը,
- գնաճի վերահսկելի կայուն մակարդակը,
- բանկային ծառայությունների զարգացվածությունը,
- ֆինանսական համակարգի արդյունավետ և միջազգային չափանիշներին համահունչ վերահսկողության համակարգի առկայությունը:

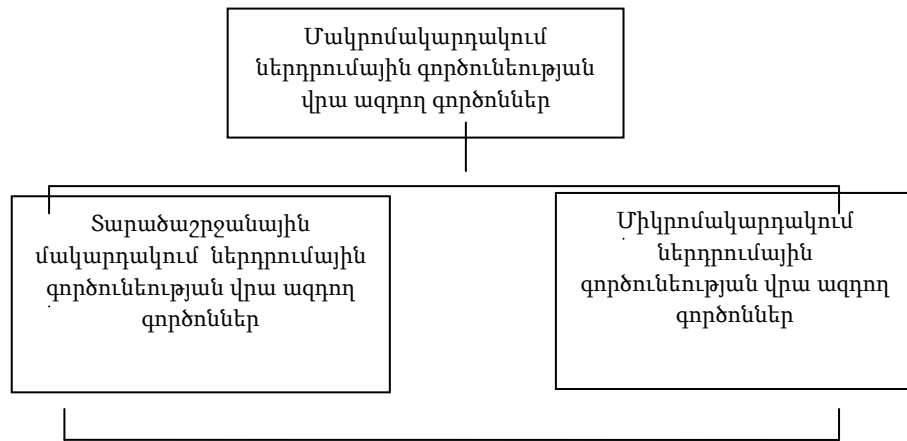
Փաստացի, չնայած ներդրումային միջավայրի բարելավման ուղղությամբ իրականացված բարեփոխումներին և նշված բարենպաստ գործոններին, ներդրումների էական աճ հանրապետությունում դեռևս չի արձանագրվել, ինչը պայմանավորված է առկա բարձր ներդրումային ռիսկերով: Սա կարելի է մեկնաբանել ներդրումային միջավայրի վրա բացասաբար ազդող գործոնների ոչ համակարգային դիտարկմամբ ու վերլուծությամբ:

Մինչ այժմ, Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրումային միջավայրի գործոնները դիտարկվել են առանձնակի՝ միկրո կամ մակրոմիջավայրում, ինչը բնականաբար չէր կարող ամբողջական և օբյեկտիվ պատկերացում տալ առկա խնդիրների և դրանց լուծման ուղիների վերաբերյալ: Ներդրումային ռիսկերի նվազեցման ուղղությամբ Հայաստանի ներդրումային միջավայրի վրա ազդող գործոններն անհրաժեշտ է դիտարկել համակարգված կերպով՝ ելնելով ներդրումային գործընթացի վրա դրանց ունեցած ազդեցության բնույթից: Ըստ այդմ, վերջիններս դրանք կարող են տարանջատել երեք մակարդակի.

1. մակրոմակարդակում ներդրումային ռիսկերի առաջացման գործոններ,
2. տարածաշրջանային մակարդակում ներդրումային ռիսկերի առաջացման գործոններ,
3. միկրոմակարդակում ներդրումների վրա ազդող գործոններ:

Գործոնների նման դասակարգումը թույլ է տալիս առավել ամբողջական կերպով դիտարկել և վերլուծել ներդրումային միջավայրի վրա ազդող ռիսկերը, ինչի արդյունքում դրանց չեզոքացման ու նվազեցման ուղղությամբ ձեռնարկվելիք միջոցառումներն առավել արդյունավետ կլինեն:

Հարկ է նշել, որ վերոհիշյալ երեք մակարդակներում հանդես եկող գործոնները խիստ փոխկապակցված են և այս կամ այն կերպ ազդում են ներդրումային ռիսկերի առաջացման վրա, սակայն դրանցից ավելի վճռորոշ դեր են խաղում մակրոմակարդակում գործող գործոնները (գծապատկեր 3.1.6), որոնք էլ մանրամասն վերլուծվել են սույն ատենախոսությունում:



Գծապատկեր 3.1.6

ՀՀ ներդրումային ոլորտի վրա ազդող գործոնները և դրանց փոխազդեցությունները¹²⁹

Ներդրումային ոլորտի առաջացման վրա մակրոմակարդակում ազդող գործոններն իրենց հերթին կարելի է տարանջատել՝ ըստ հետևյալ խմբերի.

- տնտեսական,
- նորմատիվ-իրավական,
- սոցիալական,
- քաղաքական,
- վարչական:

Տնտեսական գործոններն են.

- ներքին շուկայի ոչ մեծ տարողունակությունը: Հայաստանն ունի բավական փոքր ազգաբնակչություն՝ 2,924,816 մարդ և 1 շնչին ընկնող ազգային եկամուտի ցածր մակարդակ՝ 3760 դոլար¹³⁰, ինչից էլ բխում է հայաստանյան շուկայի ցածր տարողունակությունը: Վերջինս որոշակի խոչընդոտ է օտարերկրյա խոշորածավալ ներդրումների ներգրավման համար:
- Տնտեսական ռեսուրսների սակավությունը: Հայաստանն աչքի չի ընկնում բնական ռեսուրսների մեծ պաշարներով: Դրանք հիմնականում սահմանափակվում են պղնձի, մոլիբդենի, ոսկու և որոշ այլ հազվագյուտ մետաղների պաշարներով, որտեղ էլ ուղղվում են օտարերկրյա ներդրումների գերակշիռ մասը՝ վերջիններիս արդյունահանման և վերամշակման նպատակով: Ինչ վերաբերում է

¹²⁹ Կազմվել է հեղինակի կողմից

¹³⁰ <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/armenia>

էներգակիրներին, ապա դրանց արդյունաբերական պաշարների բացակայությունը Հայաստանի տնտեսությունը զգալի կախվածության մեջ է դնում արտերկրից դրանց ներմուծումից, ինչի արդյունքում զգալիորեն բարձրանում են արտադրական ծախքերը, որն էլ անմիջականորեն ազդում է արտաքին շուկաներում հայկական ապրանքների մրցունակության վրա:

- Ենթակառուցվածքների թերզարգացվածությունը: Հայաստանի Հանրապետությունը, լինելով մի կողմից հումքային ռեսուրսներով աղքատ, մյուս կողմից՝ փոքր ներքին շուկա ունեցող երկիր, մեծ կախում ունի հումքի ներմուծումից և ապրանքի արտահանումից, հետևաբար բարձր տրանսպորտային ծախսերը, որոնց հիմքում ընկած են հաղորդակցման ուղիների շրջափակումը և դեպի ծով ելքի բացակայությունը, ազդում են միջազգային շուկաներում Հայաստանում արտադրվող ապրանքների մրցունակության վրա: Խնդիրներ են հարուցում նաև ապրանքների փոխադրումների իրականացման ժամկետները: Դեռևս բավարար չափով զարգացած չեն նաև ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքները, մասնավորապես, ներդրումային և կենսաթոշակային հիմնադրամների, դիլերային և բրոքերային կազմակերպությունների, խորհրդատվական ընկերությունների գործունեությունը, քանի որ դրանք ներդրումների իրականացման համար կարևոր միջնորդ օղակներն են:
- Կապիտալի բարձր կենտրոնացվածությունը և տնտեսության մենաշնորհացման բարձր մակարդակը ու դրանից ածանցվող մի շարք բացասական հետևանքները, ապրանքների և ծառայությունների շուկայական գների աճը, ցածր տնտեսական արդյունավետությունը, փոքր և միջին բիզնեսի խոցելիությունը: Խոշոր արտադրողները, չունենալով մրցակիցներ ներքին շուկայում, բնականաբար չեն ձգտում իրենց ընկերություններում նորարարությունների ներդրմանը և արտադրատեխնիկական զարգացմանը, որն էլ հանգեցնում է արտաքին շուկաներում այդ ընկերությունների թողարկած արտադրանքի մրցունակության նվազման: Վերջինս իր բացասական ազդեցությունն է թողնում համաշխարհային շուկայում Հայաստանի ընդհանուր տնտեսության մրցունակության վրա և կարող է հանգեցնել նրան, որ միջազգային շուկայում մեր երկրի արտադրանքի նկատմամբ

հետաքրքրությունն աստիճանաբար նվազի, ինչի արդյունքում հնարավոր է հանրապետությունը դուրս մնա նաև օտարերկրյա ներդրողների հետաքրքրությունների շրջանակից: Այսպիսով, տնտեսության մենաշնորհացման բարձր մակարդակը և կապիտալի կենտրոնացվածությունը հանգեցնում են բիզնեսի ֆինանսավորման և ՕՈՒՆ-ի ծավալների էական կրճատման:

- Կառավարության կողմից իրականացվող տնտեսական քաղաքականությունը: Պետք է նշել, որ այս քաղաքականությունը բազմաշերտ է, քանի որ ներդրումային գործունեությունը կախված է կառավարության ներդրումային, հարկային, մաքսային, ֆինանսավարկային և այլ ոլորտներում իրականացվող պետական քաղաքականություններից, ուստի դրանցից յուրաքանչյուրն առանձին վերցրած յուրովի է ազդում ներդրումային ռիսկերի մակարդակի վրա:
- Արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածությունը: Բաժնետոմսերի և պարտատոմսերի թողարկման միջոցով կապիտալի ներգրավումը, ինչպես նաև ածանցյալ արժեթղթերի առքուվաճառքի միջոցով ներդրումային ռիսկերի հեջավորումը մեծ կարևորություն ունեն ներդրողների համար, հետևաբար արժեթղթերի առաջնային և երկրորդային շուկաների թերզարգացվածությունը մեծ խոչընդոտ է ներդրումների ներգրավման համար:
- Վարկային բարձր տոկոսադրույքները: Արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածության պատճառով ներդրումների ֆինանսավորման հիմնական աղբյուր են վարկային ռեսուրսները: Տվյալ պարագայում փոխառու կապիտալի բարձր արժեքը բարձրացնում է ներդրումային ռիսկերը մեր երկրում և բացասաբար է անդրադառնում ինչպես Հայաստանում ներդրումային գործընթացի, այնպես էլ ամբողջ տնտեսության զարգացման վրա:

Նորմատիվ-իրավական գործոնները Հայաստանում բավական բազմազան են և ներառում են ինչպես բուն ներդրումային գործունեությունը կանոնակարգող օրենսդրական դաշտի ամբողջականությունը, որակը և կայունությունը, այնպես էլ սեփականության իրավունքի պաշտպանության մեխանիզմները, ներդրողների շահերի պաշտպանությունը, տնտեսական մրցակցության պաշտպանությունը, մենաշնորհների իրավական կարգավորումը, ստվերային տնտեսության դեմ արդյունավետ պայքարը և

այլն: Այս առումով պետք է փաստել, որ Հայաստանում ներդրումները կանոնակարգող օրենսդրությունը հրատապ արդիականացման կարիք ունի:

Ներդրումային ռիսկերի վրա ազդող սոցիալական գործոններին են դասվում հանրապետության սոցիալական իրավիճակը, ազգաբնակչության կենսամակարդակը, ժողովրդագրական իրավիճակը, գործազրկության մակարդակը: Հանրապետությունում առկա սոցիալական բևեռացումը, աղքատության մեծ տեսակարար կշիռը, գործազրկության բարձր մակարդակը, մայրաքաղաքի և մարզերի սոցիալ-տնտեսական զարգացման անհավասարությունը, զգալի տեմպերի հասնող ազգաբնակչության, հատկապես՝ տնտեսապես ակտիվ ու որակյալ մասնագետների շարունակվող արտագաղթը, ազգաբնակչության ծերացումը բնականաբար լուրջ խոչընդոտող գործոններ են ներդրումային միջավայրի զարգացման համար և բավական լուրջ ռիսկեր են առաջացնում ներդրողների համար:

Քաղաքական գործոնների շարքին են դասվում երկրի և տարածաշրջանի ռազմաքաղաքական իրավիճակը, պետական ինստիտուտների կայունությունը, այլ պետությունների հետ միջպետական հարաբերությունները: Պոտենցիալ ներդրողների համար երկրի ռազմաքաղաքական կայունությունը կարևորության առումով առաջնային նշանակություն ունի՝ ներդրումային միջավայրը բնութագրող այլ գործոնների շարքում, և այս տեսանկյունից Հայաստանը դասվում է բարձր ռիսկային երկրների շարքին: Հայաստանում ռազմաքաղաքական ռիսկը պայմանավորված է ինչպես Արցախյան հակամարտությամբ, այնպես էլ Կովկասյան տարածաշրջանի քաղաքական զարգացումներով և անկայունությամբ: Վերջինս դրսևորվում է Ադրբեջանի և Թուրքիայի կողմից շրջափակմամբ, Վրաստանում և Հյուսիսային Կովկասում գոյություն ունեցող ազգամիջյան հակամարտությունների հետևանքով տրանսպորտային հաղորդակցությունների անգործությամբ: Հայաստանը չունենալով անմիջական ելք դեպի ծով և դեպի արտերկիր դուրս եկող երկաթուղային ցանց, հիմնական ապրանքափոխադրումներն իրականացնում է ավտոմոբիլային և օդային ճանապարհներով, իսկ նման պարագայում տնտեսական շրջափակումը բարձրացնում է արտահանման հետ կապված տրանսպորտային ծախսերը, ինչը բացասաբար է

անդրադառնում միջազգային շուկաներում հայկական ապրանքների մրցունակության վրա:

Վերոհիշյալ գործոններով պայմանավորված աշխարհաքաղաքական սահմանափակումները խոչընդոտում են մեր երկրում ներդրումների ակտիվացմանը և տնտեսական աճին, դրանք նաև ավելացնում են երկրի խոցելիությունն արտաքին միջավայրի ազդակների հանդեպ: Այդ համատեքստում, տարածաշրջանային տնտեսական հարաբերությունների առումով, Հայաստանի համար առանցքային նշանակություն ունի ԵԱՏՄ-ին անդամակցությանը զուգընթաց խորացնել Իրանի հետ տնտեսական հարաբերությունները, ինչպես նաև ավելի ինտենսիվացնել Եվրոպական միության հետ տնտեսական համագործակցության գործընթացը:

Ներդրումային ռիսկերի մակարդակի վրա բացասական ազդեցություն ունեցող մակրոմակարդակի գործոնների շարքում առավել մեծ կշիռ ունեն քաղաքական գործոնները, ինչի մասին են վկայում միջազգային փորձագիտական գնահատումներում վերջիններիս հատկացվող մեծ ուշադրությունը: Բնականաբար, հատկապես օտարերկրյա ներդրողների համար խիստ կարևորվում է երկրի ռազմաքաղաքական կայունությունը, բարենպաստ և թափանցիկ օրենսդրական դաշտը, կոռուպցիայի ցածր մակարդակը և այլն: Այսպես, ըստ Բելգիական արտահանման կրեդիտավորման գործակալության (ONDD) հրապարակած փորձագիտական գնահատումների՝ Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրման կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ռիսկը 2018 թվականի դրությամբ 1-ից 7 բալային սանդղակով գնահատվում են համապատասխանաբար 3 և 6, ինչը բավական ցածր ցուցանիշ է: Ստորև ներկայացվում է Հայաստանի և տարածաշրջանի հարևան երկրների ներդրումային ռիսկերի գնահատումը (աղյուսակ 3.1.2)

ՀՀ և տարածաշրջանային երկրների ռիսկայնության գնահատականը¹³¹

Հ/Հ	Երկիրը	Քաղաքական կարճաժամկետ ռիսկ	Քաղաքական երկարաժամկետ ռիսկ	Առևտրային ռիսկ	Քաղաքական բռնության ռիսկ	Բռնագավթման ռիսկ
1	Հայաստան	3	6	B	5	4
2	Ռուսաստան	3	4	C	4	5
3	Վրաստան	3	6	B	5	3
4	Ադրբեջան	3	5	C	5	4
5	Բելոռուս	5	7	C	4	5
6	Ղազախստան	3	6	C	3	4
7	Ուկրաինա	5	7	C	6	4

Ինչպես երևում է վերը բերված աղյուսակից՝ Հայաստանում երկարաժամկետ քաղաքական ռիսկը՝ 1-ից 7 բալային համակարգում գնահատվել է 6, ինչը բավական վատ ցուցանիշ է և բնականաբար բացասաբար է անդրադառնում երկարաժամկետ ներդրումների ներգրավման վրա: Քաղաքական երկարաժամկետ ռիսկը հանրապետությունում բնականաբար ունի մի շարք օբյեկտիվ հիմքեր՝ կապված Արցախյան հակամարտության հետ, սակայն կարծում ենք, դա որոշ չափով պայմանավորված է նաև հանրապետությունում առկա կոռուպցիայի բարձր մակարդակով:

Բացի դրանից, ներդրողների հանդեպ քաղաքական բռնությունների և բռնագավթման ռիսկերը ևս բարձր են, ինչը մեծապես պայմանավորված է ներդրումային օրենսդրության բացերով, մասնավորապես ներդրողների գործունեության երաշխիքների ամրագրման տեսանկյունից: Այս առումով, կարծում ենք, որ ներդրումային օրենսդրության համալիր բարեփոխումները և կոռուպցիայի դեմ պայքարի արդյունավետ մեխանիզմների ձևավորումը էապես կնվազեցնեն

¹³¹ <https://www.credendo.com/country-risk>

ներդրումային ռիսկերը հանրապետությունում և կխթանեն երկարաժամկետ ներդրումային հոսքերի ապահովմանը:

Ներդրումային ռիսկեր առաջացնող վարչական գործոնների շարքին կարելի է դասել ներդրումների իրականացման և բիզնեսի վարման համար տարբեր մակարդակների պետական ծառայողների կողմից ստեղծվող խոչընդոտները, հարկային և մաքսային վարչարարության անկատարությունը, պետական պաշտոնյաների կողմից թույլ տրվող կոռուպցիոն դրսևորումները, վարչարարական բնույթի արհեստական արգելքները, որոնք լի են հովանավորչության ու անառողջ մրցակցության առաջացման տարբեր ռիսկերով և բացասաբար են ազդում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման վրա: Ներկայումս, հանրապետության պետական մարմիններում էլեկտրոնային կառավարման համակարգերի ներդրումը որոշակիորեն նվազեցրել է վարչական գործոնների ազդեցությունը, սակայն այս ոլորտում դեռևս առկա են բարձր ռիսկեր և չլուծված բազմաթիվ խնդիրներ, որոնք պահանջում են համակարգային լուծումներ:

Տարածաշրջանային մակարդակով Հայաստանում ներդրումային ռիսկերի վրա ազդում են.

- մարզերի արդյունաբերականացման ցածր մակարդակը,
- արտադրական ռեսուրսների սղությունը, այդ թվում՝ որակյալ աշխատուժի պակասը,
- տնտեսապես ակտիվ բնակչության արտագաղթը,
- արտադրական ենթակառուցվածքների թերզարգացվածությունը,
- ֆինանսական ռեսուրսների մատչելիության պակասը,
- ներդրումային ենթակառուցվածքների բացակայությունը,
- բարձրորակ ֆինանսական խորհրդատվական ծառայությունների բացակայությունը,
- մարզային իշխանությունների մակարդակով ներդրումային արդյունավետ քաղաքականության բացակայությունը:

Միկրոմակարդակում ներդրումային ռիսկեր են առաջացնում ներքոհիշյալ գործոնները.

- հիմնական արտադրական ֆոնդերի ֆիզիկական և բարոյական մաշվածքը և արտադրատեխնիկական ցածր հագեցվածությունը,

- բարձր արտադրական ծախքերը և, որպես դրա հետևանք, արտադրության ոչ մրցունակությունը,
- արտադրական գործընթացներում նորարարությունների պակասը, թողարկվող արտադրանքների որակի անհամապատասխանությունը միջազգային չափանիշներին,
- մարքեթինգային արդյունավետ քաղաքականության բացակայությունը,
- կազմակերպությունների կառավարիչների մասնագիտական որակավորման պակասը և կորպորատիվ կառավարման ցածր որակը,
- ներդրումների ներգրավման փորձի պակասը,
- ազգային մտածելակերպը՝ կապված բիզնեսի միանձնյա վարման ու տիրապետման հետ:

Պետք է նշել, որ վերը նշված գործոնները միմյանց փոխկապակցված են, ուստի ներդրումային ռիսկերի արդյունավետ կառավարման համար մեծապես կարևորվում է դրանց դեմ պայքարի միասնական ծրագրի մշակումն ու իրականացումը, ինչպես պետական, այնպես էլ տարածաշրջանային և առանձին տնտեսվարող սուբյեկտների մակարդակով:

Այսպիսով, հետճգնաժամային ժամանակահատվածում Հայաստանի տնտեսության մեջ ներդրումների ծավալները շարունակական նվազման միտում են ունեցել, ինչը վկայում է հանրապետության տնտեսությանում առկա բարձր ներդրումային ռիսկերի առկայության մասին: Դրանց նվազեցման ուղղությամբ անհրաժեշտ են համակարգված միջոցառումներ՝ կապված ինչպես ներդրողների իրավունքների երաշխավորման գծով իրավական դաշտի կատարելագործման, այնպես էլ ներդրումային գործունեության խթանմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության նոր սկզբունքների ու նպատակների սահմանման հետ:

3.2. Ներդրումային ռիսկերի կառավարման և օրենսդրական կարգավորման բարելավման ուղիները

Համաշխարհային տնտեսության մեջ հետճգնաժամային ժամանակաշրջանում ներդրումային ռեսուրսների ներգրավման մրցակցությունն էլ ավելի է ուժեղացել, ինչը

հանգեցրել է նրան, որ ներդրողների կողմից ավելի խիստ պահանջներ են ներկայացվում օտարերկրյա ներդրումների ներգրավմամբ շահագրգռված երկրների ներդրումային միջավայրի և ներդրումային ոլորտը կանոնակարգող օրենսդրության նկատմամբ: Այս առումով պետք է նշել, որ թեև Հայաստանի կառավարության կողմից դեռևս շուկայական տնտեսական համակարգի արմատավորման ժամանակաշրջանից սկսած, ներդրումների ներգրավման ուղղությամբ որդեգրվել է «բաց դռների» քաղաքականություն և իրականացվել են մի շարք բարեփոխումներ գործարարության ոլորտում պայմանների բարելավման և վարչարարության պարզեցման ուղղությամբ, սակայն ներդրումների ծավալների էական աճ տնտեսության մեջ չի ապահովվել: Սա վկայում է այն մասին, որ կառավարության կողմից օգտագործվող ներդրումների խրախուսման գործիքները, ինչպես նաև դրանց կիրառման մեխանիզմները բարձր արդյունավետությամբ աչքի չեն ընկել, և հանրապետությունում ներդրումային միջավայրը դեռևս ցածր գրավչություն ունի օտարերկրյա և տեղական ներդրումների մեծածավալ հոսքեր ներգրավելու համար:

Վերլուծելով Հայաստանում ներդրումային միջավայրի վրա բացասական ազդեցություն ունեցող գործոնները՝ կարելի է ասել, որ ներդրումային միջավայրի բարելավման հիմնական խոչընդոտներից մեկը այդ ոլորտը կանոնակարգող օրենսդրական դաշտի անկատարությունն է, այդ թվում՝ օրենքների և ենթաօրենսդրական ակտերի կիրառումն ապահովող հստակ մեխանիզմների պակասը: Ներկայումս ինչպես օտարերկրյա, այնպես էլ տեղական ներդրողների տեսանկյունից հանրապետության տնտեսությունում դեռևս առկա են բարձր ներդրումային ռիսկեր, որոնք մեծապես պայմանավորված են նաև ներդրումային հարաբերությունների իրավական կարգավորման ոլորտում առկա ներքոհիշյալ խնդիրներով.

- ներդրումային գործունեությունը և տնտեսական հարաբերությունները կանոնակարգող օրենսդրության անկատարությունը և անկայունությունը,
- պետական կառավարման տարբեր օղակներում առկա կոռուպցիոն դրսևորումները,
- պետական տարբեր մարմինների կողմից իրավական ակտերի ոչ համարժեք կամ հայեցողական կիրառումը,

- ներդրողների իրավունքների պաշտպանության երաշխիքների ապահովման գործուն մեխանիզմների բացակայությունը,
- գործարար միջավայրի վրա հաճախակի վարչական ճնշումները, անհարկի ստուգումները, փաստաթղթերի ձևակերպման տևական գործընթացները,
- դատական ատյանների կողմից գործերի քննության ցածր արդյունավետությունը, իրավական ակտերի հայեցողական և ոչ միանշանակ կիրառումը, պետական գործադիր իշխանություններից զգալի կախվածությամբ,
- ներդրումային գործունեությանը խոչընդոտող այլ արգելքները, որոնք բացասաբար են անդրադառնում ներդրողների վստահության ձևավորման վրա:

Պետք է նշել, որ հանրապետության ներդրումային միջավայրի վրա բացասաբար են անդրադառնում ինչպես անմիջականորեն օտարերկրյա ներդրումները կանոնակարգող օրենսդրության անկատարությունը, այնպես էլ տնտեսական հարաբերությունները կանոնակարգող օրենսդրության ոչ հստակությունն ու անկայունությունը, ինչի պարագայում պոտենցիալ ներդրողի համար բավական դժվար է նույնիսկ կարճաժամկետ հատվածում կանխատեսել տնտեսական գործունեության զարգացման հիմնական միտումները և կատարված ներդրումների արդյունավետությունը:

Հայաստանում ներդրումային հարաբերությունները կանոնակարգող օրենսդրությունը հիմնականում բաղկացած է «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքից, որն ընդունվել է ՀՀ Գերագույն խորհրդի կողմից դեռևս 1994 թվականին¹³²: Թեև այս օրենքի ընդունումը այդ ժամանակաշրջանում բավական առաջադիմական քայլ էր և վկայում էր օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման ոլորտում Հայաստանի կառավարության ազատական քաղաքականության որդեգրման և օտարերկրյա ներդրումների հետ կապված մի շարք կարևոր հարաբերությունների կարգավորման մասին, սակայն մի շարք ոլորտներում, մասնավորապես ներդրողների իրավունքների պաշտպանության, արտոնությունների տրամադրման, ներդրումային

¹³² «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենք, ՀՕ-115, ընդունման ամսաթիվը՝ 31.07.1994-ՀՀԳԽՏ 1994/14

վեճերի լուծման մեխանիզմների հետ կապված հարաբերությունները դրանում հստակ կերպով կարգավորված չեն: Ավելին, նշված օրենքը ներկայումս պատշաճ կերպով չի արտացոլում օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ազգային կարգավորման բոլոր հիմնական առանձնահատկությունները և վաղուց արդեն չի բխում ներդրումային հարաբերությունների զարգացման նպատակներից՝ հաշվի առնելով այն, որ հանրապետությունում տնտեսական հարաբերությունները զգալիորեն ընդլայնվել են և կրել են բովանդակային փոփոխություններ, այդ թվում՝ նաև ներդրումային ոլորտում: Հավելենք նաև, որ «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքում բացակայում են ներդրումների վերաբերյալ միասնական հայեցակարգային մոտեցումները և այս առումով այն չի համապատասխանում Հայաստանի կառավարության կողմից 2015 թվականին հավանության արժանացած ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգին, որի հիմնական նպատակն էր բնութագրել հանրապետության ներդրումային միջավայրը, սահմանել ներդրումային ոլորտում պետական քաղաքականության հիմնական նպատակները և նախանշել դրանց իրագործման համար անհրաժեշտ միջոցառումները և դրանց ուղղությունները¹³³: Նշված հայեցակարգի ընդունումը լուրջ առաջընթաց քայլ էր մեր երկրում ներդրումային բարեփոխումների իրականացման ուղղությամբ, սակայն այդ հայեցակարգի նպատակների իրագործումը պահանջում է ներդրումային գործունեության իրավական կարգավորման ոլորտում իրականացնել էական փոփոխություններ:

Հանրապետությունում բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորման, ներդրումային ռիսկերի նվազեցման, ինչպես նաև առկա սոցիալ-տնտեսական, քաղաքական, վարչական և իրավական բազմաթիվ գործոնների ազդեցությունները մեղմելու ուղղությամբ կարևոր քայլերից մեկը բարենպաստ և միջազգային չափանիշներին համահունչ օրենսդրական դաշտի ձևավորումն է, ինչպես նաև ներդրումային գործունեության կարգավորման ոլորտում գործող միջազգային կառույցներին անդամակցումը և արտասահմանյան պետությունների հետ ներդրումների ոլորտում համագործակցության երկկողմանի ու բազմակողմանի միջազգային պայմանագրերի կնքումը: Բնականաբար, նշված երկու ուղղությունների

¹³³ <http://armef.com/hy/news/meknabanutyun/hh-nerdrumayin-qaxaqakanutyay-hayecakargy/>

միաժամանակյա կիրառումը թույլ կտա էապես բարձրացնել Հայաստանի ներդրումային գրավչությունը օտարերկրյա ներդրողների համար:

Հայաստանի Հանրապետությունում ներդրումային օրենսդրության բարելավումը պետք է բխի տնտեսության երկարաժամկետ զարգացման նպատակներից, ՀՀ տնտեսության մեջ ներդրումների, այդ թվում՝ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների խրախուսում, տնտեսության առաջնահերթ ոլորտների զարգացում, նոր աշխատատեղերի ստեղծում, փոքր և միջին բիզնեսի զարգացում, երկրի մրցակցային առավելությունների ամրապնդում և այլն:

Հայաստանում ներդրումային հարաբերությունները կանոնակարգող օրենսդրության բարելավումը նպատակահարմար է իրականացնել նախևառաջ ներդրումների և ներդրողների իրավական պաշտպանության միջազգային չափանիշներին համապատասխան երաշխիքների ամրագրման, ներդրումների նկատմամբ սահմանափակումների վերացման և ներդրումային վեճերի լուծման գործուն մեխանիզմների ապահովման ճանապարհով:

Հայաստանում ներդրումային օրենսդրության բարեփոխումները չպետք է կրեն էպիզոդիկ բնույթ, այլ պահանջվում է իրականացնել համալիր բարեփոխումներ տնտեսական հարաբերությունները կանոնակարգող օրենսդրական դաշտում, որն այս կամ այն չափով առնչվում է ներդրումային գործընթացներին: Վերոհիշյալ նպատակներից ելնելով՝ կարծում ենք, որ Հայաստանում ներդրումային ոլորտը կանոնակարգող օրենսդրական բարեփոխումները պետք է բխեն ներքոհիշյալ սկզբունքներից.

- համահավասարության սկզբունք. բացառությամբ ազգային անվտանգության հետ կապված սահմանափակումների՝ ցանկացած օտարերկրյա ներդրողի համար ներդրումների իրականացման, ընդլայնման, սեփականության իրավունքների պաշտպանության հարցերում անհրաժեշտ է կիրառել ոչ պակաս նպաստավոր վերաբերմունք, քան նմանատիպ իրավիճակում գործող տեղական ներդրողների հանդեպ:
- Թափանցիկության սկզբունք. ներդրումների հետ կապված հարաբերությունները կանոնակարգող իրավական ակտերի նախապատրաստումը, քննարկումը և

ընդունումը պետք է իրականացվի հրապարակայնորեն՝ այդ գործընթացներին մասնակից դարձնելով գործարար հատվածի ներկայացուցիչներին:

- Ներդրումային ոլորտների, ներդրումների ձևերի և միջոցների ազատ ընտրության սկզբունք. ներդրումները կարող են իրականացվել ցանկացած ոլորտում և ցանկացած ձևերով՝ բացառությամբ օրենսդրությամբ նախատեսված սահմանափակումների: Ընդ որում, օրենսդրությամբ պետք է սահմանվեն նաև այն ոլորտները, որոնցում ներդրումների իրականացման համար պետության կողմից տրվում է նախապատվություն և սահմանվում են առավել արտոնյալ պայմաններ:
- Ներդրումների պաշտպանվածության սկզբունք. պետության կողմից ներդրումների և դրանցից ստացվող եկամուտների պաշտպանության երաշխիքները պետք է հստակ ամրագրվեն օրենսդրությամբ և ըստ դրանց՝ ներդրումներն ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն հարկադրաբար չեն օտարվի, բացառությամբ այն դեպքերի, երբ դա տեղի է ունենում հանրային գերակա շահերից ելնելով և համարժեք փոխհատուցման պայմանով:
- Փոխհատուցման սկզբունք. ներդրումային օբյեկտների հարկադրաբար օտարման դեպքում պետք է երաշխավորվի ներդրողի գույքի շուկայական արժեքի չափով փոխհատուցումը, ներառյալ՝ ներդրողի բաց թողնված օգուտը:
- Ներդրողների կողմից ներդրումների արդյունքների ազատ տնօրինման սկզբունք. ներդրողները պետք է ազատորեն տնօրինեն, տեղափոխեն և արտահանեն իրենց պատկանող ներդրումային գույքը, տեղեկատվությունը և ստացված դրամական միջոցները:
- Ներդրումային հարաբերությունների և ներդրողների իրավունքների կայունության սկզբունք. ներդրումային հարաբերությունները և ներդրողների իրավական պաշտպանվածության երաշխիքները պետք է լինեն կայուն, իսկ իրավական ակտերի այնպիսի փոփոխությունները, որոնք վատթարացնում են ներդրողների գործունեության պայմանները, չպետք է տարածվեն գործող ներդրումների վրա՝ ներդրումային ծրագրի իրականացման ամբողջ ընթացքում:
- Պետական մարմինների և պաշտոնատար անձանց անօրինական գործողություններից (անգործությունից) ներդրողների պաշտպանվածության

սկզբունք. ներդրումային գործունեությունը պետք է զերծ լինի պետական անհարկի միջամտություններից, չհիմնավորված ստուգումներից և պետական տարբեր մակարդակների պաշտոնյաների կողմից ներդրողների հանդեպ այնպիսի պահանջների սահմանումից, որոնք կխոչընդոտեն կամ կսահմանափակեն նրանց տնտեսական գործունեությունը:

- Ներդրումների փոխշահավետության սկզբունք, որը ենթադրում է համապետական շահերի և ներդրողների շահերի օպտիմալ համադրություն: Ներդրումները ոչ միայն ներդրողներին պետք է շահույթ ապահովեն, այլև նպաստեն նոր ձեռնարկությունների և աշխատատեղերի ստեղծմանը, արտադրական հզորությունների ընդլայնմանը, ապրանքների և ծառայությունների մրցունակության բարձրացմանը, ենթակառուցվածքների զարգացմանը և այլն:
- Ներդրումային վեճերի անկողմնակալ կարգավորման սկզբունք. ներդրումային վեճերի քննությունը պետք է իրականացվի անկախ կառույցի կողմից՝ ապահովելով գործի քննության անկողմնակալությունը և ներգրավված կողմերի օրինական շահերի պաշտպանությունը:

Կարծում ենք, որ ներդրումային ոլորտը կանոնակարգող օրենսդրության մեջ վերոհիշյալ սկզբունքների ամրագրումը և դրանց հետևողական կիրառումը թույլ կտա բարձրացնել ներդրումային գործունեության օրենսդրական կարգավորման արդյունավետությունը, ինչն իր հերթին էապես կնպաստի ներդրումային միջավայրի բարելավմանը և ռիսկերի նվազեցմանը: Նպատակահարմար է նաև, վերոհիշյալ սկզբունքներն արտացոլվեն նաև տնտեսական հարաբերությունները կանոնակարգող այլ իրավական ակտերում: Մասնավորապես, իրավաբանական անձանց և դրանց կանոնադրությունների գրանցման, անշարժ գույքի գործարքների գրանցման: Թույլտվությունների տրամադրման վերաբերյալ տվյալների հասանելիությունը կարևոր նշանակություն ունի ներդրումային միջավայրի թափանցիկության բարձրացման տեսանկյունից: Ներկայումս օրենսդրությամբ սահմանված են նմանատիպ տեղեկատվության տրամադրման ուղղությամբ մի շարք սահմանափակումներ, սակայն, ինչպես միջազգային փորձը վկայում է, անհրաժեշտ տեղեկատվության մատչելիությունը միայն կնպաստի ներդրումային միջավայրի բարելավմանը:

Ներդրումային գործունեության իրավական կարգավորման թափանցիկությունը և պարզությունը, ինչպես նաև լիազորված պետական մարմինների կողմից օրենսդրության պահանջների համարժեք ու անվերապահ կիրառումը կարևոր նշանակություն ունեն ներդրումային միջավայրի բարելավման համար: Ներկայումս օտարերկրյա և տեղական ներդրողների մոտ որոշակի մտահոգություններ են առկա այն բանի շուրջ, որ հանրապետությունում մասնավոր սեփականության իրավունքների պաշտպանությունը գտնվում է ոչ պատշաճ մակարդակի վրա՝ չնայած բիզնեսի վարման մատչելիության գծով համաշխարհային վարկանիշներում Հայաստանի դիրքերի որոշակի բարելավման: Սա թերևս պայմանավորված է ներդրողների իրավունքների և օրինական շահերի պաշտպանության գծով իրավական դաշտի անկատարությամբ, տնտեսական մրցակցության կարգավորման ոչ պատշաճ մակարդակով, տնտեսական հարաբերություններին պետական պաշտոնյաների անհարկի միջամտություններով և կոռուպցիայի բարձր մակարդակով: Վերջինս հատկապես բացասաբար է անդրադառնում ներդրումային հարաբերությունների զարգացման վրա և մեծ ռիսկեր է առաջացնում ինչպես տեղական, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրողների համար: Անդրադառնալով հանրապետությունում կոռուպցիայի մակարդակին, պետք է նշել, որ ըստ «Թրանսսփերենսի Ինթերնեյշնլ» միջազգային գործակալության հրապարակած տվյալների՝ 2016 թվականին 176 երկրների վարկանշային աղյուսակում Հայաստանը կոռուպցիայի ընկալման ցուցիչի (CPI) 33 ցուցանիշով գտնվել է 113-րդ հորիզոնականում, փաստացի նույն մակարդակի վրա գտնվելով այնպիսի երկրների հետ, ինչպիսիք են Բոլիվիան և Վիետնամը (114-րդ և 115-րդ հորիզոնականներ): Համեմատության համար նշենք, որ Թուրքիան այս ոլորտում բավական առաջ է անցել Հայաստանից՝ գտնվելով 75-րդ հորիզոնականում: Ինչ վերաբերում է Վրաստանին, ապա վերջինս գտնվում է 44-րդ հորիզոնականում՝ իր դիրքը նախորդ տարվա համեմատ վարկանիշում բարելավելով 4 նիշով: Ավելին, բարելավվել է նաև բալերով արտահայտված գնահատականը՝ 52-ից հասցնելով 57-ի¹³⁴: 2016 թվականին հետխորհրդային երկրներում կոռուպցիայի ցածր մակարդակով առաջատար դիրքում է գտնվել Էստոնիան (70 միավոր)՝ 22-րդ հորիզոնական, իսկ

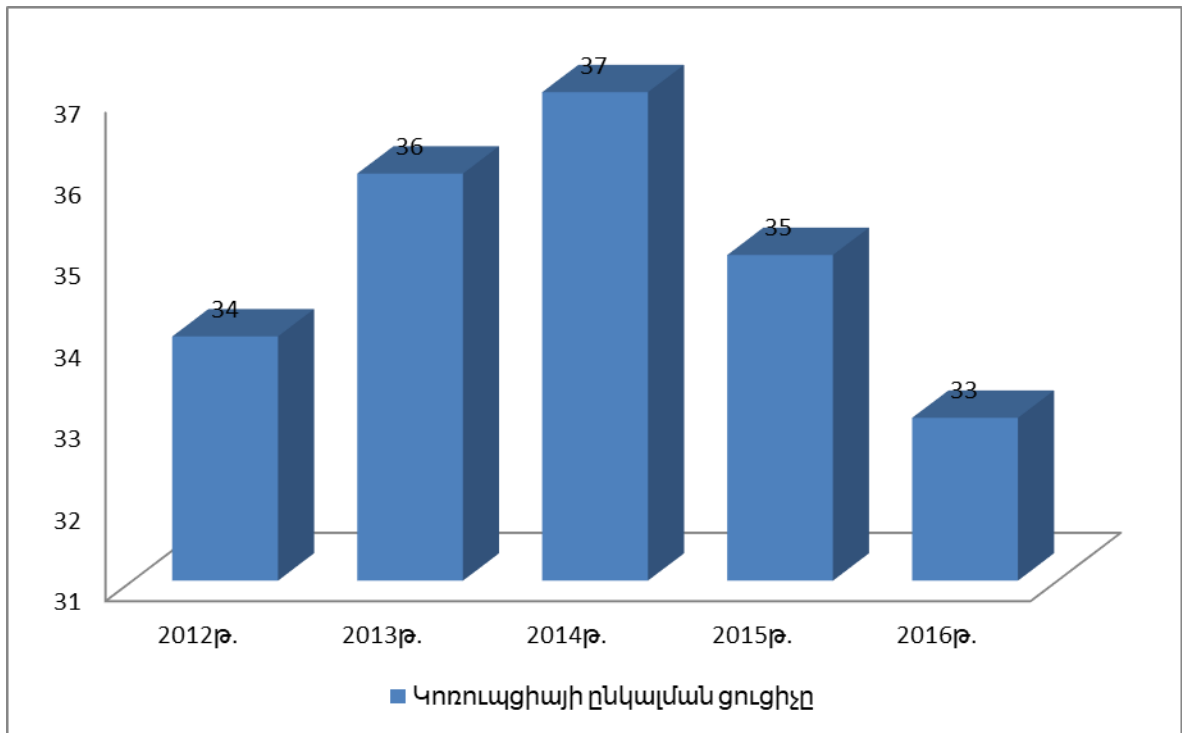
¹³⁴ https://www.transparency.org/news/feature/corruption_perceptions_index_2016

հետխորհրդային տարածաշրջանի ամենակոռումպացված երկիրը Ուզբեկստանն էր (21 միավոր)¹³⁵ 156-րդ հորիզոնական¹³⁵: Ռուսաստանը 2016թ-ի արդյունքներով 131-րդ տեղն է զբաղեցրել՝ կիսելով այն Ուկրաինայի և Ղազախստանի հետ, իսկ Ադրբեջանը վարկանիշում զբաղեցրել է 123-րդ հորիզոնականը: Ինչ վերաբերում է վարկանիշի առաջին հորիզոնականներին, ապա այն կիսել են Դանիան և Նոր Զելանդիան (90-ական միավոր), երկրորդ տեղում է գտնվել Ֆինլանդիան (89 միավոր), երրորդում՝ Շվեդիան (88 միավոր)¹³⁶: Ինչպես երևում է վերոգրյալից, կոռուպցիայի ընկալման մակարդակով Հայաստանը բավական հետ է մնում ոչ միայն առաջատար Եվրոպական երկրներից, այլև հարևան պետություններից՝ Վրաստանից և Թուրքիայից, ինչը ենթադրում է, որ կոռուպցիայի մակարդակը հանրապետությունում դեռևս բարձր է, ինչն էլ բնականաբար բացասաբար է անդրադառնում ներդրումային միջավայրի և գործարար հարաբերությունների վրա: 2015 թվականին Հայաստանում կոռուպցիայի ընկալման ցուցիչը կազմել է 35 միավոր և այդ ցուցանիշով այն 168 երկրների վարկանիշային շարքում զբաղեցրել է 95-րդ տեղը: Փաստացի, մեկ տարվա ընթացքում Հայաստանի դիրքը հետընթաց է ունեցել ինչպես միավորներով՝ 2 նիշ, այնպես էլ վարկանիշային սանդղակի դիրքով՝ 8 նիշ¹³⁷: Առավել մտահոգիչ է վերջին երեք տարիներին (2014-2016թթ.) արձանագրված բացասական շարժընթացը, ինչն առավել պատկերավոր ձևով ներկայացված է ստորև՝ գծապատկեր 3.2.1-ում.

¹³⁵ file:///C:/Users/User/Downloads/CPI2016_MapAndCountryResults_web.pdf

¹³⁶ file:///C:/Users/User/Downloads/CPI2016_MapAndCountryResults_web.pdf

¹³⁷ <https://transparency.am/en/cpi>



Գծապատկեր 3.2.1

Հայաստանում կոռուպցիայի ընկալման ցուցիչը 2012-2016թթ.՝ ըստ «Թրանսփարենսի ինթերնեշնլ» հակակոռուպցիոն կենտրոնի հրապարակած զեկույցի¹³⁸

Ինչպես երևում է վերոգրյալից, հանրապետության հանրային հատվածում կոռուպցիայի ընկալման մակարդակը նվազել է վերջին երեք տարիների ընթացքում, ինչը բացասաբար է անդրադարձել նաև ներդրումային հարաբերությունների վրա: Կոռուպցիայի առկայությունը հանրապետությունում առաջ է բերում բյուրոկրատական մեծ վարչարարություն, ընթացակարգերի չափազանց բարդացում, ինչը համապատասխան գործարքների փաստաթղթային ձևակերպման և այլ ընթացակարգերի համար ներդրողներից ժամանակային և նյութական հավելյալ ծախսեր է պահանջում: Սա վկայում է այն մասին, որ ազատ տնտեսական հարաբերությունների ամրապնդման և կոռուպցիայի դեմ պայքարի ոլորտում Հայաստանի կառավարության կողմից իրականացված միջոցառումները բավարար արդյունավետ չեն եղել, ինչը բացասաբար է անդրադարձել նաև ներդրումային միջավայրի վրա:

¹³⁸ <https://transparency.am/en/cpi>

Կոռուպցիոն երևույթների կանխարգելման և կոռուպցիայի մակարդակի նվազեցման ուղղությամբ, կարծում ենք, կարևոր քայլ կլինի կոռուպցիայի դեմ պայքարը կանոնակարգող Հայաստանի Հանրապետության օրենսդրության առավելագույն համապատասխանեցումը կոռուպցիայի դեմ պայքարի վերաբերյալ ՄԱԿ-ի կոնվենցիայի պահանջներին՝ ապահովելով իրավական ակտերում կոռուպցիոն իրավախախտումների ամբողջական ընդգրկվածությունը՝ միաժամանակ բացառելով այդ ոլորտում առանձին իրավական ակտերի միջև հնարավոր հակասությունները: Հանրապետությունում կոռուպցիոն երևույթների բացահայտման, ինչպես նաև դրանց կանխարգելման նպատակով նպատակահարմար է ստեղծել անկախ հակակոռուպցիոն մարմին՝ ապահովելով վերջինիս համար բավարար իրավասություններ՝ կոռուպցիայի դեմ արդյունավետ պայքարի գծով միջոցառումների մշակման և իրականացման ուղղությամբ: Կարևոր պայման է հակակոռուպցիոն մարմնի գործունեության անկախության ապահովումը, որպեսզի այն զերծ լինի գործադիր իշխանությունների հնարավոր ճնշումներից և հաշվետու լինի միայն օրենսդիր մարմնին:

Տնտեսության մեջ կոռուպցիոն երևույթների դեմ արդյունավետ պայքար մղելու ուղղությամբ մեկ այլ կարևոր և առաջադիմական քայլ կարող է հանդիսանալ հակակոռուպցիոն դատարանների ինստիտուտի ձևավորումը, որոնք համալրված պետք է լինեն կոռուպցիայի վերաբերյալ գործերի քննություն իրականացելու համար հատուկ վերապատրաստում անցած դատավորներով:

Կոռուպցիայի հաղթահարման ուղղությամբ կարևորվում է նաև այդ գործընթացին հասարակության լայն խավերի մասնակցության ապահովումը: Այս առումով, անհրաժեշտ է բարելավել հասարակության հետ հաղորդակցական ուղիները՝ բարձրացնելով կոռուպցիոն երևույթների և իրականացվող միջոցառումների վերաբերյալ հանրության իրազեկվածության մակարդակը և ապահովել այդ գործընթացներին քաղաքացիական հասարակության ներկայացուցիչների ներգրավումը:

Ներդրումային ռիսկերի նվազեցման ոլորտում օրենսդրական բարեփոխումների կարևորագույն ուղղություններից է ներդրողների շահերի պաշտպանության

երաշխիքների համալիրի իրավական ամրագրումը: Ներդրումային գործունեություն իրականացնելիս ներդրողը կրում է բավական մեծ ռիսկեր՝ կապված ինչպես օբյեկտի օբյեկտի օբյեկտի անբարենպաստ փոփոխությունների, այնպես էլ ազգայնացման ու հարկադիր օտարման հնարավոր սպառնալիքների հետ, ինչի արդյունքում վերջիններս կարող են կորցնել ինչպես ակնկալվող եկամուտները, այնպես էլ ներդրված կապիտալը: Ներդրումային միջավայրի բարելավման ուղղությամբ պետության իսկ շահերից է բխում սահմանել պետական երաշխիքների կայուն համակարգ, ինչպես նաև դրանց կիրառման արդյունավետ մեխանիզմներ, ինչը լուրջ խթան կհանդիսանա տնտեսության մեջ երկարաժամկետ ներդրումների ներգրավման համար: Կարծում ենք, ներդրումների մասին օրենսդրության մեջ անհրաժեշտ է ամրագրել ներդրողների շահերի պաշտպանությունն ապահովող հետևյալ երաշխիքները.

- ներդրողների իրավունքների հավասարության երաշխիք. օտարերկրյա և տեղական ներդրողներին պետք է տրամադրել ներդրումային գործունեության իրականացման հավասար իրավունքներ:
- Ներդրողների և ներդրումային գործունեության իրավական պաշտպանվածության երաշխիք. օրենսդրությամբ պետք է ամրագրվեն ներդրողների իրավունքների ու օրինական շահերի ամբողջական և անվերապահ պաշտպանությունը, ինչպես նաև դրա ապահովման հստակ մեխանիզմները:
- Ներդրումային օրենսդրության կայունության երաշխիք. ներդրողի գործունեության իրավական կարգավիճակը պետք է լինի անփոփոխ՝ ներդրումային ծրագրի իրագործման ամբողջ ընթացքում: Այս երաշխիքի առավել նպատակահարմար տարբերակը՝ պետության կողմից ներդրումային գործունեության պայմանները վատթարացնող օրենսդրության փոփոխություններից լիովին հրաժարումն է:
- Ազատ տեղաշարժի իրավունքի երաշխիք. օտարերկրյա ներդրողները և նրանց ներկայացուցիչները պետք է հնարավորություն ունենան ազատ կերպով տեղաշարժվել Հայաստանի տարածքում՝ բացառությամբ այնպիսի տարածքների, որոնցում գտնվելը սահմանափակվում է ՀՀ օրենսդրությամբ:

- Գույքի, եկամուտների և տեղեկատվության ազատ արտահանման երաշխիք. ներդրողը պետք է հնարավորություն ունենա արտերկիր տեղափոխելու օրինական ճանապարհով ստացած գույքը, եկամուտները և տեղեկատվությունը:
- Ազգայնացումից ներդրողների պաշտպանության երաշխիք. այս երաշխիքն ամենաառանցքայիններից է, որը կապահովի ներդրողների գույքային իրավունքների պաշտպանվածությունը ներդրումային ծրագրի ողջ ընթացքում՝ պետության կողմից բռնագրավումից:
- Ներդրումների փոխհատուցման երաշխիք. պետության կողմից հարկադիր օտարման կամ ներդրումային գործունեության համար այնպիսի խոչընդոտների առաջացման դեպքում, որի պայմաններում ներդրողը հարկադրաբար կդադարեցնի իր գործունեությունը, պետք է երաշխավորվի ներդրողի կողմից իրականացված ներդրումների և ստացվելիք եկամուտի անվերապահ փոխհատուցումը:
- Վերաներդրում իրականացնելու դեպքում (ստացված շահույթի կամ լրացուցիչ կապիտալի ներդրմամբ) ներդրողի իրավական պաշտպանվածության երաշխիք. վերաներդրում իրականացնելու դեպքում ներդրողին պետք է ապահովվեն միևնույն երաշխիքները, արտոնությունները և իրավական կարգավիճակը, որոնք գործել են սկզբնական ներդրման ժամանակ:

Պետք է նշել, որ չնայած «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված են մի շարք երաշխիքներ՝ կապված ներդրողների իրավական պաշտպանվածության, օրենսդրության փոփոխությունների և ազգայնացման դեպքում ներդրողների իրավունքների պաշտպանության հետ, սակայն դրանք ներկայումս չեն համապատասխանում ներդրողների իրավական պաշտպանության ոլորտի ժամանակակից միջազգային չափանիշներին: Բացի այդ, օրենքում ամրագրված չեն այդ երաշխիքների իրագործման հստակ մեխանիզմները, ինչպես նաև դրանց խախտման դեպքերում ներդրողների օրինական իրավունքների վերականգնման ընթացակարգերը: Մասնավորապես, գործող օրենքով սահմանված է, որ Հայաստանի Հանրապետության օրենսդրության փոփոխության դեպքում ներդրման պահից սկսած 5 տարվա ընթացքում, օտարերկրյա ներդրողի ցանկությամբ, կարող է կիրառվել ներդրման իրականացման պահին գործող օրենսդրությունը: Սակայն,

երկարաժամկետ ներդրումների դեպքում (տասը տարի և ավել ժամկետով), այս երաշխիքն ամբողջ ծավալով չի երաշխավորում ներդրողների իրավունքների պաշտպանությունը: Ուստի, կարծում ենք, նպատակահարմար է այդ երաշխիքը տարածել ներդրումային ծրագրի ողջ ժամկետի վրա, ինչպես նաև նախատեսել այդ ժամկետի երկարաձգման հնարավորություն՝ վերաներդրման դեպքերի համար: Այս առումով պետք է ապահովվի նաև ներդրողների և լիազորված պետական մարմինների միջև կնքված պայմանագրերի պայմանների կայունությունը: Հայաստանի Հանրապետության օրենսդրության փոփոխությունները չպետք է ազդեցություն ունենան կնքված պայմանագրերի պայմանների վրա: Պայմանագրի փոփոխություններ կարող են տեղ գտնել միայն երկկողմանի համաձայնությամբ՝ պայմանագրի լրացումների ու փոփոխությունների իրականացման միջոցով:

Ներդրումային միջավայրի վրա բացասաբար է անդրադառնում նաև ներդրողների երաշխիքների օրենսդրական սահմանափակվածությունը: Ներդրողների պաշտպանության իրավական երաշխիքների լիարժեք ապահովման տեսանկյունից մեծապես կարևորվում է, որպեսզի այդ երաշխիքները լինեն համընդհանուր և չգործեն միայն մեկ կամ մի քանի օրենքների շրջանակում: Մասնավորապես, ներկայումս Հայաստանում գործող երաշխիքները բավական նեղ են և տարածվում են միայն ներդրումային օրենսդրության վրա, որը փաստացի բաղկացած է «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքից և ներդրումային գործունեության ոլորտում կնքված միջազգային պայմանագրերից: Տվյալ պարագայում երաշխիքները չեն տարածվում մասնավորապես օրենսդրության այնպիսի առանցքային ու կարևոր ոլորտների վրա, ինչպիսիք են հարկային և մաքսային օրենսդրությունները, որոնք էլ հենց հաճախակի փոփոխությունների են ենթարկվում: Հետևաբար, ներդրումային միջավայրի բարելավման տեսանկյունից նպատակահարմար է ընդլայնել այդ երաշխիքների կիրառման ոլորտը՝ բացի ներդրումային օրենսդրությունից դրանք տարածելով նաև տնտեսական հարաբերությունները կանոնակարգող ամբողջ օրենսդրական դաշտի վրա:

Հայաստանի Հանրապետության ներդրումային օրենսդրությունը միջազգային չափանիշներին և ժամանակակից տնտեսական հարաբերությունների պահանջներին

համապատասխանեցնելու ուղղությամբ կարծում ենք անհրաժեշտ է իրականացնել նաև ներդրումային օրենսդրության կառուցվածքային և բովանդակային բարեփոխումներ՝ կապված կարգավորման դաշտի վերանայման, հիմնական հասկացությունների և եզրույթների շրջանակի ընդլայնման, ինչպես նաև ներդրումային օրենսդրության կառուցվածքային կատարելագործման հետ: Նախևառաջ հարկ է նշել, որ «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքով կարգավորվում են միայն օտարերկրյա ներդրումների հետ կապված հարաբերությունները, իսկ տեղական ներդրումների, այդ թվում՝ պետության միջոցներով իրականացվող ներդրումների հետ կապված իրավահարաբերությունները ինչպես նշած օրենքով, այնպես էլ այլ իրավական ակտերով կանոնակարգված չեն: Այս առումով, ներդրումային հարաբերությունների օրենսդրական բարեփոխումների շրջանակում պետք է կանոնակարգվեն ներդրումների հետ կապված բոլոր տեսակի իրավահարաբերությունները, տնտեսության մեջ ներդրումների խթանման գործիքներն ու մեխանիզմները, ինչպես նաև ներդրումները կարգավորող լիազոր պետական մարմնի իրավասությունները և գործառույթները:

Անդրադառնալով «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքում սահմանված հիմնական հասկացություններին, պետք է փաստել, որ դրանք ամբողջությամբ չեն արտացոլում ներդրումային հարաբերությունների բոլոր կողմերը և զարգացման ժամանակակից միտումները: Մասնավորապես, օրենքը բավական սահմանափակ է ներդրումների, ներդրողի, ներդրումային գործունեության և դրա ձևերի, ներդրումային օբյեկտների ու ներդրումների աղբյուրների սահմանման առումով: «Ներդրում» եզրույթն ընդհանրապես սահմանված չէ օրենքով, իսկ «օտարերկրյա ներդրում» եզրույթի սահմանումը բավական նեղ է և չի արտացոլում վերջինիս բոլոր հնարավոր կողմերը: Հետևաբար, ներդրումային գործունեությանն առնչվող հասկացությունների ընդլայնումը և դրանց իրավական ձևակերպման կատարելագործումը թույլ կտա օրենսդրորեն ամրագրել ներդրումային գործունեության ոլորտում ի հայտ եկած նոր միտումներն ու դրանց առանձնահատկությունները: Այս առումով, կարծում ենք, օրենսդրության մեջ պետք է սահմանվեն ուղղակի օտարերկրյա ներդրում (ՕՈՒՆ), ուղղակի ներդրող, ուղղակի ներդրումներով

ձեռնարկություն, կոլեկտիվ ներդրումային ինստիտուտ, պորտֆելային ներդրում, ներդրումային ակտիվ, ներդրումային վարկ հասկացությունները:

Ներդրումային օրենսդրության կատարելագործման հաջորդ ուղղությունը դրա կառուցվածքային բարեփոխումն է: Նպատակահարմար է, որ օրենքում առանձին բաժին հատկացվի ներդրողների երաշխիքներին, ներդրումային վեճերի լուծման, ներդրողներին տրամադրվող արտոնությունների սահմանման հետ կապված իրավահարաբերությունների կարգավորմանը:

Ներդրողները Հայաստանում հաճախակի բախվում են ներդրումների պաշտպանության հետ՝ պայմանավորված տարաբնույթ խնդիրներով, ինչպես գործող իրավական ակտերի անկատարությամբ, այնպես էլ դրանց ոչ պատշաճ իրականացմամբ: Նմանատիպ խնդիրները բացասաբար են անդրադառնում ինչպես Հայաստանում ներդրումների ներգրավման, այնպես էլ միջազգային ներդրումային համաձայնագրերով Հայաստանի ստանձնած պարտավորությունների պատշաճ իրականացման վրա: Այս առումով, մեծապես կարևորվում է ներդրումային օրենսդրության մեջ առանձնակի տեղ հատկացնել ներդրողների բողոքների և առաջարկությունների ներկայացման, ինչպես նաև դրանց քննարկման ընթացակարգերին: Ներդրումային վեճերից խուսափելու և դրանց արագ կարգավորման համար նպատակահարմար կլինի Հայաստանում ստեղծել ներդրումային օմբուդսմենի ինստիտուտ, որի գործունեության առանձնահատկությունները կսահմանվեն օրենքով: Կարծում ենք, ներդրումային օմբուդսմենի ինստիտուտի առկայությունը կնպաստի ներդրումային վեճերի արագ և անկողմնակալ լուծմանը: Ներդրումային օմբուդսմենը յուրաքանչյուր կոնկրետ վեճի ծագումն ու պատճառը պարզելու և արդարացի լուծում տալու նպատակով՝ ներկայացված բողոքի վերաբերյալ կհավաքագրի և կվերլուծի հետևյալ տեղեկատվությունը՝ ներդրողի կարգավիճակը, խնդրի էությունը և բնագավառը, առնչվող պետական մարմինը, այդ խնդրի ընթացիկ կարգավիճակը, բողոքի առնչությամբ դատական գործի առկայությունը, դիսկի ենթարկվող ներդրումների արժեքը, բողոքի այլ հնարավոր ազդեցությունները և այլն: Օմբուդսմենի ինստիտուտի ձևավորմամբ հնարավոր կլինի նաև էապես կրճատել բողոքների քննարկման

ժամկետները և ծախսերը՝ ներդրողներին ազատելով դատական ատյաններ դիմելու անհրաժեշտությունից:

Հայաստանում ներդրումային գործընթացի խթանման ուղղությամբ, կարծում ենք, կարևոր քայլ կլինի նաև ներդրողների համար «մեկ պատուհանի» ներդրումը, որը կհանդիսանա ներդրողներին համակարգված պետական աջակցության և խորհրդատվության տրամադրման, բյուրոկրատական քաշքշուկների կրճատման միասնական օղակ, որը ներդրողներին կուղեկցի շուկա մուտք գործելուց մինչև նախագծի վերջնական իրագործումը:

Ներդրումային միջավայրի բարելավման և ռիսկերի նվազեցման ուղղությամբ նպատակահարմար է ձևավորել նաև ներդրողների երկխոսության հարթակներ՝ կառավարությանը կամ պետական կառավարման մարմիններին առընթեր կարգավիճակով, որոնցում կքննարկվեն ներդրողներին հուզող և հրատապ լուծում պահանջող հարցեր: Այս քայլը ևս կնպաստի ներդրումային միջավայրի բարելավման ոլորտում կառավարության իրականացրած քաղաքականության հետևողականության նկատմամբ ներդրողների վստահության ամրապնդմանը և ապագայում հանրապետության տնտեսության մեջ նոր ներդրումների հոսքեր ապահովմանը:

Ամփոփելով պետք է նշել, որ Հայաստանում ներդրումային ոլորտը կանոնակարգող իրավական դաշտը ներկայումս չի համապատասխանում ներդրումային միջավայրի բարելավման և ներդրումային ռիսկերի նվազեցման ուղղությամբ կառավարության որդեգրած քաղաքականության նպատակներին, և անհրաժեշտություն կա այդ ոլորտի էական բարեփոխումների: Վերջիններս պետք է իրականացվեն ներդրողների իրավունքների պաշտպանության երաշխիքների ընդլայնման, դրանց ապահովման գործուն մեխանիզմների ապահովման, վեճերի արագ և անկողմանկալ քննարկման, ներդրումային հարաբերությունները բնութագրող ժամանակակից հասկացությունների ու եզրույթների ընդլայնման, ինչպես նաև իրավական նոր ինստիտուտների ձևավորման ճանապարհով: Վերոհիշյալ ուղղություններով ներդրումային օրենսդրության հետևողական և նպատակաուղղված բարեփոխումների արդյունքում հնարավոր կլինի հանրապետությունում ձևավորել

տնտեսության կայուն զարգացմանը նպաստող գործուն, արդյունավետ և թափանցիկ ներդրումային միջավայր:

3.3. Ներդրումային ոլորտի նվազեցմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության առանձնահատկությունները Հայաստանի Հանրապետությունում

Բազմաթիվ փորձագետներ կարծում են, որ երկրում քաղաքական կայունությունը և օրենսդրական դաշտի բարեփոխումները օտարերկրյա ներդրումների մեծ հոսքերի ապահովման հիմնական նախապայմանն են: Այս առումով, պետք է փաստել, որ Հայաստանում դեռևս 1998 թվականից ի վեր քաղաքական իշխանությունը կայուն է և շուկայական տնտեսական հարաբերությունների արմատավորման ու տնտեսության ենթակառուցվածքային համակարգի ձևավորման ոլորտում բազմաթիվ օրենսդրական բարեփոխումներ են իրականացվել: Այս ամենը այլ հավասար պայմաններում պետք է հանգեցներ հանրապետության ներդրումային միջավայրի բարձր գրավչության և օտարերկրյա լայնամասշտաբ ներդրումների ներգրավման: Սակայն, հանրապետության տնտեսության մեջ ներդրումների շարժընթացի վերլուծությունը վկայում է այն մասին, որ ՀՀ կառավարության կողմից ներդրումների ներգրավման ուղղությամբ որդեգրած «բաց դռների» քաղաքականության և արտահանող ճյուղերի խթանման միջոցառումների արդյունքում ներդրումների ծավալների շեշտակի աճ չի արձանագրվել: Սա բնականաբար վկայում է այն մասին, որ հանրապետության ներդրումային միջավայրը դեռևս բավարար գրավիչ չէ արտաքին ու ներքին ներդրողների համար:

Հայաստանի տնտեսության մեջ ներդրումների ներգրավմանը խոչընդոտում են մի շարք գործոններ, որոնք ներդրողների համար բարձր ռիսկերի աղբյուրներն են. տնտեսական աճի ցածր տեմպերը և հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների անկայունությունը, տնտեսական հարաբերությունները կանոնակարգող օրենսդրության անկատարությունը և հակասականությունը, սեփականության իրավունքների պաշտպանության հստակ երաշխիքների բացակայությունը,

ներդրումների խթանման ուղղությամբ լայն արտոնությունների բացակայությունը, հարկային համակարգի անկայունությունը և ներդրումային գործունեության նկատմամբ գործող հարկերի զսպող բնույթը, տնտեսական գործունեության հետ կապված փաստաթղթային ձևակերպումների բարդ ընթացակարգերը, վարչարարական տարաբնույթ քաշքշուկները, բիզնեսի վրա վարչական ճնշումները, պետական մարմինների ու պաշտոնյաների կողմից ստեղծվող արհեստական արգելքները և կոռուպցիոն դրսևորումները:

Հարկ է նշել, որ քաղաքական կայունությունը և ներդրումային միջավայրի բարելավման ուղղությամբ օրենսդրական բարեփոխումները անհրաժեշտ, սակայն դեռևս բավարար պայմաններ չեն: Դրանք չեն կարող երաշխավորել ներդրողների համար տնտեսական բարենպաստ պայմաններ, քանի դեռ պետական իշխանությունները չեն ապահովում այդ իրավական ակտերի պահանջների պատշաճ կատարումը: Այս առումով Հայաստանում առկա է զգալի անկանխատեսելիություն՝ կապված իրավական նորմերի պատշաճ կիրառման հետ, քանի որ հանրապետության տնտեսական համակարգն օժտված է էական յուրահատկությամբ: Այն բնորոշվում է մենաշնորհացման բարձր մակարդակով և տնտեսական հարաբերությունների մեջ ընտանեկան-օլիգարխիկ կապերի մեծ դերակատրամամբ, ինչը գրեթե անհնար է դարձնում բնականոն տնտեսական մրցակցությունը նույնիսկ կատարյալ իրավական դաշտի պայմաններում: Վերոհիշյալ գործոնները բնականաբար լուրջ խոչընդոտ են ներդրումային միջավայրի բարելավման համար: Նշենք, որ նմանատիպ հիմնախնդիրներ առկա են եղել նաև հետխորհրդային տարածքի այլ երկրներում, սակայն այդ երկրների ներդրումային միջավայրի զարգացման վերլուծությունը վկայում է, որ այդ հիմնախնդիրները լուծվել են՝ օրենսդրական դաշտի կատարելագործման, իրավական ակտերի պահանջների անվերապահ կատարման և նպատակաուղղված տնտեսական քաղաքականության իրականացման ճանապարհով:

Անդրադառնալով Հայաստանի տնտեսական իրավիճակին՝ պետք է նշել, որ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունների հետևանքները տնտեսության մեջ դեռևս ամբողջովին հաղթահարված չեն, ինչի մասին է վկայում մակրոտնտեսական ցուցանիշների շարժընթացը (տես աղյուսակ 3.3.1-ը):

Աղյուսակ 3.3.1

Մակրոտնտեսական ցուցանիշների շարժընթացը ՀՀ-ում՝ ըստ
2007-2016թթ.¹³⁹

Մակրոտնտեսական ցուցանիշը	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
ՀՆԱ աճի տեմպ (%)	13.75	6.95	-14.15	2.2	4.7	7.13	3.3	3.53	3.01	0.6
Արդյունաբերության աճի տեմպ (%)	11.26	7.42	-28.55	7.41	1.77	4.99	0.51	-2.29	2.8	0.92
Ներդրումներ/ՀՆԱ (%)	38.16	43.8	33.82	31.31	31.02	30.66	31.47	32.15	32.86	33.54
Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների զուտ ներհոսքեր (ՀՆԱ %)	7.25	8.09	8.79	5.71	6.44	4.68	3.11	3.47	1.69	3.2
Հիմնական կապիտալում ներդրումներ(ՀՆԱ %)	37.78	40.87	34.67	32.87	27.28	25.33	22.26	20.87	20.73	18.44
Համախառն ներքին խնայողություններ (ՀՆԱ %)	17.82	15.26	7.14	8.38	3.68	4.49	2.43	2.39	8.59	8.85
Արտահանում	39.15	40.66	43.0	45.32	47.35	48.4	48.2	47.05	41.86	42.66
Ներմուծում	19.18	15.05	15.47	20.83	23.75	27.56	28.36	28.57	29.73	33.06

Ճգնաժամի ազդեցությունները վերջնականապես հաղթահարելու ուղղությամբ առաջնահերթ նշանակություն ունի ներդրումային բարենպաստ միջավայրի ձևավորումը, կարգավորվող միջավայրի թափանցիկության բարձրացումը, երկրի մրցակցային առավելությունների բացահայտումը, տնտեսության դիվերսիֆիկացումը, գիտելիքահենք ու նորարարական արտադրությունների խթանումը,

¹³⁹ <https://data.worldbank.org/country/armenia>

տարածաշրջանների տնտեսական զարգացումը, տնտեսության մեջ տեղական և օտարերկրյա ներդրումների խթանումը, որակյալ և բարձր վարձատրվող աշխատատեղերի ստեղծումը, մարդկային կապիտալի զարգացումը և արդյունքում՝ տնտեսական կայուն աճի և ազգաբնակչության բարեկեցության ապահովումը:

Ներկայիս տնտեսական անբարենպաստ պայմանները Հայաստանի տնտեսության բոլոր ոլորտների միկրո և մակրոմակարդակներում առաջացնում են տարատեսակ ռիսկեր, որոնք բացասաբար են ազդում ներդրումային գործընթացների արդյունավետության վրա, իսկ վերը նշված նպատակների իրագործման կարևոր նախապայման է տնտեսության մեջ ներդրումային ռիսկերի մակարդակի նվազեցումը:

Տնտեսության մեջ ներդրումների ցածր ակտիվության պարագայում ներդրումային ռիսկերի նվազեցման և ներդրումների խթանման գործում որոշիչ դերակատարում ունի կառավարության կողմից իրականացվող տնտեսական քաղաքականությունը: Ներդրումային ռիսկերի կառավարումը մակրոմակարդակում պետք է հանդիսանա պետական տնտեսական քաղաքականության առանցքային ուղղություններից մեկը, քանի որ այդ մակարդակում ներդրումային ռիսկերի կառավարման համակարգի ձևավորումից է կախված ազգային տնտեսական համակարգի բնականոն գործունեությունը և զարգացումը: Կառավարությունը տնտեսության մեջ ներդրումային գործունեության վրա կարող է ազդել անմիջականորեն՝ պետական ներդրումային քաղաքականության, այնպես էլ տնտեսական քաղաքականության այլ բաղադրիչներով՝ դրամավարկային, հարկային, մաքսային, ճյուղային, ամորտիզացիոն և այլն:

Գնահատելով Հայաստանում վերջին տարիներին իրականացված պետական մակրոտնտեսական քաղաքականությունը՝ պետք է փաստել, որ այն հիմնականում չի բխել ՀՀ կառավարության կողմից հավանության արժանացած ներդրումային քաղաքականության հայեցակարգում ամրագրված սկզբունքներից ու մոտեցումներից¹⁴⁰ բարենպաստ տնտեսվարման պայմաններ և գրավիչ ներդրումային միջավայր չապահովելով: Վերջինիս մասին են վկայում նաև տնտեսության մեջ առկա ներքոհիշյալ բացասական երևույթները, որոնք անմիջական բացասական

¹⁴⁰ www.mfa.am/u_files/file/businessarm/35_am.pdf

ազդեցություն են ունենում ներդրումային միջավայրի և ներդրումային գործունեության զարգացման վրա.

- տնտեսական իրավիճակի անորոշությունների բարձր մակարդակը,
- տնտեսվարողների վրա բարձր հարկային բեռը,
- տնտեսության մեջ «երկար» փողերի պակասը,
- մրցակցային միջավայրի անկատարությունը,
- ստվերային տնտեսության առկայությունը,
- ֆինանսական ռեսուրսների դժվարամատչելիությունը և բարձր տոկոսադրույքները,
- արտադրական ձեռնարկությունների հիմնական ֆոնդերի մաշվածությունը,
- գիտություն և տնտեսություն արդյունավետ փոխգործակցության ցածր մակարդակը,
- ներդրումային գործունեությունը խթանող և տնտեսապես հիմնավորված արտոնությունների բացակայությունը,
- պետություն-բիզնես ակտիվ փոխգործակցության բացակայությունը,
- սեփականության իրավունքների և ներդրողների շահերի պաշտպանության ցածր մակարդակը,
- տարածաշրջանների ցածր տնտեսական զարգացվածության աստիճանը,
- մարդկային կապիտալի զարգացման ցածր մակարդակը և այլն:

Վերոհիշյալ խնդիրների հրատապ լուծման համար անհրաժեշտ է հիմնովին վերանայել Հայաստանի կառավարության կողմից իրականացվող տնտեսական քաղաքականության ուղղությունները: Ներդրումային միջավայրի բարելավումը համարելով երկրի տնտեսական առաջընթացի հիմնական գերակայություններից մեկը՝ անհրաժեշտ է մշակել և նպատակաուղղված կերպով իրականացնել այնպիսի միջոցառումներ, որոնք կնպաստեն ներդրումային բարենպաստ միջավայրի ձևավորմանը՝ ռիսկերը նվազեցնելու ու ներդրումների իրականացման համար լրացուցիչ տնտեսական ու վարչարարական խթաններ ապահովելու միջոցով:

Հայաստանի տնտեսության մեջ երկարաժամկետ ներդրումների խթանման համար անհրաժեշտ է ապահովել բաց և ազատական պայմաններով տնտեսություն՝ պետական ապարատի վարչարարության բարձր արդյունավետությամբ: Հանրապետությունում ներդրումային ռիսկերի նվազեցման նպատակից ելնելով՝

անհրաժեշտ է ձևավորել ներդրումային գործընթացի կառավարման գործուն համակարգ, որը կներառի ներդրումային օրենսդրության զարգացումը, ներդրումային միջավայրի գրավչության բարձրացմանն ուղղված միջոցառումները, բիզնես պլանավորման միջազգային չափանիշներին հարիր մակարդակի ապահովումը, պետական աջակցության միջոցառումների համակարգումը, ներդրումների ներգրավման և ներդրողներին աջակցություն ցուցաբերելու ուղղությամբ բոլոր մակարդակների պետական մարմինների ու պաշտոնյաների պատասխանատվության ստանձնումը և այլն:

Ներկայումս, համաշխարհային տնտեսության մեջ ձևավորվում է կայուն տնտեսական աճի նոր տեխնոլոգիական բազա՝ հիմնված այնպիսի նորագույն ճյուղերի զարգացման վրա, ինչպիսիք են թվային և նանոտեխնոլոգիաները, միկրոէլեկտրոնիկան, բիոտեխնոլոգիան և այլն: Ելնելով նշված մարտահրավերներից՝ բազմաթիվ երկրներում բավական մեծ տեղ են հատկացվում մարդկային կապիտալի զարգացմանը՝ կրթության և առողջապահության համակարգերում լայնամասշտաբ ներդրումների միջոցով: Այս պարագայում Հայաստանի համար տնտեսության առաջնահերթ ճյուղերի տեխնոլոգիական զարգացումը և մարդկային կապիտալի աճը պետք է հանդիսանան ներդրումների խթանման և տնտեսության կայուն զարգացման ապահովման հիմնախնդիրների կարևոր լուծումներից մեկը: Ելնելով վերոգրյալից՝ անհրաժեշտ է ձևավորել համապատասխան պայմաններ տնտեսության զարգացման նոր մոդելի կայացման ուղղությամբ, ինչի համար նախևառաջ Հայաստանի տնտեսությունը պետք է ապահովի տնտեսական զարգացման կայուն ցուցանիշներ: Վերջինիս կնպաստի տնտեսության դիվերսիֆիկացումը, արտահանման ծավալների ընդլայնումը, ներմուծման կառուցվածքում սպառողական ապրանքների ու ծառայությունների տեսակարար կշռի կրճատումը, ազգաբնակչության սոցիալական աջակցության պատշաճ մակարդակի ապահովումը: Նշված խնդիրների լուծման համար անհրաժեշտ է ամբողջ ծավալով օգտագործել Հայաստանի տնտեսության նախկինում չգործարկված պոտենցիալ աճի գործոնները: Հայաստանում մակրոտնտեսական քաղաքականության բոլոր ուղղությունների համար պետք է ընդունվի հստակ ռազմավարություն՝ որպես գերակա նպատակ սահմանելով երկրի

տնտեսության երկարաժամկետ կայուն զարգացումը՝ տեղական ու օտարերկրյա ներդրումների խթանման հիման վրա: Այս առումով, անհրաժեշտ է իրականացնել տնտեսության վերափոխման ուղղությամբ ինչպես երկարաժամկետ կառուցվածքային միջոցառումներ, այնպես էլ բիզնես միջավայրի որակական բարելավման և տնտեսական հարաբերությունների ակտիվացման գծով կարճաժամկետ միջոցառումներ:

Բնականաբար, Հայաստանի տնտեսության առջև ծառացած խնդիրների լուծման համար միայն տեղական ներդրումները բավարար չեն, և ներկայումս խիստ անհրաժեշտություն կա օտարերկրյա ներդրումների ներգրավման: Վերջիններս կարևորվում են նրանով, որ կարող են նպաստել հանրապետության տնտեսության զարգացմանը՝ գիտելիքի, տեխնոլոգիաների և կապիտալի փոխանցման, բարձր որակավորում պահանջող աշխատատեղերի ստեղծման, միջազգային ներդրողների ներկայացուցչական ցանցերի հասանելիության ապահովման միջոցով: Ուստի, Հայաստանի Հանրապետության կառավարության գերակա խնդիրներից է տնտեսության մեջ օտարերկրյա կապիտալի հոսքերի ներգրավումը և տնտեսական քաղաքականության միջոցով դրանց ուղղորդումը՝ հանրապետության սոցիալ-տնտեսական խնդիրների լուծման ուղղությամբ: Սակայն միաժամանակ պետք է նշել, որ օտարերկրյա ներդրումների խթանումը չպետք է խտրական պայմաններ ստեղծի տեղական ներդրողների համար: Մասնավորապես, ճիշտ չի լինի օտարերկրյա կապիտալի մասնակցությամբ ընկերություններին տրամադրել այնպիսի արտոնություններ, որոնցից չեն օգտվելու նույն ոլորտում գործող տեղական կազմակերպությունները: Ինչպես վկայում է արտերկրյա փորձը, այդպիսի միջոցառումները գործնականում էական ազդեցություն չեն ունենա ներդրումային ակտիվության վրա, քանի որ տեղական կազմակերպությունների փոխարեն կստեղծվեն ֆորմալ օտարերկրյա կապիտալի մասնակցությամբ կազմակերպություններ, որոնք կհավակնեն տրամադրվող արտոնություններին: Ուստի անհրաժեշտ է ձևավորել բարենպաստ ներդրումային միջավայր ոչ միայն օտարերկրյա, այլև տեղական ներդրողների համար: Ըստ էության, տեղական ներդրողների համար ևս պետք է նվազեցնել ներդրումային ռիսկերը՝ ներդրումների պաշտպանության

երաշխիքների տրամադրման, երկարաժամկետ ներդրումների համար կայուն իրավական ու տնտեսական պայմանների ապահովման, ներդրումների փոխհատուցման գործուն համակարգի ձևավորման միջոցով, ինչը միանշանակ բարերար ազդեցություն կունենա հանրապետության ներդրումային միջավայրի վրա: Մինևույն ժամանակ, կառավարությունը պետք է ձևավորի համապատասխան մեխանիզմներ, որոնց հիման վրա տեղական ներդրողները, մասնավորապես, փոքր և միջին ձեռնարկությունները կկարողանան օգտվել օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների հոսքերի արդյունքում ձևավորվող տնտեսական բարենպաստ պայմաններից:

Ներդրումների խթանման և ներդրումային միջավայրի ռիսկայնության նվազեցման ուղղությամբ Հայաստանի կառավարության կողմից իրականացվող տնտեսական քաղաքականության հիմնական սկզբունքները պետք է հանդիսանան.

- տնտեսական հարաբերությունների բոլոր մասնակիցների համար բարենպաստ, մրցակցային և ոչ խտրական բիզնես միջավայրի երաշխավորումը,
- տնտեսական գործունեության համար հավասար և կանխատեսելի պայմանների ապահովումը,
- ներդրումային ռիսկերի նվազեցման կազմակերպչաիրավական համակարգի ձևավորումը՝ տեղական և օտարերկրյա ներդրումների և ազգաբնակչության խնայողությունների խթանման նպատակով,
- տնտեսության արտահանող ճյուղերի առաջնահերթ խթանումը, թողարկվող ապրանքների ու ծառայությունների մրցունակության բարձրացումը,
- ֆինանսական ռեսուրսների հասանելիության ապահովումը,
- տնտեսվարողների ներդրումային հնարավորությունների ընդլայնման նպատակով հարկային քաղաքականության վերանայումը՝ գործող հարկային համակարգի պարզեցման, հարկային բեռի կրճատման և ամորտիզացիոն քաղաքականության կատարելագործման հիման վրա,
- ներդրումների խթանմանն ուղղված գործուն և տնտեսապես հիմնավորված արտոնությունների տրամադրումը,
- փոքր և միջին ձեռնարկություններում ներդրումների խրախուսումը,

- նորարարությունների խթանումը և գիտելիքահենք արտադրությունների զարգացումը,
- էներգախնայող և բարձր տեխնոլոգիական ոլորտներում ներդրումների խրախուսումը,
- ազատ տնտեսական գոտիների ընդլայնումը,
- տարածաշրջանների ներդրումային գրավչության բարձրացումը:

Վերոհիշյալ սկզբունքների կենսագործման համար պահանջվում է տնտեսական քաղաքականության նպատակադրումների վերանայում, ինչպես նաև տնտեսական միջավայրը կարգավորող իրավական դաշտի բարեփոխում:

Ներդրումային ոլորտների նվազեցմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության շրջանակում կարող են կիրառվել ինչպես ֆինանսական, այնպես էլ ոչ ֆինանսական գործիքներ: Ֆինանսական գործիքները ենթադրում են ներդրողներին ֆինանսական միջոցների փոխհատուցում, դրամաշնորհների տրամադրում, հարկերի և մաքսատուրքերի վճարումից ազատում, զեղչերի տրամադրում, արտոնյալ վարկերի տրամադրում, վարկային տոկոսագումարների սուբսիդավորում և այլն: Ինչ վերաբերում է ոչ ֆինանսական գործիքներին, ապա դրանց միջոցով կարող են իրականացվել ներդրողների համար գործունեության պայմանների բարելավում, խորհրդատվական բնույթի ծառայությունների մատուցում, տեղեկատվության տրամադրում և այլն:

Ելնելով վերոգրյալից՝ ներդրումային ոլորտների նվազեցմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության շրջանակներում իրականացվող միջոցառումներն ըստ դրանց ուղղվածության կարելի է խմբավորել հետևյալ ոլորտներով.

1. ներդրումային գործունեության գծով վարչարարության պարզեցում և ներդրողներին օժանդակող ծառայությունների լայն սպեկտրի մատուցում,
2. հարկային խթանների ապահովում,
3. ֆինանսական ռեսուրսների մատչելիության ապահովում,
4. տնտեսության իրական հատվածի կազմակերպությունների համար ներդրումային խթանների ձևավորում,
5. տարածաշրջանների ներդրումային գրավչության բարձրացում,

6. մարդկային կապիտալի զարգացում:

Ներդրումային գործունեության հետ կապված վարչարարության պարզեցման և ներդրողներին օժանդակող ծառայությունների մատուցման ուղղությամբ իրականացվող միջոցառումները պետք է միտված լինեն ներդրումային գործընթացների պարզեցմանը, թափանցիկության բարձրացմանը, ներդրողներին աջակցող բարձրակարգ ծառայությունների ու անհրաժեշտ տեղեկատվության տրամադրման ապահովմանը: Մասնավորապես, այս ուղղությամբ պետք է իրականացվեն հետևյալ միջոցառումները.

- ներդրումային նախագծերի քննարկման և փաստաթղթերի հաստատման ընթացակարգերի պարզեցում՝ «մեկ պատուհանի» սկզբունքի կիրառմամբ, ինչը կնպաստի ներդրումային նախագծերի արագ գործարկմանը,
- պոտենցիալ ներդրողների վարկանիշի գնահատման համակարգի ներդրում՝ տեղեկատվական-վերլուծական մասնագիտացված կենտրոնների ստեղծման միջոցով,
- ներդրողների իրազեկման համակարգի ձևավորում և անհրաժեշտ տեղեկատվության անվճար տրամադրում: Մասնավորապես, կարող է կիրառվել տեղեկատվական-գովազդային մեթոդ՝ զանգվածային լրատվության միջոցներով պոտենցիալ ներդրողներին տեղական ենթակառուցվածքների, աշխատուժի, հարկային համակարգի, անշարժ գույքի, տրանսպորտային և հաղորդակցական ծառայությունների գների, բնապահպանական միջոցառումների, իրացման շուկաների զարգացման հեռանկարների վերաբերյալ տեղեկատվության տրամադրման համար,
- ներդրումների խթանման նպատակով մարքեթինգային հետազոտությունների կազմակերպում՝ մասնագիտացված կառույցների ներգրավման միջոցով, ինչը կնպաստի շուկայի հնարավորությունների վերաբերյալ ներդրողների մոտ ամբողջական պատկերացման ձևավորմանը,
- ներդրումային օբյեկտների հետ ներդրումային սպասարկման գործառույթների ստանձնում,

- մրցակացային պայմանների բարելավում և արդյունավետ հակամենաշնորհային քաղաքականության իրականացում,
- բնական մենաշնորհների ենթակառուցվածքների հասանելիության ուղղությամբ ընթացակարգերի պարզեցում,
- ներդրումային գործունեությանը խոչընդոտող գերատեսչական ակտերի վերացում,
- տնտեսվարող կազմակերպություններում գերատեսչական ստուգումների կրճատում,
- ձեռնարկատերերի միավորումների իրավասությունների ընդլայնում և դրանց պետական աջակցության ցուցաբերում՝ արտերկրում ազգային ապրանքանիշների առաջնորդման և Հայաստանի տնտեսության դրական իմիջի ձևավորման ուղղությամբ:

Հայաստանի հարկային համակարգում ներկայումս առկա են բազմաթիվ հիմնախնդիրներ, որոնք զսպում են տնտեսության մեջ ներդրումային գործընթացը: Հարկային քաղաքականությունը հանրապետությունում հիմնականում ֆիսկալային բնույթ է կրում և չի բխում տնտեսության զարգացման և ներդրումների խթանման նպատակներից: Մասնավորապես, տնտեսվարողների վրա առկա բարձր հարկային բեռը, տնտեսապես հիմնավորված ու խթանող հարկային արտոնությունների բացակայությունը, տնտեսական գործունեության արդյունքներին ոչ համարժեք հարկային պատժամիջոցները, ծախսատար ստուգումները, վարչարարական արգելքները ներդրողների համար առաջացնում են բարձր ռիսկեր: Ներդրողների համար հարկային խթանների և բարենպաստ հարկային ռեժիմի ապահովման ոլորտում իրականացվող միջոցառումները կնվազեցնեն այդ ռիսկերը՝ տնտեսվարողներին ուղղորդելով դեպի ակտիվ ներդրումային գործունեություն ու արտադրությունների վերազինում՝ նորարարությունների լայնամասշտաբ կիրառման հիման վրա: Այս ոլորտում նպատակահարմար է իրականացնել հետևյալ միջոցառումները.

- տնտեսության իրական հատվածում նոր ստեղծվող ձեռնարկություններին որոշակի ժամանակահատվածով հարկերից ազատում: Ազատման ժամանակահատվածը կախված կլինի ներդրված կապիտալի գումարի չափից,

- կատարված ներդրումների չափով կազմակերպությունների հարկվող եկամուտի նվազեցում,
- արտադրության տեխնիկական վերազինմանն ուղղված ծախսերի չափով շահութահարկից ազատում,
- հարկային պարտավորությունների վճարման ժամկետների ուշացման համար սահմանված տույժերի ու տուգանքների վերացում,
- սոցիալական վճարի դրույքաչափի նվազեցում,
- ներդրումների իրականացման դեպքում ավելացված արժեքի հարկի վճարման ժամկետի հետաձգում: Հետաձգման ժամկետի չափը կախված կլինի ներդրումների մեծությունից,
- հանրապետության հեռավոր մարզերում գործող արտադրական ձեռնարկություններին առնվազն հինգ տարով հարկերից ազատում,
- արտադրական հիմնական միջոցների, սարքավորումների ներմուծման դեպքում կազմակերպություններին մաքսատուրքի վճարումից ազատում և շահութահարկի հաշվարկման ժամանակ հարկվող եկամուտից նվազեցումների համար հիմնական միջոցի արժեքի որոշակի մասով (20-50%) զեղչի տրամադրում,
- արտահանվող ապրանքների արտադրության համար ներմուծվող նյութերի և կիսաֆաբրիկատների մաքսատուրքից ազատում,
- արտադրության մեջ օգտագործվող հիմնական միջոցների նվազագույն ամորտիզացիոն ժամկետների վերանայում՝ դրանց ժամանակին համալրումն ապահովելու նպատակով,
- նորարարական և բարձր տեխնոլոգիական ոլորտի հիմնական միջոցների գծով ամորտիզացիայի ոչ գծային մեթոդի սահմանում՝ դրանց արագացված դուրսգրման և ժամանակակից հիմնական միջոցներով փոխարինման համար:

Հայաստանում ֆինանսական ռեսուրսների բարձր արժեքը պայմանավորված է հիմնականում ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության առանձնահատկություններով: Անդրադառնալով վերջինիս՝ պետք է նշել, որ այն հիմնականում զսպող բնույթ է կրել՝ ուղղված ԿԲ կողմից որդեգրած գնաճի նպատակադրման ռազմավարության կենսագործմանը: Այս քաղաքականության

ազդեցությունները ֆինանսական շուկայում արտահայտվել են վերաֆինանսավորման բարձր տոկոսադրույքներով, ինչով էլ պայմանավորված են եղել առևտրային բանկերի կողմից սահմանվող վարկային ռեսուրսների բարձր տոկոսադրույքները: Մասնավորապես, տնտեսության իրական հատվածում ներդրումների համար երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների ձևավորման ուղղությամբ անհրաժեշտ է ձևավորել ազգաբնակչության խնայողությունները երկարաժամկետ ներդրումային ռեսուրսների վերածելու արդյունավետ մեխանիզմներ: Երկարաժամկետ ներդրումների աղբյուրներ կարող են հանդիսանալ ապահովագրական, կենսաթոշակային և ներդրումային ընկերությունները: Հանրապետությունում ֆինանսական ռեսուրսների մատչելիության ապահովման ուղղությամբ իրականացվող միջոցառումները պետք է միտված լինեն տնտեսության մեջ երկարաժամկետ կապիտալի ներգրավմանը և ներդրողների համար վարկային ռեսուրսների տոկոսադրույքի նվազեցմանը, ինչը կնվազեցնի Հայաստանում ներդրումային գործունեության ռիսկայնությունը: Վերոհիշյալ ուղղությամբ նպատակահարմար է իրականացնել հետևյալ միջոցառումները.

- տնտեսության իրական հատվածում ներդրումներ իրականացնող կազմակերպությունների համար արտոնյալ վարկերի տրամադրում,
- արտահանող ձեռնարկությունների կողմից ներդրումների համար ներգրավված վարկերի տոկոսների սուբսիդավորում,
- պետության կողմից երաշխավորված կորպորատիվ արժեթղթերի թողարկման միջոցով ներդրումների ներգրավման խթանում,
- կորպորատիվ արժեթղթերի տեղաբաշխման համար առևտրային բանկերի կողմից անդերոայթինգային ծառայությունների կազմակերպում,
- ժամանակակից ներդրումային ենթակառուցվածքների ձևավորում, որոնք կնպաստեն ազգաբնակչության խնայողությունները դեպի ներդրումային ոլորտ ուղղորդմանը, ինչպես նաև ֆինանսական կապիտալի միջնորդային հոսքերի ապահովմանը,

- մասնավոր կուտակային կեսնաթոշակային հիմնադրամների միջոցները Հայաստանի տնտեսության իրական հատվածում որպես ներդրումներ ներգրավելու մեխանիզմների ձևավորում:

Տնտեսության իրական հատվածում բարենպաստ ներդրումային միջավայր ձևավորելու և այդ ոլորտում ներդրումային ռիսկերի նվազեցման ուղղությամբ կարող են իրականացվել հետևյալ միջոցառումները.

- արտահանող արտադրությունների զարգացման խթանում՝ ներդրումային ծրագրերի դրամաշնորհային ֆինանսավորման միջոցով,
- արտադրական ենթակառուցվածքների արդիականացման և զարգացման ֆինանսավորում,
- նորարարությունների ներդրման և գիտահետազատական աշխատանքների իրականացման ոլորտում փոքր և միջին ձեռնարկություններին ֆինանսական աջակցության ցուցաբերում,
- պետություն-մասնավոր հատված ներդրումային կայուն համագործակցության զարգացում՝ պետության և մասնավոր հատվածի ֆինանսական ռեսուրսները տնտեսության առաջնահերթ և նորարարական ոլորտներում համակենտրոնացնելու միջոցով,
- «գիտություն-արտադրություն» կապի ամրապնդման, գիտելիքահենք և նորարարական տնտեսության կայացման և այդ ոլորտում ներդրումների խթանման նպատակով՝ միջճյուղային առաջնահերթ գիտատեխնոլոգիական նախագծերի համակարգի ձևավորում՝ ուղղված հանրապետության սոցիալ-տնտեսական կարևորագույն խնդիրների լուծմանը: Նման նախագծերը կիրադրվեն գիտակրթական և արտադրական ոլորտի կազմակերպությունների կողմից ստեղծվող կոնսորցիումների միջոցով,
- ներդրողների համար արտադրական հողատարածքների, շենքերի, շինությունների և տեխնոլոգիական սարքավորումների ձեռքբերման գծով կատարվող ծախսերի սուբսիդավորում:

Ներկայումս Հայաստանում կարևոր հիմնախնդիր է հանրապետության մարզերի տնտեսական զարգացումը, որը կարող է ապահովվել ներդրումային ռեսուրսների

ակտիվ ներգրավման ճանապարհով: Այս առումով, տարածաշրջանային զարգացմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության շրջանակներում ևս անհրաժեշտ է մշակել ներդրումային ռիսկերի նվազեցմանն ու ներդրումների խթանմանն ուղղված միջոցառումներ, մասնավորապես.

- հանրապետության մարզերում ձեռնարկատիրական գոտիների ստեղծում, որոնցում ներդրողները կօգտվեն տնտեսական գործունեության համար տրամադրվող լայն արտոնություններից,
- տարածքային կառավարման և տեղական ինքնակառավարման մարմինների կողմից տարածաշրջանների արտադրական և սոցիալական ենթակառուցվածքների զարգացման ֆինանսավորում,
- համայնքներում արդյունաբերական օբյեկտների կառուցման համար հողատարածքների անվճար հատկացում և ինժեներատեխնիկական աջակցություն,
- հանրապետության մարզերում ներդրումային նախագծերի հավաքագրման, ներդրումային խորհրդատվության տրամադրման և այդ ոլորտում առաջացող հնարավոր խնդիրներին արագ արձագանքման նպատակով մարզերում մասնագիտացված կառույցների ստեղծում,
- տարածաշրջանների ներդրումային գրավչության վարկանշային համակարգի ձևավորում, ինչի հիման վրա ներդրողները նախօրոք պատկերացում կկազմեն ներդրումային օբյեկտի հետ կապված ռիսկերի մասին և անհրաժեշտ միջոցներ կձեռնարկեն դրանց կառավարման ուղղությամբ,
- տարածաշրջանային ինովացիոն կլաստերների ձևավորում, որը ենթադրում է ինտեգրված ձեռնակությունների ստեղծում և դրանց համար որակյալ մասնագետների պատրաստում՝ տեղական կազմակերպությունների միջոցով, որոնք կկորդինացնեն տարածաշրջանի տնտեսական ենթակառուցվածքները, ներառյալ՝ վարչական բնույթի միջոցառումներ, անշարժ գույքի տրամադրում, շինարարություն, հաշվապահական և մարքեթինգային ծառայությունների մատուցում:

Մարդկային կապիտալը ժամանակակից տնտեսական համակարգի ամենակարևոր բաղադրիչն է, և դրա ձևավորման արդյունավետության ապահովումը երկրի սոցիալ-տնտեսական և գիտատեխնիկական զարգացման գրավականն է: Այս առումով, ներկայումս մարդկային կապիտալի արդյունավետ ձևավորումը պետք է հանդիսանա պետության կարևորագույն ռազմավարական նպատակներից մեկը: Ավելին, մարդկային կապիտալի զարգացումը կարևոր նշանակություն ունի Հայաստանի տնտեսության ներդրումային գրավչության բարձրացման և օտարերկրյա կապիտալի լայնածավալ հոսքերի ապահովման համար: Նշված ուղղությամբ կարող են իրականացվել հետևյալ միջոցառումները.

- ժողովրդագրական իրավիճակի բարելավում և միգրացիոն քաղաքականության վերանայում,
- ազգաբնակչության առողջապահական սպասարկման որակի բարձրացում և այդ ուղղությամբ ֆինանսավորման ավելացում, առողջ ապրելակերպի համար համապատասխան պայմանների ու խթանների ձևավորում,
- ազգաբնակչության կրթության մակարդակի և որակի բարձրացում,
- գիտության և կրթության ինտեգրման խորացմանն աջակցում,
- գիտության ոլորտի աշխատողների կարգավիճակի և վարձատրության բարձրացում, որակավորման և արհեստավարժության ժամանակակից ստանդարտների սահմանում,
- շարունակական կրթության համակարգի զարգացում՝ հեռավար հարթակների միջոցով մասնագիտական կրթության և որակավորման բարձրացման համակարգի ներդրման միջոցով,
- ազգաբնակչության կենսամակարդակի բարձրացում՝ աշխատանքի վարձատրության մակարդակի բարձրացման, սոցիալական սպասարկման համակարգի օպտիմալացման, ազգաբնակչությանը մատուցվող ծառայությունների որակի բարելավման միջոցով,
- աշխատանքի արտադրողականության բարձրացում՝ նորարարական ակտիվության խթանման և առաջավոր տեխնոլոգիաների ներդրման միջոցով,

- մտավոր աշխատանքով զբաղված աշխատող անձնակազմի կառավարման կատարելագործում, ստեղծագործական հմտությունների բացահայտման, ինչպես նաև աշխատանքի պայմանների և անվտանգության միջոցառումների բարելավման միջոցով:

Հարկ է նշել նաև, որ ազգաբնակչության ֆինանսական գրագիտության ցածր մակարդակը նույնպես լուրջ խոչընդոտ է հանրապետությունում երկարաժամկետ ներդրումների իրականացման և տնտեսության զարգացման համար: Մասնավորապես, ազգաբնակչության մեծամասնությունը չի տիրապետում բավարար գիտելիքների՝ սեփական խնայողությունները տնտեսության տարբեր ոլորտներում ներդնելու համար՝ բավարարվելով միայն բանկային կարճաժամկետ ավանդներով, որոնցից ստացվող եկամուտները շատ չնչին են և կարող են ծածկել միայն գնաճից առաջացող արժեզրկման կորուստները: Արդյունքում ազգաբնակչությունը չի ապահովում իրենց կապիտալի համար համարժեք աճ, բանկային համակարգում ստեղծվում է «երկար» փողերի պակաս, իսկ տնտեսության մեջ չեն իրականացվում երկարաժամկետ ներդրումներ: Այդ իսկ պատճառով, ներկայումս կարևորվում է Հայաստանում ձևավորել պետության վերահսկողության ներքո գործող անկախ խորհրդատվական ինստիտուտներ, որոնք ազգաբնակչությանը կցուցաբերեն մասնագիտական օժանդակություն՝ ֆինանսական ներդրումների հետ կապված հարցերի վերաբերյալ: Սա միանշանակորեն ևս կնպաստի ներդրումային ռիսկերի արդյունավետ կառավարմանը և կխթանի ներդրումային գործընթացները հանրապետությունում:

Այսպիսով, Հայաստանում բարենպաստ ներդրումային միջավայրի ձևավորումը, ներդրումային ռիսկերի նվազեցումը և ներդրողների շահերի պաշտպանությունը պետք է հանդիսանան պետության տնտեսական քաղաքականություն հիմնական առաջնահերթությունները: Հայաստանի և օտարերկրյա պետությունների միջև ներդրումային համագործակցության կարևորագույն նախապայմաններից է օտարերկրյա ներդրողներին իրավական երաշխիքների տրամադրումը: Այս ուղղությամբ բացի ներդրումների փոխադարձ պաշտպանության միջպետական և միջկառավարական համաձայնագրերի կնքումից՝ կարևոր և առաջընթաց քայլ

կհանդիսանա Հայաստանում օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների երաշխավորման հիմնադրամի ստեղծումը, որը կփոխհատուցի օտարերկրյա ներդրողների հնարավոր վնասները՝ կապված պետական քաղաքականության անբարենպաստ փոփոխությունների, իրավունքների խախտման և տնտեսական անբարեխիղճ մրցակցության հետ: Ամփոփելով պետք է նշել, որ Հայաստանի տնտեսության կայուն զարգացման ապահովումը պահանջում է տնտեսության տարբեր ոլորտներում լայնածավալ տեղական և օտարերկրյա մասնավոր ներդրումների ներգրավում, իսկ այդ նպատակին հասնելու համար անհրաժեշտ է վերանայել կառավարության տնտեսական քաղաքականությունը, նպատակաուղղված միջոցառումների իրականացմամբ նվազեցնել տնտեսության մեջ առկա ներդրումային ռիսկերը և ձևավորել բարենպաստ ներդրումային միջավայր:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

1. Ներդրումային միջավայրը բավական բարդ և բազմաշերտ հասկացություն է, որը բնորոշվում է մի շարք գործոնների համախմբով, որոնք անդրադառնում են տնտեսության մեջ ներդրումային որոշումների իրականացման գործընթացի վրա և ձևավորում են երկրում ներդրումային միջավայրի վերաբերյալ հիմնական պատկերացումները: Այն արտահայտում է այս կամ այն երկրում (տարածաշրջանում, ճյուղում) ձևավորված իրավիճակի բարենպաստ լինելու աստիճանը՝ ներդրումային ներուժի համեմատությամբ: Ներդրումային միջավայրը բնորոշվում է առաջին հերթին ներդրումային կապիտալի համար առկա տնտեսական պայմաններով, սակայն կարևոր նշանակություն ունեն նաև այն իրավական, սոցիալական և քաղաքական պայմանները, որոնց պարագայում գործում է ներդրողը:

2. Տնտեսության մեջ ցանկացած տիպի ներդրումային գործընթացի իրականացումը ենթադրում է մի շարք պայմանների առկայություն, որոնցից հիմնականներն են՝ ներդրումային ոլորտի համար բավարար ռեսուրսային ներուժը, տնտեսական սուբյեկտների առկայությունը, որոնք կապահովեն ներդրումային գործընթացն անհրաժեշտ ծավալով: Ներդրումային գործընթացի մասնակիցների շահերի համաձայնեցումն ապահովվում է ներդրումային կարգավորման մեխանիզմի ստեղծմամբ և արդյունավետ գործունեությամբ, որպես մեթոդների, ձևերի, ֆինանսավորման աղբյուրների, վերարտադրության գործընթացի վրա ներգործության գործիքների համակարգ:

3. Ներդրումային ռիսկերի կառավարումը բազմաստիճան գործընթաց է՝ անբարենպաստ իրավիճակների առաջացման դեպքում առաջացող հնարավոր վնասները նվազեցնելու և փոխհատուցելու ուղղությամբ: Ներդրումային ռիսկերի կառավարման գործընթացը սովորաբար ներառում է հետևյալ հիմնական փուլերը.

- հնարավոր ռիսկերի հայտնաբերում և կազմակերպության ներդրումային գործունեության վրա վերջիններիս ազդեցության գնահատում,
- ռիսկերի գնահատում ու կառավարման ռազմավարության մշակում,
- ռիսկերի վրա ներգործության մարտավարական միջոցառումների մշակում,
- ռիսկերի հակազդման մեթոդների ընտրություն և կիրառում,

- ռիսկերի կառավարման արդյունքների վերլուծություն և կիրառված մեթոդների արդյունավետության գնահատում:

Ներդրումային ռիսկերի կառավարման արդյունավետ համակարգի ձևավորման համար անհրաժեշտ է սահմանել՝

- այդ համակարգի ձևավորման և ներդրման առանձնահատկությունները,
- ռիսկերի կառավարման գործընթացի՝ տարբեր փուլերում կիրառվող հիմնական մեթոդները և դրանց կիրառման առանձնահատկությունները,
- ներդրումային ռիսկերի կառավարման մեթոդաբանությունը:

4. Պետության կողմից ներդրումային աղբյուրների առաջնահերթության խնդրի լուծումից է կախված տնտեսության ինքնուրույնության և արդյունավետ զարգացման համար առավել բարենպաստ պայմանների ապահովումը՝ երկրի տնտեսական անվտանգության համատեքստում: Հետևաբար, ներդրումների տնտեսական արդյունավետությունը և անվտանգությունը այն կարևոր ուղենիշներն են, որոնք անհրաժեշտ են պետական մարմիններին ներդրումային աղբյուրների առաջնահերթության վերաբերյալ որոշումներ կայացնելու համար: Ներդրումային ֆինանսավորման աղբյուրների կազմը և կառուցվածքը նախևառաջ պայմանավորված է լինում երկրում ձևավորված տնտեսական կացութաձևից և տնտեսության կառավարման մեխանիզմների առանձնահատկություններից:

5. Հայաստանում ներդրումային ոլորտը կանոնակարգող իրավական դաշտը ներկայումս չի բխում ներդրումային միջավայրի բարելավման և ներդրումային ռիսկերի նվազեցման ուղղությամբ կառավարության որդեգրած քաղաքականության նպատակներից, և անհրաժեշտություն կա այդ ոլորտի էական բարեփոխումների, որոնք պետք է իրականացվեն ներդրողների իրավունքների պաշտպանության երաշխիքների ընդլայնման, դրանց ապահովման գործունե մեխանիզմների ապահովման, վեճերի արագ և անկողմնակալ քննարկման, ներդրումային հարաբերությունները բնութագրող ժամանակակից հասկացությունների ու եզրույթների ընդլայնման, ինչպես նաև իրավական նոր ինստիտուտների ձևավորման ճանապարհով: Հայաստանում ներդրումային ոլորտը կանոնակարգող օրենսդրական բարեփոխումները պետք է բխեն մի շարք կարևոր սկզբունքներից, ինչպիսիք են

համահավասարության, թափանցիկության, պաշտպանվածության, փոխհատուցման, վեճերի արագ և անկողմնակալ կարգավորման սկզբունքները: Վերջիններիս իրավական ամրագրումը և դրանց հետևողական կիրառումը թույլ կտա բարձրացնել ներդրումային գործունեության օրենսդրական կարգավորման արդյունավետությունը, ինչն իր հերթին էապես կնպաստի ներդրումային միջավայրի բարելավմանը և ռիսկերի նվազեցմանը:

6. Ներդրումային ռիսկերի նվազեցման և ներդրումային միջավայրի բարելավման ուղղությամբ պետության իսկ շահերից է բխում սահմանել պետական երաշխիքների կայուն համակարգ, ինչպես նաև դրանց կիրառման արդյունավետ մեխանիզմներ, ինչը լուրջ խթան կհանդիսանա տնտեսության մեջ երկարաժամկետ ներդրումների ներգրավման համար: Ներդրումների մասին օրենսդրության մեջ անհրաժեշտ է ամրագրել ներդրողների շահերի պաշտպանությունն ապահովող հետևյալ երաշխիքները.

- ներդրողների իրավունքների հավասարության երաշխիք.
- ներդրողների և ներդրումային գործունեության իրավական պաշտպանվածության երաշխիք,
- ներդրումային օրենսդրության կայունության երաշխիք.
- ազատ տեղաշարժի իրավունքի երաշխիք
- գույքի, եկամուտների և տեղեկատվության ազատ արտահանման երաշխիք.
- ազգայնացումից ներդրողների պաշտպանության երաշխիք.
- ներդրումների փոխհատուցման երաշխիք.
- վերաներդրում իրականացնելու դեպքում (ստացված շահույթի կամ լրացուցիչ կապիտալի ներդրմամբ) ներդրողի իրավական պաշտպանվածության երաշխիք:

7. Հայաստանի տնտեսության մեջ երկարաժամկետ ներդրումների խթանման համար անհրաժեշտ է ապահովել բաց և ազատական պայմաններով տնտեսություն՝ պետական ապարատի վարչարարության բարձր արդյունավետությամբ: Ներդրումների խթանման և ներդրումային միջավայրի ռիսկայնության նվազեցման ուղղությամբ Հայաստանի կառավարության կողմից իրականացվող տնտեսական քաղաքականության հիմնական սկզբունքները պետք է հանդիսանան տնտեսական

հարաբերությունների բոլոր մասնակիցների համար բարենպաստ, մրցակցային և ոչ խտրական բիզնես միջավայրի երաշխավորումը, տնտեսական գործունեության համար հավասար և կանխատեսելի պայմանների ապահովումը, ներդրումային ռիսկերի նվազեցման կազմակերպչաիրավական համակարգի ձևավորումը՝ տեղական և օտարերկրյա ներդրումների և ազգաբնակչության խնայողությունների խթանման նպատակով, տնտեսության արտահանող ճյուղերի առաջնահերթ խթանումը, թողարկվող ապրանքների ու ծառայությունների մրցունակության բարձրացումը, ֆինանսական ռեսուրսների հասանելիության ապահովումը, տնտեսվարողների ներդրումային հնարավորությունների ընդլայնման նպատակով հարկային քաղաքականության վերանայումը՝ գործող հարկային համակարգի պարզեցման, հարկային բեռի կրճատման և ամորտիզացիոն քաղաքականության կատարելագործման հիման վրա, ներդրումների խթանմանն ուղղված գործուն և տնտեսապես հիմնավորված արտոնությունների տրամադրումը, փոքր և միջին ձեռնարկություններում ներդրումների խրախուսումը, նորարարությունների խթանումը և գիտելիքահենք արտադրությունների զարգացումը, էներգախնայող և բարձր տեխնոլոգիական ոլորտներում ներդրումների խրախուսումը, ազատ տնտեսական գոտիների ընդլայնումը, տարածաշրջանների ներդրումային գրավչության բարձրացումը:

8. Ներդրումային ռիսկերի նվազեցմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության շրջանակներում իրականացվող միջոցառումները կարելի է խմբավորել 6 ոլորտների:

1. Ներդրումային գործունեության գծով վարչարարության պարզեցում և ներդրողներին օժանդակող ծառայությունների լայն սպեկտրի մատուցում:

Ներդրումային գործունեության հետ կապված վարչարարության պարզեցման և ներդրողներին օժանդակող ծառայությունների մատուցման ուղղությամբ պետք է իրականացվեն հետևյալ միջոցառումները. ներդրումային նախագծերի քննարկման և փաստաթղթերի հաստատման ընթացակարգերի պարզեցում՝ «մեկ պատուհանի» սկզբունքի կիրառմամբ, պոտենցիալ ներդրողների վարկանիշի գնահատման համակարգի ներդրում՝ տեղեկատվական-վերլուծական մասնագիտացված

կենտրոնների ստեղծման միջոցով, ներդրողների իրազեկման համակարգի ձևավորում և անհրաժեշտ տեղեկատվության անվճար տրամադրում, ներդրումների խթանման նպատակով մարքեթինգային հետազոտությունների կազմակերպում՝ մասնագիտացված կառույցների ներգրավման միջոցով:

2. Հարկային խթանների ապահովում:

Հարկային խթանների ապահովման ոլորտում նպատակահարմար է իրականացնել տնտեսության իրական հատվածում նոր ստեղծվող ձեռնարկություններին որոշակի ժամանակահատվածով հարկերից ազատում, կատարված ներդրումների չափով կազմակերպությունների հարկվող եկամուտի նվազեցում, արտադրության տեխնիկական վերազինմանն ուղղված ծախսերի չափով շահութահարկից ազատում, հարկային պարտավորությունների վճարման ժամկետների ուշացման համար սահմանված տույժերի ու տուգանքների վերացում, սոցիալական վճարի դրույքաչափի նվազեցում, ներդրումների իրականացման դեպքում ավելացված արժեքի հարկի վճարման ժամկետի հետաձգում, հանրապետության հեռավոր մարզերում գործող արտադրական ձեռնարկություններին առնվազն հինգ տարով հարկերից ազատում, արտադրական հիմնական միջոցների, սարքավորումների ներմուծման դեպքում կազմակերպություններին մաքսատուրքի վճարումից ազատում և շահութահարկի հաշվարկման ժամանակ հարկվող եկամուտից նվազեցումների համար հիմնական միջոցի արժեքի որոշակի մասով (20-50%) զեղչի տրամադրում, արտահանվող ապրանքների արտադրության համար ներմուծվող նյութերի և կիսաֆաբրիկատների մաքսատուրքից ազատում, արտադրության մեջ օգտագործվող հիմնական միջոցների նվազագույն ամորտիզացիոն ժամկետների վերանայում՝ դրանց ժամանակին համալրումն ապահովելու նպատակով:

3. Ֆինանսական ռեսուրսների մատչելիության ապահովում:

Հանրապետությունում ֆինանսական ռեսուրսների մատչելիության ապահովման ուղղությամբ նպատակահարմար է իրականացնել հետևյալ միջոցառումները՝ տնտեսության իրական հատվածում ներդրումներ իրականացնող կազմակերպությունների համար արտոնյալ վարկերի տրամադրում, արտահանող ձեռնարկությունների կողմից ներդրումների համար ներգրավված վարկերի

տոկոսների սուբսիդավորում, պետության կողմից երաշխավորված կորպորատիվ արժեթղթերի թողարկման միջոցով ներդրումների ներգրավման խթանում, ժամանակակից ներդրումային ենթակառուցվածքների ձևավորում, մասնավոր կուտակային կեսնաթոշակային հիմնադրամների միջոցները ՀՀ տնտեսության իրական հատվածում որպես ներդրումներ ներգրավելու գործուն մեխանիզմների ձևավորում:

4. Տնտեսության իրական հատվածի կազմակերպությունների համար ներդրումային խթանների ձևավորում:

Տնտեսության իրական հատվածում բարենպաստ ներդրումային միջավայր ձևավորելու և այդ ոլորտում ներդրումային ռիսկերի նվազեցման ուղղությամբ կարող են իրականացվել հետևյալ միջոցառումները. արտահանող արտադրությունների զարգացման խթանում՝ ներդրումային ծրագրերի դրամաշնորհային ֆինանսավորման միջոցով, արտադրական ենթակառուցվածքների արդիականացման և զարգացման ֆինանսավորում, նորարարությունների ներդրման և գիտահետազատական աշխատանքների իրականացման ոլորտում փոքր և միջին ձեռնարկություններին ֆինանսական աջակցության ցուցաբերում, պետություն-մասնավոր հատված ներդրումային կայուն համագործակցության զարգացում՝ պետության և մասնավոր հատվածի ֆինանսական ռեսուրսները տնտեսության առաջնահերթ և նորարարական ոլորտներում համակենտրոնացնելու միջոցով, «գիտություն-արտադրություն» կապի ամրապնդման, գիտելիքահենք և նորարարական տնտեսության կայացման և այդ ոլորտում ներդրումների խթանման նպատակով միջնյուղային առաջնահերթ գիտատեխնոլոգիական նախագծերի համակարգի ձևավորում, ներդրողների համար արտադրական հողատարածքների, շենքերի, շինությունների և տեխնոլոգիական սարքավորումների ձեռքբերման գծով կատարվող ծախսերի սուբսիդավորում:

5. Տարածաշրջանների ներդրումային գրավչության բարձրացում:

Ներկայումս Հայաստանում կարևոր հիմնախնդիր է մարզերի տնտեսական զարգացումը, որը կարող է ապահովվել ներդրումային ռեսուրսների ակտիվ ներգրավման ճանապարհով: Այս առումով, տարածաշրջանային զարգացմանն ուղղված տնտեսական քաղաքականության շրջանակներում ևս անհրաժեշտ է մշակել

ներդրումային ռիսկերի նվազեցմանն ու ներդրումների խթանմանն ուղղված միջոցառումներ, մասնավորապես, հանրապետության մարզերում ձեռնարկատիրական գոտիների ստեղծում, տարածքային կառավարման և տեղական ինքնակառավարման մարմինների կողմից տարածաշրջանների արտադրական և սոցիալական ենթակառուցվածքների զարգացման ֆինանսավորում, համայնքներում արդյունաբերական օբյեկտների կառուցման համար հողատարածքների անվճար հատկացում և ինժեներատեխնիկական աջակցություն, հանրապետության մարզերում ներդրումային նախագծերի հավաքագրման, ներդրումային խորհրդատվության տրամադրման և այդ ոլորտում առաջացող հնարավոր խնդիրներին արագ արձագանքման նպատակով մարզերում մասնագիտացված կառույցների ստեղծում, տարածաշրջանների ներդրումային գրավչության վարկանշային համակարգի ձևավորում, տարածաշրջանային ինովացիոն կլաստերների ձևավորում:

6. Մարդկային կապիտալի զարգացում:

Մարդկային կապիտալը ժամանակակից տնտեսական համակարգի ամենակարևոր բաղադրիչն է և կարևոր նշանակություն ունի ՀՀ տնտեսության ներդրումային գրավչության բարձրացման և օտարերկրյա կապիտալի լայնածավալ հոսքերի ապահովման համար: Նշված ուղղությամբ կարող են իրականացվել հետևյալ միջոցառումները. ժողովրդագրական իրավիճակի բարելավում և միգրացիոն քաղաքականության վերանայում, ազգաբնակչության առողջապահական սպասարկման որակի բարձրացում և այդ ուղղությամբ ֆինանսավորման ավելացում, առողջ ապրելակերպի համար համապատասխան պայմանների ու խթանների ձևավորում, ազգաբնակչության կրթության մակարդակի և որակի բարձրացում, գիտության և կրթության ինտեգրման խորացմանն աջակցում, գիտության ոլորտի աշխատողների կարգավիճակի և վարձատրության բարձրացում, որակավորման և արհեստավարժության ժամանակակից ստանդարտների սահմանում, շարունակական կրթության համակարգի զարգացում՝ հեռավար հարթակների միջոցով մասնագիտական կրթության և որակավորման բարձրացման համակարգի ներդրման միջոցով, ազգաբնակչության կենսամակարդակի բարձրացում՝ աշխատանքի վարձատրության մակարդակի բարձրացման, սոցիալական սպասարկման

համակարգի օպտիմալացման, ազգաբնակչությանը մատուցվող ծառայությունների որակի բարելավման միջոցով, աշխատանքի արտադրողականության բարձրացում՝ նորարարական ակտիվության խթանման և առաջավոր տեխնոլոգիաների ներդրման միջոցով, մտավոր աշխատանքով զբաղված աշխատող անձնակազմի կառավարման կատարելագործում, ստեղծագործական հմտությունների բացահայտման, ինչպես նաև աշխատանքի պայմանների և անվտանգության միջոցառումների բարելավման միջոցով:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

Օրենքներ, իրավական ակտեր և նորմեր, պաշտոնական վիճակագրություն

1. «Բաժնետիրական ընկերությունների մասին» ՀՀ օրենք
2. «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենք, ՀՕ-115, ընդունման ամսաթիվը՝ 31.07.1994 – ՀՀԳԽՏ, 1994/14
3. Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25 февраля, 1999

Մասնագիտական գրականություն

4. Բոյաջյան Կ., «Ձեռնարկությունների ներդրումների կառավարման նշանակությունը, անհրաժեշտությունը, Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական կայուն զարգացման հիմնախնդիրները», Երևան, 2008, էջ 42-43
5. Հարությունյան Դ., «Ներդրումային միջավայրը և դրա վրա ազդող հիմնական գործոնները», Սոցիալ-տնտեսական զարգացման արդի հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում (հանրապետական գիտաժողովի նյութեր), Երևան, ՀՀ ԳԱԱ, «Գիտություն» հրատ., 2008
6. Մարկոսյան Ա., Մաթևոսյան Է., «Պետությունը և ձեռնարկատիրությունը», Երևան, «Զանգակ-97» հրատ., 2005, 416 էջ
7. Սարգսյան Հ., Գևորգյան Ռ., «Տնտեսական վերափոխումների ընթացքը և ճգնաժամը Հայաստանում», «Արդարություն» մատենաշար, թիվ 6, Խորհրդաժողովի նյութեր, Երևան, 2010, էջ 2-9
8. Սարգսյան Հ., Մարկոսյան Ա., «Հայաստանի տնտեսության վերափոխումները և վերելքի հեռանկարները», Երևան, «Զանգակ» հրատ., 2014, 552 էջ
9. Ստեփանյան Ա., «Արտադրական ձեռնարկությունների ֆինանսներ» (Ուսումնական ձեռնարկ), Երևան, «Իրավունք», 2011, 178 էջ
10. Սուվարյան Յու. խմբագր., «Մենեջմենթ», Երևան, «Տնտեսագետ», 2009, 560 էջ
11. Абрамов С.И. “Инвестирование”, М.: Центр экономики и маркетинга, 2008, 440с.

12. Азрилиян А.Н., “Большой экономический словарь” [и др.], под общ. ред. А.Н. Азрилияна, 5-е изд. перераб. и доп. М., Институт новой экономики, 2002, 1280 с.
13. Бланк И. А., “Основы финансового менеджмента”, Т.2, Киев, 1999, 512с.
14. Бланк И. А., “Управление инвестициями предприятия”, Киев, Эльга, Ника-Центр, 2003, 480 с.
15. Бланк И. А., “Инвестиционный менеджмент”, Учебный курс, К., Эльга-Н, Ника-Центр, 2001, 448 с.
16. Бланк И. А., “Торговый менеджмент”, Киев, Ника-Центр, 2006, 780 с.
17. Богатин Ю.В., Швандар В.А. “Инвестиционный анализ”, учеб. пособие для вузов, М., ЮНИТИ-ДАНА, 2007, 286 с.
18. Быкова Н. Н., “Мероприятия по оптимизации управления платежеспособностью и финансовой устойчивостью предприятия на примере ОАО”, «АвтоВАЗ», Н. Н. Быкова, Ф. Ф. Алиев, Молодой ученый, 2014, с. 136–141
19. Волков И.М., “Проектный анализ: Продвинутый курс”, учебное пособие, М., ИНФРА-М, 2009, 495с.
20. Воронцовский А. В., “Инвестиции и финансирование: методы оценки и обоснования”, Издательство Санкт-Петербургского университета, 2003, с.72-80
21. Гитман Л. Дж., Джонк М.Д., “Основы инвестирования”, пер. с англ. М., Дело, 1999, 1008 с.
22. Гранберг А. Г., “Стратегия территориального социально-экономического развития России: от идеи к реализации”, Вопросы экономики, 2001, № 9, с. 15-27
23. Гранберг А. Г., “Стратегия территориального социально-экономического развития России”, Вопросы экономики, 2001, с.15–37
24. Грачёва М. В., “Риск-анализ инвестиционного проекта”, Учебник для вузов, М., ЮНИТИ-ДАНА, 2006, 351 с.
25. Гретченко А. А., “Инвестиционные процессы в условиях глобализации”, Аудит и финансовый анализ, 2008, с.204-213.

26. Гусева К., “Ранжирование субъектов РФ по степени благоприятности инвестиционного климата”, Вопросы экономики, 1996, № 6, с. 90-99.
27. Друкер П. Ф., “Бизнес и инновации”, М., Вильямс, 2009, 432с.
28. Зверев В.А. “Методы государственного регулирования инвестиционной деятельности”, Справочник экономиста, №6, 2006, с.50-56.
29. Изард У., “Методы регионального анализа”, М., “Наука”, 2006, 659 с.
30. “Инвестиционный рейтинг российских регионов”, 1999-2000 гг., Эксперт, 2000, с. 73-90
31. Казначевская Г. Б., И. Н. Чуев, О. В. Матросова, “Менеджмент”, Ростов н/Д., Феникс, 2007, 378с.
32. Кобозев О. В., “Анализ подходов к оценке инвестиционной привлекательности регионов”, Экономические науки, 2010, с.149–151
33. Ковалёв В. В., “Основы теории финансового менеджмента”, М., Проспект, 2008, 448 с.
34. Кокурин Д. И., “Инновационная деятельность”, М., Экзамен, 2001, 575 с.
35. Кричевский М. Л., “Финансовые риски: учебное пособие”, М., КНОРУС, 2012, 248 с.
36. Крылов Э. И., Журавкова И. В., “Анализ эффективности инвестиционной и инновационной деятельности предприятия”, учебное пособие, М., Финансы и статистика, 2003, 574с.
37. Кузнецов Б.Т., “Инвестиции”, М., ЮНИТИ-ДАНА, 2010, 624 с.
38. Лещенко М.И., “Менеджмент инвестиционных рисков”, уч. пособие под общ., М., 2006, 194 с.
39. Липсиц И.В., Косов В.В., “Экономический анализ реальных инвестиций”, Учебник, М., Экономистъ, 2004, 347 с.
40. Макшанова Т. В., Коваленко О. Г., “Производные ценные бумаги и финансовые инструменты: сущность и возможности применения”, Т. В. Макшанова, О. Г. Коваленко, Вектор науки Тольяттинского государственного университета, 2013, с.348–352

41. “Международно-правовые основы иностранных инвестиций в России”, сб. нормативных актов и документов, М., Юридическая литература, 1995. — С. 25-40
42. Могзоев А., “К теории инвестиционной привлекательности региона”, Инвестиции в России, 2002, с. 40-41
43. “Оценка инвестиционного климата регионов России. Методика экономического департамента Банка Австрии”, Директор. Новосибирск № 5. - с. 23-28
44. Петти В., Рикардо Д. “Классика экономической мысли”, М., “Пресс”, 2000, - 895 с.
45. Полтева Т. В. “Роль производных ценных бумаг в системе управления рисками”, Т. В. Полтева, Вектор науки Тольяттинского государственного университета, Серия, Экономика и управление, 2014, № 2, с. 35–38
46. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. “Современный экономический словарь”, 6-е изд., перераб. и доп. — М. : ИНФРА-М, 2017. — 512 с.
47. “Рейтинг инвестиционной привлекательности регионов России”, Эксперт, 1997, <https://raexpert.ru/ratings/regions/2015>
48. Рожков Ю. В., Степанова В. С., Сарварова Е. П. “Инвестиции”, учеб. Пособие, Хабаровск, ХГАЭП, 2007, 120 с.
49. Сакс Д., Ларрен Ф. “Макроэкономика”, М., Дело, 1996, 848 с.
50. Сапарова Б.С. “Принципы инвестиционной политики и механизм регулирования инвестиционного процесса в Республике Казахстан”, Проблемы современной экономики, 2004, № 4 (12), с. 143-144
51. Станиславчик Е. Н. “Риск-менеджмент на предприятии”, М., 2002, 88 с.
52. “Страхование и страховая деятельность”, Материалы конференции, Финансовая газета, 1997
53. Таскаева, Н.Н. Т23 “Инвестиционный анализ” [Электронный ресурс], курс лекций, Н.Н. Таскаева, Т.Н. Кисель; М-во образования и науки Рос. Федерации,

- Нац. исследоват. Моск. гос. строит. Ун. Москва: НИУ МГСУ, 2016,эл. Ресурс, режим доступа: [http: // www.iprbookshop.ru/](http://www.iprbookshop.ru/)
- 54.Теплицкий В., Костюковский Ю. “Как оценить инвестиционную привлекательность предприятия”, Деловая жизнь, 2002, N 9, с.26-31
- 55.Ткаченко И.Ю. “Инвестиции”, учеб. Пособие, М., Издательский центр «Академия», 2009, 240 с.
- 56.Трапезников, В.А. “Валютное регулирование в международном инвестиционном праве”, В.А. Трапезников, М., Волтерс Клувер, 2004, с.74.
- 57.Харламенко Е.В. “Количественный анализ рисков инвестиционного проекта”, Российское предпринимательство, 2009, - N 5, вып. 1, - С. 58-63
- 58.Хохлов Н.В. “Управление рисками”, Учебное пособие для Вузов, М., ЮНИТИ-ДАНА, 2009, 239 с.
- 59.Цакунов С., “Инвестиции в России: ожидание оттепели”, Рынок ценных бумаг, 1998, №6.-с. 105.
60. Чепурина М.Н. “Курс экономической теории”, учебник, 6-е исправ., доп. и перераб. Издание, Киров: «АСА», 2007, 848 с.
- 61.Черныш Е.А., Н.П.Молчанова и др. “Прогнозирование и планирование в условиях рынка”, М., ПРИОР, 1999, 176с.
- 62.Шапкин В. А., Шапкин А. С., “Теория риска и моделирование рискованных ситуаций”, М., «Дашков и К°», 2007, 880 с.
- 63.Шарп У., Гордон Л., Бейли Д. “Инвестиции”, М.: ИНФРА-М., 2007, 1040 с.
- 64.Шеремет В. В., “Управление инвестициями”, Т. 1., Высшая школа, М: 1998, 416с.
- 65.Andersen, T. A. “The performance relationship of effective risk management: Exploring the firm-specific investment rationale”, Long Range Planning, 2008, p.155–176
66. Atapina N.V. “Comparative analysis of risk assessment techniques and approaches to risk management”, N.V. Atapina, V.N. Kononov, Young scientists, Monthly scientific magazine, 2013

67. Campbell T. "Risk management: Implementing an effective system", Accountancy Ireland, 2008, p.54–66
68. Drechsler W., Natter M. "Understanding a firm's openness decisions innovation", J. of business research, 2012, p.438–445.
69. Guikema, S. D., & Coffelt, J.P. "A flexible count data regression model for risk analysis", Risk Analysis, 2008, p.213–223
70. Henzler Herbert. "Shaping an International Investment Strategy", The McKinsey Quarterly, 1981, pp. 53–78.
71. Hester, R. E., & Harrison, R. M. "Risk assessment and risk management", Cambridge, England, Royal Society of Chemistry, 1998, 168 p.
72. Jones R., "Comparative and absolute advantage", Institute for International Economic Studies, University of Stockholm, 1980, pp. 235-260
73. Kahraman, Ruan, Tolga: "Capital budgeting techniques using discounted fuzzy versus probabilistic cash flows", Information Sciences, 2002, p. 57-76
74. Kaplan, R. S. and A. Mikes. 2012. "Managing risks: A new framework. Smart companies match their approach to the nature of the threats they face", Harvard Business Review (June), 48-60.
75. Kent H. Baker, Greg Filbeck "Investment Risk Management", Oxford University Press, 2015, p.34-35
76. Robert B. Stobaugh "How to Analyze Foreign Investment Climates", Harvard Business Review 47, 1999, pp.100-108
77. Rosta, J. "Risk management: Models built on good times fail in bad: Will going back to basics and empowering CROs fix the problem?", 2008, American Banker, 118(12). Retrieved from <http://www.americanbanker.com/magazine>
78. Toyne B., P. Walters. "Global Marketing Management: A Strategic Perspective", Allyn & Bacon, 1989, 747 p.
79. Tullis M., O.Borin. "Investment Prospects in Eastern Europe", Multinational Business, No 1, 1990, p.17-23

80. Van Staveren, M. "Uncertainty and ground conditions: A risk management approach. Amsterdam, The Netherlands", Elsevier, 2006, 333 p.
81. Veysey, S. "U.K. sets standards for risk management: Framework a guide to principles, models". Business Insurance, 39(35), 13–14
82. Williams, S., & Narendran, S. "Determinants of managerial risk: Exploring personality and culture influences", The Journal of Social Psychology, 1999, p.102–125

Ինտերնետային կայքեր և էլեկտրոնային ռեսուրսներ

83. www.armef.com
84. www.armstat.am
85. www.asue.am
86. www.cba.am
87. <https://www.credendo.com/country-risk>
88. www.databank.worldbank.org
89. www.doingbusiness.org
90. www.eclib.net
91. www.en.wiktionary.org
92. www.euromoneycountryrisk.com
93. www.gov.am
94. www.imf.org
95. www.investorwords.com
96. www.mchpravo.ru
97. www.mfa.am
98. www.miga.org
99. www.moodys.com
100. www.openknowledge.worldbank.org
101. www.raexpert.ru
102. www.ru.wikipedia.org
103. www.siteresources.worldbank.org

104. www.standardandpoors.com

105. www.tradingeconomics.com

106. www.transparency.am

107. www.transparency.org

108. www.worldbank.org